

## Capitolo 1 – La nascita dell’impresa

«Non c’è niente di più difficile da condurre, né più dubbioso di successo, né più dannoso da gestire, dell’iniziare, un nuovo ordine di cose» - Niccolò Machiavelli

### 1.1 - Introduzione

Uno degli ostacoli maggiori che i neo-imprenditori devono affrontare è quello di reperire risorse finanziarie per avviare il proprio progetto imprenditoriale. Il finanziamento bancario risulta difficilmente accessibile in tale fase del ciclo di vita, in quanto l’impresa presenta per il breve/medio periodo previsioni di *cash flow* negativi e non è di solito in grado di prestare garanzie reali al finanziatore. L’unica strada sembra essere quella del capitale di rischio.

Reperire mezzi finanziari da un *venture capitalist* non è però così semplice; in generale gli investitori istituzionali concentrano l’attenzione su progetti caratterizzati da un elevato potenziale di sviluppo, cioè su iniziative nelle quali l’apporto di capitale e di competenza professionale da parte loro potrebbe accelerare il processo di creazione di valore. In altri termini essi privilegiano imprese con valide prospettive di crescita dimensionale e reddituale, con un imprenditore competente, credibile e trasparente ed un *management* con consolidata esperienza nel settore<sup>1</sup>.

Prima d’analizzare le caratteristiche strategiche delle imprese in fase di *start-up*, nonché i vincoli e le difficoltà finanziarie con cui si scontrano nel periodo di vita più “delicato”, riportiamo i dati sulla nascita delle imprese in Italia nel secondo trimestre del 2001, calcolati da Unioncamere in base alle rilevazioni periodiche di Movimpresa<sup>2</sup>. Premettiamo che tali dati testimoniano un *baby-boom* d’imprese nel periodo in analisi, rendendo l’oggetto di tale capitolo strettamente attuale rispetto alla nostra realtà economica.

In Italia nel secondo trimestre del 2001 sono nate 110.916 aziende e cessate 58.465, con un saldo attivo di 52.451 unità e un tasso di crescita trimestrale di 1,13% (è il risultato migliore dal 1993).

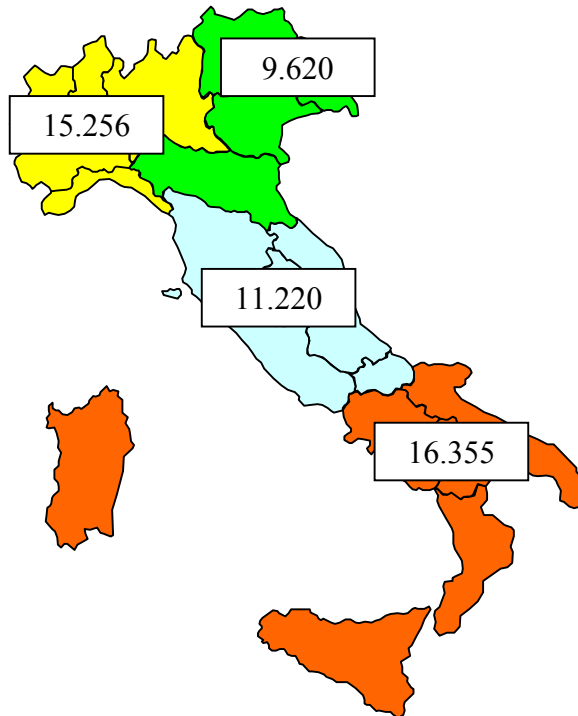
Le aree geografiche che hanno mostrato maggiore dinamismo sono state il Mezzogiorno, con un saldo attivo di 16.355 aziende (+1,17%) grazie al risultato conseguito dalla Sardegna (+ 1,45%), Calabria (+1,40%) e Puglia (+1,33%), ed il Nord-Ovest, con 15.256 unità (+1,14%) con al primo posto la Lombardia (+1,24%).

---

<sup>1</sup> G. Rana e G. Gagliardi, *Capitale di rischio: la scelta del partner e la redazione del business plan*, in Amministrazione & Finanza n. 18/2001.

<sup>2</sup> *Piccole imprese, debutti a passo di record*, ne Il Corriere della Sera del 20 Luglio 2001.

**Tav. 1.1: Saldo attivo imprese nate nel secondo trimestre del 2001 per area geografica**



I settori con tassi di sviluppo maggiori sono stati quello delle costruzioni (+1,21%), soprattutto nell'Italia settentrionale, e quello dei servizi alle imprese (+0,85%), in particolare nel Sud per la forte spinta del processo di *outsourcing* che sta caratterizzando sempre più le nostre realtà aziendali. Il Mezzogiorno ha visto crescere le società di informatica dell'1,7% (la media nazionale è dell'1,4%).

I dati dei settori del commercio e manifatturiero, che sono quelli più affollati di imprese, palesano un notevole numero sia d'iscrizioni sia di cancellazioni, a conferma di un processo di ristrutturazione in atto in tali settori.

Nella provincia di Milano, nel secondo trimestre del 2001 sono sorte 9.285 aziende (9.392 nel primo trimestre); in media nel primo semestre del 2001 sono nate giornalmente 103 imprese. Il *trend* storico recente delle nascite (29.287 unità per il 2000, 27.537 unità nel 1999 e 24.955 unità per il 1998) evidenzia una crescita che in parte influenzata dal fenomeno *New economy* (nel 2000 le nuove imprese legate a tale ambito sono state 9.313<sup>3</sup>).

Per quanto riguarda la forma giuridica, la crescita maggiore si è verificata per le società (in particolare per quelle di capitali pari al 33% del saldo, che nel Mezzogiorno hanno registrato un incremento del 2,85%).

## **1.2 - Fattori di sviluppo delle nuove imprese**

Per impresa in *start-up* s'intende:

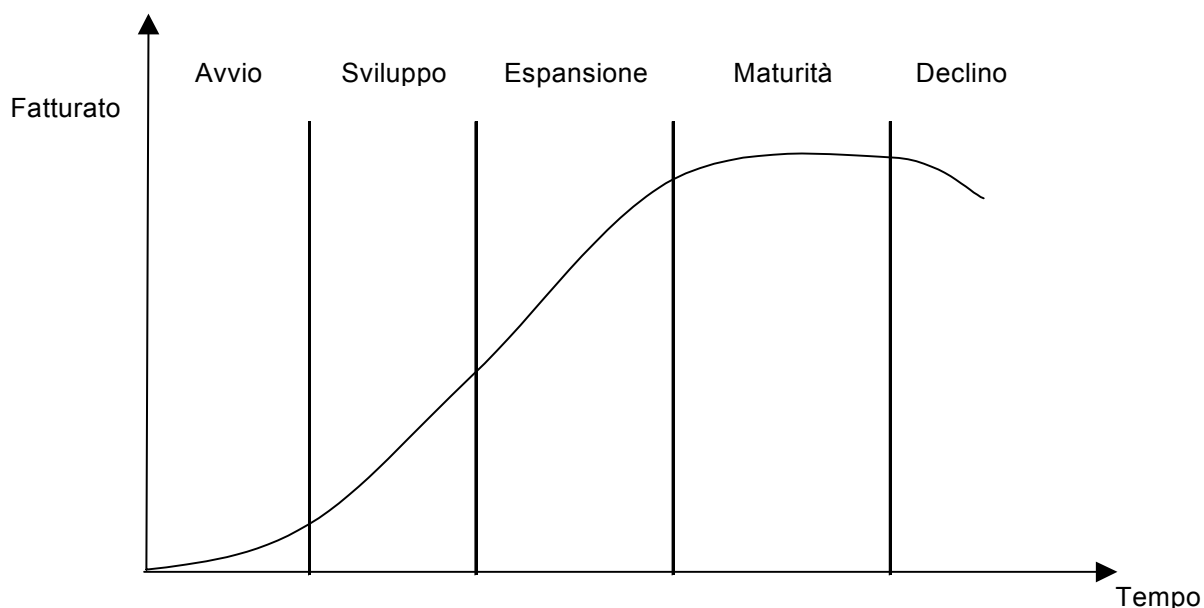
- un'impresa in fase di ideazione e progettazione di un prodotto/servizio da offrire sul mercato, del quale non si conosce ancora la validità tecnica;

<sup>3</sup> Dati "*Milano produttività*", resoconto annuale della CCIAA di Milano, pubblicati su Il Corriere della Sera del 20 Luglio 2001.

- un'impresa che ha già testato la validità tecnica dei prodotti/servizi ma non ancora quella commerciale;
- un'impresa da poco costituita che ha già superato tali fasi ma non opera ancora a pieno regime.

Il modello del ciclo di vita sostiene che ogni impresa evolve passando per una serie di stadi: avvio, sviluppo, espansione, maturità e declino. Ad ogni stadio corrispondono modelli gestionali, ruoli imprenditoriali e strategie competitive differenti.

**Tav. 1.2: ciclo di vita dell'impresa**



Secondo alcune interpretazioni di tale modello, la piccola dimensione rappresenterebbe solo uno stadio di transizione. In altre parole, le imprese nate piccole dovrebbero necessariamente percorrere, pena la loro stessa sopravvivenza e attraversando periodi più o meno lunghi di crisi, diverse fasi di un articolato processo di sviluppo che ha nel passaggio alla media-grande dimensione il suo traguardo<sup>4</sup>. Un altro filone teorico dissente da tale interpretazione in quanto ritiene che la piccola impresa sia una realtà con proprie caratteristiche specifiche che, a determinate condizioni, può mantenere tale stato dimensionale come pure la concentrazione nella stessa figura dei ruoli di proprietario e di *manager*<sup>5</sup>.

La volontà dell'imprenditore di conservare una dimensione limitata, non è di per sé qualcosa di negativo; tuttavia tale *status* fisiologico potrebbe, in circostanze di recessione economica, mutare più facilmente in patologico, rispetto ad un'impresa caratterizzata da dimensioni maggiori. Occorre, d'altra parte sottolineare come sia arduo e difficoltoso impegnarsi in un processo di crescita quando non si abbiano a disposizione risorse finanziarie sufficienti e risorse umane capaci di portare avanti un progetto d'espansione.

Il nostro contesto economico dimostra che entrambi i modelli descritti sono applicabili. La scelta dell'uno piuttosto che dell'altro è influenzata da variabili

<sup>4</sup> F. Giunta, *La creazione di nuove imprese*, Cedam, Padova 1993.

<sup>5</sup> M. Confalonieri, *Lo sviluppo e la dimensione dell'impresa*, Giappichelli, Torino 1998.

endogene ed esogene. Le prime si riferiscono alla decisione dell'imprenditore se perseguire o no obiettivi di crescita, in base alle proprie motivazioni e aspirazioni personali e alla propria propensione al rischio; le variabili esogene rappresentano condizionamenti del settore relativamente allo *status* dimensionale delle imprese. In settori frammentati e maturi, ad esempio, la piccola dimensione "stabile" risulta ottimale per competere con successo in nicchie di mercato, mantenendo strutture flessibili e dinamiche. In settori in fase di sviluppo, con elevati tassi di crescita attesi ed elevato grado di rischio, come pure in quelli maturi che abbiano subito rivitalizzazioni in seguito all'introduzione di una nuova tecnologia o a mutamenti nella domanda, è invece necessario disporre di competenze tecniche e *manageriali* e di risorse finanziarie in una misura che solo le grandi dimensioni possono garantire.

Nel presente capitolo ci concentreremo sulla combinazione "nuova impresa/nuovo imprenditore", intendendo come "nuovo imprenditore" una persona che non abbia maturato una precedente esperienza imprenditoriale, trovandosi per la prima volta ad affrontare uno *start-up*. Sebbene la massima espressione di "nuova impresa" si abbia nel caso d'idea imprenditoriale innovativa, in altre parole di un progetto che crei un nuovo mercato, nell'accezione "nuova impresa/nuovo imprenditore" faremo rientrare anche realtà operanti in settori maturi con strategie d'imitazione. Le nuove imprese imitatrici consentono di propagare all'interno del sistema socioeconomico gli effetti dell'innovazione limitando le posizioni di rendita delle aziende pioniere o di quelle già consolidate<sup>6</sup>.

Non ci focalizzeremo invece sulla cosiddetta "imprenditorialità interna", vale a dire su quelle strategie che mirano allo sviluppo di progetti imprenditoriali in seno ad imprese già esistenti (esse configurano la combinazione "nuova impresa/vecchio imprenditore" che si ritrova anche nel caso di "imprenditori sistematici", in altre parole di quei soggetti che per professione avviano imprese per poi cederle a *manager* o imprenditori terzi).

L'ambiente può influenzare natalità imprenditoriale. Il processo di liberalizzazione che nel nostro Paese ha riguardato settori strategici ha favorito la nascita di nuove imprese che hanno infranto situazioni monopolistiche che in passato avevano "imbavagliato" il sistema economico. Tutto ciò è andato a vantaggio del consumatore, dell'innovazione tecnologica, e sotto certi aspetti degli stessi *ex* monopolisti che nell'affrontare il mercato hanno dovuto rivedere le proprie strategie ed i propri processi interni, al fine di competere con successo con imprese più efficienti e flessibili.

Il sistema politico-sociale può favorire la crescita di nuove imprese attraverso provvedimenti diretti d'agevolazione (quali le leggi sull'imprenditoria giovanile e sull'imprenditoria femminile), politiche economiche e fiscali, investimenti in servizi, infrastrutture o ricerca e sviluppo. L'esistenza di barriere legali o tariffarie ed il livello d'adempimenti imposto ai nuovi imprenditori possono a loro volta influire sul tasso di crescita delle iniziative.

---

<sup>6</sup> In questo senso, la nascita di nuove imprese si pone come fattore di sviluppo per il sistema economico e sociale, contribuendo alla creazione di posti di lavoro e come stimolo all'innovazione e alla concorrenza. Si veda l'intramontabile volume di J. Schumpeter, *Teoria dello sviluppo economico*, Sansoni, Firenze 1971.

La nascita di nuove imprese può essere anche favorita da fattori di mercato e tecnologici.

Nel primo caso la nascita di nuove imprese può essere favorita da “vuoti d’offerta”, come l’assenza di grandi imprese in un determinato segmento di mercato<sup>7</sup>.

L’assenza di barriere all’ingresso di matrice tecnologica può essere un ulteriore stimolo all’imprenditorialità in quanto consente ai nuovi entranti di imitare le tecnologie esistenti nel mercato. In tali casi, trascorso il periodo nel quale si è completato il processo di diffusione, la nuova tecnologia diviene d’uso comune, fino a quando si avvia un nuovo ciclo d’innovazione.

Le innovazioni che creano nuovi *business* o modificano quelli esistenti si possono distinguere in due tipologie:

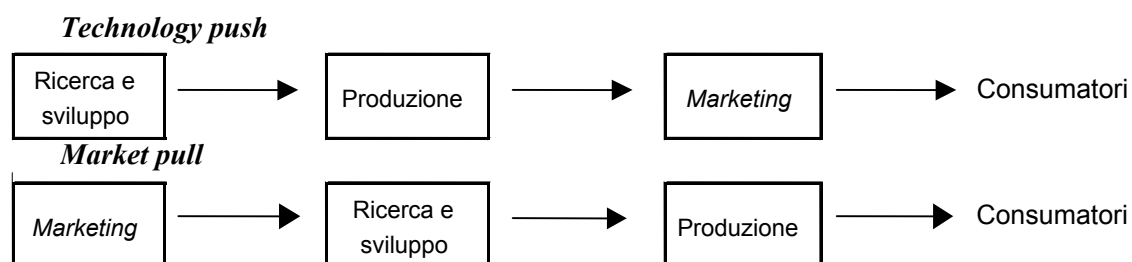
- innovazioni incrementali che comportano solo dei piccoli cambiamenti nella tecnologia del prodotto o del processo, consentendo di migliorare le prestazioni del prodotto o la produttività;
- innovazioni radicali che introducono tecnologie nuove, originando così prodotti o processi inediti. In genere comportano rilevanti investimenti e sono quindi particolarmente rischiose.

L’adozione di una nuova tecnologia incide sulla competitività di un’impresa se le consente di differenziare la sua offerta (attraverso la creazione di nuovi prodotti/servizi o l’implementazione di processi produttivi originali) o di ridurre i costi di produzione.

Si parla di “*technology push*” quando l’innovazione sorge in seguito all’attività di ricerca e sviluppo, in tale fattispecie agli esperti di produzione è affidato il ruolo di realizzare i prodotti nel modo più efficiente, mentre quello degli esperti di *marketing* consiste nel convincere i consumatori ad acquistare tali nuovi prodotti. Tale modello è realizzabile solo in alcuni settori, come ad esempio quello farmaceutico.

Nel caso in cui sia il *marketing* ad avviare il processo d’innovazione, interpretando le aspettative e le esigenze dei consumatori si parla di “*market pull*”. Qui è la funzione *marketing* che trasferisce le informazioni ricevute alla ricerca e sviluppo la quale, a sua volta, le passa alla produzione.

**Tav. 1.3: le fonti dell’innovazione**

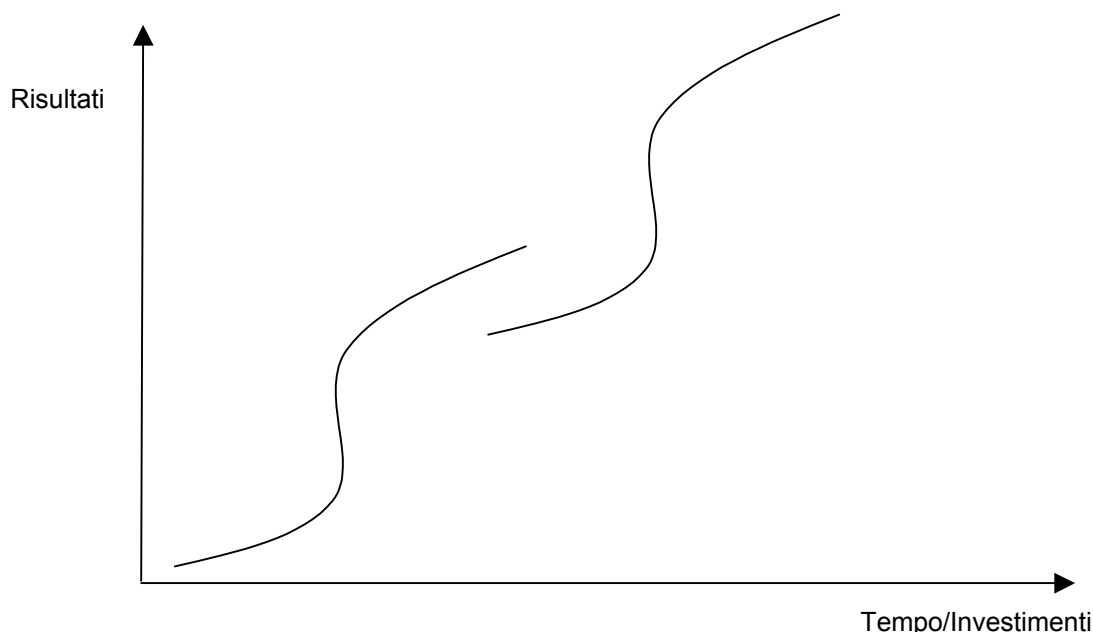


La realtà mostra che lo stimolo all’innovazione deriva sovente dall’integrazione tra tali modelli, con una mutua e continua relazione tra la percezione degli stimoli di mercato e le elaborazioni realizzate dalle strutture tecniche e “scientifiche” dell’impresa.

<sup>7</sup> , Tale strategia può originare da motivi di redditività (ad esempio l’elevata incidenza di costi di trasporto) o per raggiungere un maggior grado di flessibilità, dando in *outsourcing* alcune fasi del processo produttivo a terzi, variando così il proprio grado di leva operativa.

Il ciclo di vita di un'impresa *high-tech* è diverso da quello tradizionale ed è rappresentato da una serie di “curve a S”, che mostrano come nel momento in cui la tecnologia entri nella fase di declino, nuovi investimenti in ricerca e sviluppo consentano abitualmente di dare origine ad una nuova tecnologia e ad una nuova “S Curve”.

**Tav. 1.4: ciclo di vita dell'impresa *high-tech*, la S Curve<sup>8</sup>**



Per evitare che un'impresa *high-tech* sia espulsa dal mercato, è necessario individuare il punto di flesso delle curva affinché si possa tempestivamente sviluppare una tecnologia in grado di sostituire quella attuale: è fondamentale quindi capire in quale punto della curva la propria tecnologia si trovi.

Bisogna comunque considerare che la nuova tecnologia, prima di riuscire a soppiantare quella esistente in termini di prestazioni e di costi, dovrà solitamente superare con successo un breve periodo di “rodaggio” durante il quale la tecnologia esistente rimane generalmente più efficiente ed efficace (la strategia competitiva e finanziaria dell'impresa innovatrice dovrà conformarsi a tale svantaggio iniziale).

La tabella seguente evidenzia le fasi dell'emergere di un'innovazione<sup>9</sup>:

<sup>8</sup> A. C. Pellicoli, *Le strategie delle imprese High Tech*, Giappichelli, Torino 1999.

<sup>9</sup> Adattamento da A. C. Pellicoli, *op.cit.*



con se stessi e con gli obiettivi che ci si è autonomamente dati, piuttosto che con obiettivi assegnati dall'esterno. I loro *standard* d'eccellenza sono autonomamente definiti e si elevano di continuo;

- sono coinvolte in prima persona nella soluzione di problemi e nel raggiungimento degli obiettivi stessi;
- hanno un forte desiderio di *feedback* e cercano di conoscere concretamente i risultati delle proprie azioni.

Al buon esito di un'operazione di *start-up* concorrono diversi elementi che costituiscono e caratterizzano la formula imprenditoriale della neo-impresa: innovazione del prodotto/servizio, capacità dell'imprenditore, strategia competitiva.

L'imprenditore deve essere in grado di concepire una formula competitiva vincente ed adattarla a nuove condizioni del mercato e della tecnologia. Egli deve credere più nella crescita duratura del valore dell'impresa che nella redditività a breve.

Molti sono stati i *flop* nei primi anni di vita a causa di neo-imprenditori non capaci di gestire un'attività imprenditoriale, numerosi sono stati i *business plan* scartati da *venture capitalist* perché gli aspiranti imprenditori non sono stati ritenuti "affidabili".

Per un'impresa in fase d'avvio, senza una storia, la figura dell'imprenditore diviene il perno d'ogni valutazione del progetto d'investimento: si può sostenere che per un *venture capitalist* l'unica certezza risiede nella storia personale dell'imprenditore.

### 1.3 - Strategie delle imprese in *start-up*

Uno degli aspetti più importanti per un'impresa nascente consiste nella definizione della strategia per entrare e competere sul mercato, strategia che è strettamente correlata ai contenuti d'innovazione dei prodotti o dei processi della nuova impresa. Tale strategia deve consentire di superare le difficoltà derivanti dall'impatto con il mercato e porre le basi per acquisire dei vantaggi competitivi sostenibili.

Nel caso in cui disponga di un'innovazione tecnologica che possa creare un nuovo mercato, l'impresa potrà adottare alternativamente una:

- strategia offensiva, entrando nel mercato immediatamente come pioniere;
- strategia difensiva, centellinando l'ingresso fino al momento in cui si sarà sviluppata una domanda consistente.

L'impresa che entra per prima sul mercato acquisisce dei vantaggi competitivi rispetto ai *follower*, accaparrandosi segmenti di mercato meno sensibili alla variazione del prezzo, scegliendo i canali di distribuzione migliori, stipulando accordi di *partnership* con i fornitori, creando insomma delle barriere all'entrata. L'impresa punta sulla propria supremazia tecnologica per primeggiare sul mercato e per far ciò deve fare leva su una struttura caratterizzata da creatività, propensione al rischio, capacità di anticipare le esigenze dei clienti. Tale strategia richiede un marcato orientamento alla ricerca e sviluppo, come pure al *marketing*, allo scopo di promuovere nuovi prodotti/servizi e sensibilizzare i clienti alla propria innovativa offerta.

Tale strategia può consentire di raggiungere una posizione dominante nel mercato di riferimento, purché si persegua un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo, quale quello di soddisfare bisogni insoddisfatti o soddisfare in modo diverso quelli esistenti. Entrare per primi significa accumulare esperienza in termini di processi produttivi, con conseguente riduzione dei costi di produzione e miglioramento delle prestazioni del prodotto. Se il nuovo prodotto/servizio soddisfa i consumatori, l'impresa può

anche applicare prezzi più elevati, benché tale approccio possa attirare nel mercato nuovi concorrenti prima che l'innovatore si sia sufficientemente affermato.

Per il pioniere è importante prevedere e difendersi dalle strategie d'imitazione dei *follower*. I brevetti sono un mezzo per ottenere tale risultato ma è talora opportuno adottare una politica d'innovazione continua che decreti l'obsolescenza volontaria dei propri prodotti. Nel caso in cui le barriere all'imitazione siano basse e il pioniere abbia la certezza che l'innovazione verrà, prima o poi, imitata, può altresì monetizzare il vantaggio acquisito attraverso accordi di *licensing*.

Pochi sono gli innovatori, molti gli imitatori in quanto tale strategia presenta minori rischi rispetto a quella d'innovazione pura. I *follower* possono avvantaggiarsi di non essere i primi a debuttare: essi sfruttano l'esperienza del pioniere, si trovano un mercato già pronto, possono conoscere le reazioni dei clienti al nuovo prodotto, nonché gli errori commessi dal *first mover* e farne tesoro per migliorare le prestazioni del prodotto. Ai *follower* è comunque sconsigliabile lo scontro diretto con il *leader*, essendo invece preferibile competere selettivamente su segmenti di mercato caratterizzati da minor concorrenza.

L'impresa che non dispone di una struttura di ricerca e sviluppo, può acquisire tecnologia e *know-how* attraverso licenze, focalizzando il proprio vantaggio competitivo sui costi, realizzando economie di scala. I *follower* possono talvolta adottare una strategia d'imitazione "creativa", copiando in modo originale qualcosa d'esistente, interpretando il senso dell'innovazione meglio di chi l'ha concepita. Per attuare tale strategia occorre disporre di una valida struttura di ricerca e sviluppo che analizzi i prodotti concorrenti e apporti loro quelle modifiche necessarie per migliorarne le prestazioni e il *design* o per abbassarne i costi di produzione. Tali imitatori devono anche essere dotati di un elevato grado di flessibilità e reattività nella attività di progettazione e *marketing*. La strategia difensiva è la più indicata nel caso d'innovazioni a rapida obsolescenza, poiché il pioniere che ha introdotto la tecnologia esistente abbandonerà in ritardo il frutto della propria ricerca: avendo investito tempo e risorse egli, infatti, cercherà di continuare a sfruttare la propria tecnologia e ad investire nel tentativo di rivitalizzarla, perdendo terreno rispetto alle imprese entrate con la nuova tecnologia. Il *management* del pioniere può "affezionarsi" alla propria tecnologia, tendendo a realizzare economie di scala piuttosto che a competere con la nuova tecnologia.

In realtà esiste anche una terza via: l'impresa può difatti decidere di attuare una strategia "duale", in altre parole continuare a rispondere alle esigenze attuali del mercato e contemporaneamente studiare il lancio di un nuovo prodotto/servizio; il rischio è che si possano generare conflitti all'interno dell'azienda tra chi è impegnato nella ricerca e sviluppo di nuovi prodotti e chi è impegnato nella commercializzazione di quelli esistenti. La mancata focalizzazione su una delle due direttrici può anche dare luogo ad una dispersione delle energie.

Le strategie delle imprese in *start-up* sono influenzate dalla loro struttura dei costi, che a sua volta dipende dal settore d'attività.

Le nuove imprese che operano in settori *capital intensive*, con una leva operativa alta a causa dei rilevanti costi fissi derivanti dagli investimenti effettuati, hanno l'esigenza di servire mercati ampi, vendendo elevate quantità di prodotti. La loro redditività futura potrà crescere rapidamente una volta superato il *break-even point*, riuscendo a

ripartire i costi fissi su un maggior numero di prodotti. Per tali imprese le economie di scala si potrebbero riflettere anche sui costi d'acquisto e distribuzione.

La possibilità di ripetere più volte una stessa attività consente, attraverso l'effetto dell'apprendimento, d'aumentare la produttività nel tempo e di ridurre i costi di produzione. Gli effetti della curva d'esperienza si sommano alle economie di scala, contribuendo a ridurre i costi di produzione (secondo Pelliccioli, in caso di raddoppio dei volumi prodotti, i costi unitari di produzione delle imprese *high-tech* possono scendere del 15-20%<sup>11</sup>).

Per le imprese *labour intensive*, con una leva operativa bassa e costi variabili che aumentano rapidamente al crescere dei volumi di produzione, la strategia più efficace può consistere nel puntare sulla differenziazione del prodotto/servizio conquistando nicchie di mercato caratterizzate da prezzi più elevati, piuttosto che su una strategia di volumi. I consumatori poco sensibili al prezzo richiedono, d'altronde, prestazioni elevate e chi opera in tali mercati deve prestare massima attenzione all'innovazione ed alla qualità del servizio.

Nelle fasi iniziali è opportuno focalizzare le proprie risorse ed i propri sforzi su nicchie di mercato, anche per evitare di esporsi agli attacchi su vasta scala da parte di concorrenti già presenti sul mercato, pur senza rinunciare definitivamente a mire espansive.

Nelle prime fasi di vita l'impresa si trova di fronte alla scelta tra investire all'interno e ricorrere a sub-fornitori (*make or buy*). Nel periodo di *start-up*, quando il volume delle vendite cresce lentamente, si può affidare a terzi una parte del lavoro, riducendo i capitali necessari per l'avvio dell'impresa, rendendo la struttura più elastica. Il ricorso a capacità produttive terze può essere ipotizzabile per fronteggiare picchi di domanda nei casi in cui la tecnologia abbia un ciclo di vita ridotto, il componente acquistato sia *standard* o non possa essere prodotto all'interno con gli stessi costi. D'altra parte, se da un lato l'*outsourcing* riduce i costi fissi, dall'altro comprime il margine di contribuzione, poiché le attività svolte all'esterno hanno costi variabili maggiori. Investire in capacità produttiva propria è inoltre preferibile quando l'innovazione origina un *know-how* che possa rappresentare una barriera all'entrata (si evita in tal modo che i sub-fornitori possano acquisire conoscenze e costituire una minaccia futura). L'esternalizzazione è poi sconsigliabile quando i livelli della domanda sono prevedibili o il controllo di qualità assume un'importanza fondamentale.

In ogni caso le scelte in merito al grado d'esternalizzazione possono essere adottate *pro-tempore* e limitate alle prime fasi di vita dell'impresa. Tale decisione rientra nella scelta della dimensione ottimale dell'impresa e dovrebbe ispirarsi al criterio della flessibilità: è meglio dotarsi di una struttura iniziale ridotta, con possibilità fisiologica d'ampliamento futuro, che partire con una struttura troppo ampia rispetto alle necessità iniziali, con il pericolo di un ridimensionamento futuro che avrebbe invece un carattere patologico (si tratta della cosiddetta "scalabilità del *business*"). Riserve di capacità produttiva possono essere costituite se si è nelle condizioni economico-finanziarie per poterle sostenere.

---

<sup>11</sup> A. C. Pelliccioli, *op.cit.*

#### 1.4 - Caratteristiche economico-finanziarie delle imprese in *start-up*

L'equilibrio finanziario deve essere ricercato sin dalla fase d'avvio della nuova impresa per garantire la solvibilità aziendale e la continuazione del progetto imprenditoriale.

Le nuove imprese sono caratterizzate dal conseguimento di risultati economici negativi a causa del mancato raggiungimento dei volumi di vendita necessari a coprire i costi fissi aziendali; ciò si verifica perché l'impresa non ha ancora acquisito il proprio *target* di mercato non essendo ancora nota ai potenziali clienti o perché le funzioni d'uso dei suoi prodotti sono ancora in gran parte ignote o inesplorate. L'obiettivo dell'impresa è quello di raggiungere il *break-even* per garantire la sopravvivenza del *business*. Tale fenomeno si combina con gli iniziali impieghi in circolante e in capacità produttiva dando luogo a flussi di cassa negativi, obbligando l'impresa a reperire fonti di finanziamento dall'esterno.

In maggiore dettaglio, il fabbisogno finanziario nella fase di *start-up* si origina per le seguenti ragioni:

1. investimenti finalizzati al concepimento e sviluppo del progetto;
2. investimenti finalizzati alla predisposizione della capacità produttiva;
3. investimenti in capitale circolante.

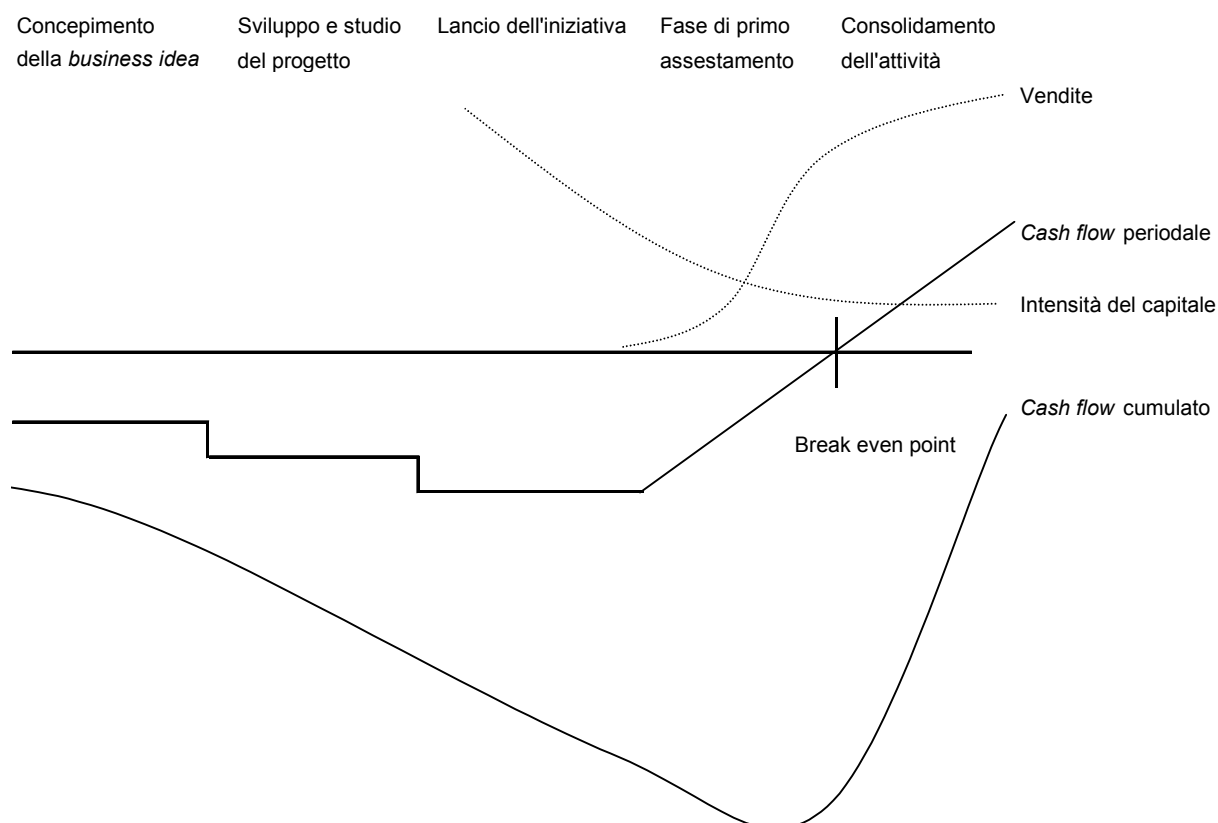
Il primo tipo d'investimento, riguarda l'attività di ricerca e sviluppo, studi di *marketing*, selezione del personale ed altre attività di carattere immateriale. Normalmente tali investimenti non sono ingenti. L'investimento per acquisire capacità produttiva (impianti, macchinari, attrezzature...) richiede invece risorse non indifferenti mentre quello nel circolante (scorte, credito concesso ai clienti al netto dei debiti contratti con i fornitori) varia in relazione alla durata del ciclo operativo ed alle politiche di vendita, produzione ed approvvigionamento adottate (o adottabili).

La tavola 1.5 illustra l'evoluzione del fabbisogno finanziario di una nuova impresa, ponendo in risalto come il *cash flow* periodale peggiori sino al momento in cui iniziano le vendite, per poi assumere segno positivo. Il *cash flow* cumulato, pari alla sommatoria dei *cash flow* periodali, è negativo (può anche assumere dimensioni notevoli). Perfino dopo che l'impresa ha superato il *break-even*, il recupero totale dell'investimento può richiedere tempi lunghi in funzione del tasso di sviluppo del fatturato, della sua redditività e della durata del ciclo del circolante. L'intensità del capitale investito, elevata nelle prime fasi di vita dell'impresa, tende comunque a decrescere ed a stabilizzarsi con il passare del tempo a causa di un più efficiente utilizzo della capacità produttiva e degli effetti della curva d'esperienza<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> A. Dessy e J. Vender, *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, Egea, Milano 2001.

**Tav. 1.5: evoluzione del profilo finanziario della nuova impresa<sup>13</sup>**



Non esiste una struttura finanziaria ottimale per la nuova impresa ma varie strutture *pro-tempore* adeguate; le scelte finanziarie devono essere orientate alla ricerca di un continuo e mutevole equilibrio tra le fonti di finanziamento. L'importante è tenere in considerazione alcune linee guida, prima delle quali la compatibilità tra rischio operativo e rischio finanziario.

La miscela tra debito e capitale proprio dev'essere dosata in relazione al profilo strategico dell'impresa; in altri termini, l'assetto finanziario obiettivo dev'essere coerente con il grado di rischio che l'impresa si trova a subire per effetto della strategia prescelta<sup>14</sup>. Così l'impresa che si appresti ad operare in un settore in forte evoluzione adottando ambiziose strategie di crescita (alto rischio operativo), non potrà optare che per una struttura finanziaria con elevata presenza di *equity* (basso rischio finanziario). Una struttura sbilanciata verso il debito (alto rischio finanziario) può essere impiegata, con le dovute cautele, solo nel caso in cui la nuova impresa si trovi ad operare in settori maturi, con basso rischio operativo (del resto il debito è "impaziente" nelle scadenze e tale caratteristica può contribuire a mantenere il necessario rigore gestionale anche in situazioni di stabilità competitiva).

Nella fase d'avvio di un'impresa è comunque importante mantenere un elevato grado di elasticità finanziaria, creandosi delle riserve di credito nel caso in cui si manifestassero scostamenti rispetto a quanto previsto nei piani finanziari (è facile che ciò si verifichi, visto l'assenza di un passato aziendale quale elemento di guida nel

<sup>13</sup> A. Dessy e J. Vender, *op.cit.*

<sup>14</sup> G. Donna, *Uno strumento al servizio della competitività*, ne *L'impresa* 7/1996.

processo di pianificazione), soprattutto in settori in forte crescita, fortemente dipendenti da variabili esogene rispetto alla sfera di controllo del *management*.

Una corretta combinazione delle fonti può servire anche a ridurre il costo del capitale. In situazioni di forte sviluppo, la presenza di *equity* può consentire una crescita equilibrata evitando che il rischio finanziario aumenti troppo e che provochi conseguenze indesiderate sotto forma d'innalzamento delle aspettative di premio e quindi del costo del capitale.

La presenza di *equity* favorirebbe tra l'altro l'impresa nella ricerca di capitale di debito, accrescendo le sue possibilità d'indebitamento. Il capitale proprio pretende molto rispetto a quello di debito (soprattutto in termini di controllo e di remunerazione), ma è più flessibile nelle scadenze e non implica esborsi periodici. In sintesi, si può sostenere che, pur non essendo consigliabile avviare un'impresa esclusivamente con capitale di rischio, nelle prime fasi del ciclo di vita tale fonte di finanziamento è fondamentale. Per sostenere in maniera sana il processo di crescita, l'impresa in *start-up* necessita quindi di impiegare risorse in via stabile e pertanto in tali situazioni la creazione di valore tramite l'indebitamento<sup>15</sup> perde gran parte della sua rilevanza.

La forte presenza di capitale proprio non è solo una scelta obbligata conseguente alla difficoltà di accedere al finanziamento bancario (si veda oltre): alla luce dei risultati economici negativi che abitualmente gli *start-up* conseguono, un marcato livello di patrimonializzazione è, in effetti, auspicabile anche in quanto consente di assorbire tali perdite, evitando situazioni di dissesto<sup>16</sup>.

Le imprese il cui valore dell'attivo è costituito da opzioni di sviluppo, e cioè dalla possibilità di futuri investimenti di cui non è nota la convenienza, non sono poi in grado di utilizzare gli strumenti di debito classici. Il ricorso all'indebitamento, se da un lato contribuisce allo sviluppo immediato di un'impresa, dall'altro ne limita quello futuro, poiché al crescere del rapporto di leva l'autofinanziamento futuro non potrà essere utilizzato per sostenere lo sviluppo in quanto sarà assorbito dal servizio del debito pregresso<sup>17</sup>.

Esiste un limite invalicabile all'indebitamento ed il voler sfruttare rapporti di indebitamento elevati, congiuntamente alla quasi assenza di *equity* può portare a cadere nella "trappola del debito"<sup>18</sup>.

---

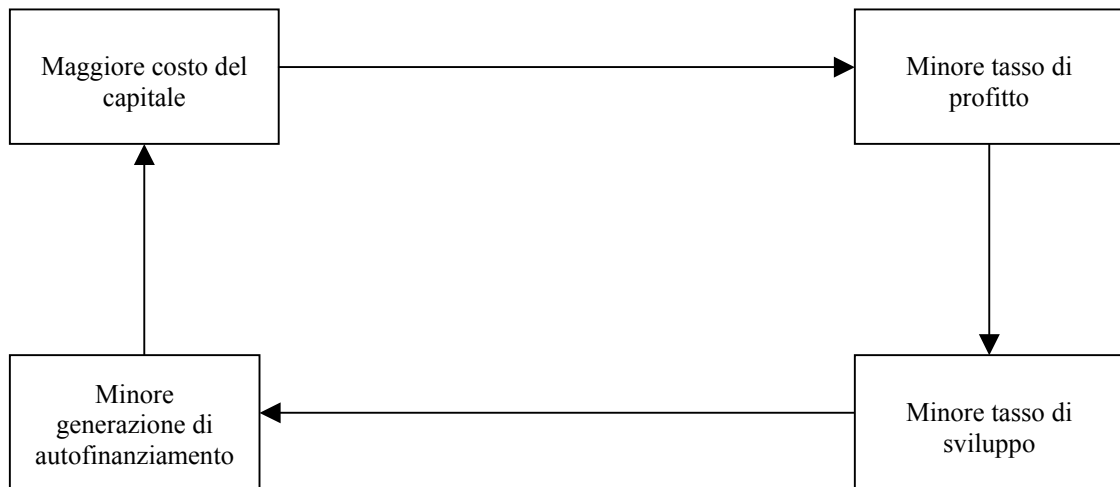
<sup>15</sup> Il principio della leva finanziaria stabilisce che un incremento del debito aumenta, tramite l'effetto leva e lo scudo fiscale sugli interessi passivi, il valore dell'impresa; condizione fondamentale è che il rendimento dell'investimento (*ROI*) sia maggiore del costo del capitale di terzi. Di solito nelle imprese in *start-up* il costo del capitale supera il tasso di ritorno del capitale investito, poiché l'impresa non ha ancora raggiunto quella condizione ottimale per massimizzare la propria redditività. Si noti inoltre che in presenza di perdite può venire meno il vantaggio fiscale del debito (la possibilità di dedurre gli interessi passivi) e, in tali situazioni, l'effetto leva legato all'indebitamento non fa altro che amplificare le perdite.

<sup>16</sup> Si rammenta che il nostro Codice Civile fissa limiti minimi per il capitale sociale delle persone giuridiche e che quest'ultimo, in determinate condizioni, deve essere ripristinato in presenza di perdite rilevanti.

<sup>17</sup> Si sta ovviamente trattando del debito finanziario puro, a breve o lungo termine, in quanto diverso discorso vale per il ricorso *pro-tempore* ad affidamenti che consentano lo smobilizzo del circolante o il ripianamento di momentanei *deficit* di cassa.

<sup>18</sup> F. Perrini, *Economia e gestione delle imprese industriali*, Egea, Milano 1998.

**Tav. 1.6: la trappola del debito, un circolo vizioso**



### 1.5 - Difficoltà d'accesso al credito bancario

Dando per assodata la validità strategica del progetto imprenditoriale, la nuova impresa, in aggiunta al capitale di rischio eventualmente apportato dai suoi soci fondatori, può reperire risorse dall'esterno attraverso diversi canali:

- *venture capital*;
- altre imprese industriali;
- mercati del capitale di rischio;
- credito bancario e parabancario;
- finanziamenti pubblici.

Il canale più adatto a finanziare gli *start-up* è quello del *venture capital*, cioè del capitale di rischio messo a disposizione di imprese innovative da parte di investitori istituzionali. Si fa notare che gli investitori sono specializzati per stadio o valore dell'investimento, settore del *target* o area geografica e, conseguentemente, l'imprenditore o aspirante tale deve indirizzare la scelta verso il potenziale *partner* che presenti preferenze e caratteristiche d'investimento compatibili con le proprie necessità finanziarie. In altri termini, l'imprenditore deve valutare se il *venture capitalist* abbia esperienza in investimenti simili, se abbia nel proprio portafoglio società concorrenti, se vanti un'immagine di successo sul mercato e quale *network* di relazioni possa fornire. La scelta del "giusto" investitore istituzionale costituisce quindi un aspetto fondamentale in gran parte delle decisioni d'avvio di nuove imprese<sup>19</sup>.

L'imprenditore deve poi capire il processo d'investimento seguito dal potenziale *partner*. Per chi si presenta da un *venture capitalist* alla ricerca di capitale, il *business plan* rappresenta lo strumento fondamentale per dimostrare la realizzabilità e profittabilità del proprio progetto imprenditoriale. Esso è il documento dal quale l'investitore avvia tutte le valutazioni in merito all'opportunità di investire ed al potenziale ritorno. Si noti che le ricerche sulle opportunità d'investimento esaminate dagli investitori istituzionali indicano che solo 10 progetti su 1000 ottengono

<sup>19</sup> G. Rana e G. Gagliardi, *op.cit.*

effettivamente dei finanziamenti<sup>20</sup>: tra quelli scartati ci sono diversi progetti che avrebbero potuto funzionare ma che non sono stati presentati adeguatamente.

Tra le possibili fonti di capitale di rischio si segnalano anche gli apporti che possono provenire da altri operatori industriali<sup>21</sup>, mentre la raccolta diretta del capitale iniziale presso soggetti inizialmente non definiti sembra ben poco diffusa<sup>22</sup>. Con riferimento alle primissime fasi del progetto imprenditoriale, quelle nelle quali è ancora da dimostrare la validità tecnica del nuovo prodotto/servizio, vorremmo anche richiamare l'attenzione dei lettori sull'attività dei cosiddetti *Business Angel* e degli "incubatori", questi ultimi costituiti da investitori privati o, sotto forma di *BIC*, da enti pubblici territoriali ed associazioni di categoria.

Il presente volume si concentra peraltro sulle operazioni di *Corporate Finance* e d'ora innanzi tratteremo soprattutto del finanziamento con capitale di debito. Per eventuali approfondimenti sul tema del *venture capital* si rinvia il lettore ad altri volumi specialistici<sup>23</sup>.

Gli *start-up*, in particolare modo quelli innovativi, sono soggetti ad un elevato grado d'incertezza circa i risultati tecnici (legati all'innovazione di processo o di prodotto/servizio), di mercato ed i tempi di recupero. Per tali ragioni, l'idea imprenditoriale trova sul cammino evolutivo vari ostacoli che possono minare la possibilità di realizzazione, tra cui quelli di natura finanziaria<sup>24</sup>.

I **vincoli finanziari** alla nascita e allo sviluppo dell'impresa non paiono correlati direttamente ed immediatamente con il settore nel quale l'impresa opera. Non è, infatti, sicuro che un'impresa che si vada ad inserire in un settore ad elevata intensità di capitale si presenti per i terzi in assoluto più rischiosa di un'altra di un settore in cui tali investimenti risultano limitati. Notiamo, anzi, che l'imprenditore intenzionato ad avviare un'iniziativa *capital intensive* è per lo più disposto a rischiare un capitale relativamente elevato e ciò può costituire una sorta di garanzia per gli altri possibili finanziatori<sup>25</sup>. I vincoli finanziari possono avere carattere endogeno o esogeno.

#### □ I vincoli endogeni

La scarsa cultura finanziaria dei fondatori (magari alla prima esperienza imprenditoriale) fa sì che la nuova impresa spesso nasca privilegiando le forme di finanziamento più a portata di mano, anziché quelle più idonee secondo le regole della "buona finanza".

Spesso i neo-imprenditori, nello scegliere le forme tecniche di finanziamento, non effettuano alcun calcolo sulla convenienza economica delle stesse, non rapportano il costo del capitale con il tasso di remunerazione dell'investimento e non si soffermano nell'analisi della compatibilità temporale tra finanziamenti ed investimenti. È pur vero

---

<sup>20</sup> Per ulteriori informazioni si può consultare il sito [www.pwcmoneytree.com](http://www.pwcmoneytree.com).

<sup>21</sup> Si veda il capitolo 2 per maggiori dettagli su tale tecnica definita di *Corporate Venturing*.

<sup>22</sup> Per quanto la fattispecie cosiddetta della "costituzione mediante pubblica sottoscrizione" sia addirittura regolata dal Codice Civile agli artt. 2333-2341.

<sup>23</sup> AIFI e PricewaterhouseCoopers, *Guida al capitale di rischio*, edizione fuori commercio (reperibile anche sui siti Internet [www.aifi.it](http://www.aifi.it) e [www.pwcglobal.com/it/ita/ins-sol/publ/Pubblicazioni\\_ts.html](http://www.pwcglobal.com/it/ita/ins-sol/publ/Pubblicazioni_ts.html)), Milano 2000 ed anche A. Gervasoni e F. L. Sattin, *Private equity e venture capital*, Guerini e Associati, Milano 2000.

<sup>24</sup> Per barriera finanziaria alla nascita e allo sviluppo di nuove imprese, s'intende l'impossibilità di approvvigionarsi di mezzi finanziari o l'eccessivo costo di tale provvista.

<sup>25</sup> A. Carlesi, *Il problema finanziario nell'economia della nuova impresa*, Giappichelli, Torino 1990.

che è così arduo per la neonata impresa ottenere capitale di debito che l'imprenditore mira più a reperire mezzi finanziari che alla convenienza economica e alla compatibilità temporale del finanziamento rispetto all'investimento.

Molti imprenditori non conoscono la gamma di strumenti finanziari esistenti, per quanto per le imprese in *start-up* non vi sia in genere molta possibilità d'arbitraggio tra differenti forme tecniche di finanziamento.

L'incertezza circa i risultati tecnici e di mercato che contraddistingue gli *start-up* rende difficile prevedere i futuri flussi di cassa futuri. Tale fenomeno può essere in parte mitigato attraverso un efficace processo di pianificazione, utile anche per dimostrare ai possibili finanziatori la realizzabilità e la profittabilità del progetto e per conferire al neo imprenditore una maggiore credibilità nei confronti del sistema finanziario.

L'attività di pianificazione potrebbe iniziare con un'analisi di fattibilità dell'iniziativa che includa l'esame delle variabili chiave e la verifica della convenienza economica del progetto. Nell'ambito di tale analisi di fattibilità preliminare è normale considerare neutrale la variabile finanziaria. È importante considerare scenari alternativi e proiettare gli stessi su di un arco temporale sufficientemente lungo, fino a quando non si prevede di raggiungere uno *status* competitivo ottimale. Nella fase di pianificazione vera e propria è invece opportuno evidenziare i fabbisogni finanziari e le possibili modalità di copertura, tenendo presente le peculiarità delle imprese in fase d'avvio.

La difficoltà insita nel processo di pianificazione finanziaria delle nuove imprese può essere mitigata utilizzando la logica del *flow building*<sup>26</sup>. Essa consiste nel pianificare l'immissione in azienda solo delle risorse via via strettamente necessarie alla vita aziendale, rinunciando ad effettuare investimenti non fondamentali, fino a quando l'impresa non sarà in grado di generare flussi di cassa sufficienti a coprirne i relativi fabbisogni. Con tale logica, la crescita dell'impresa è cadenzata dalla capacità di generare cassa e si evita d'impiegare risorse che non possano fornire un immediato ritorno economico. Anche tale logica di pianificazione presenta dei limiti. Essa, infatti, richiede al nuovo imprenditore una conoscenza della dinamica economica della propria azienda, che non è sempre disponibile nella fase d'avvio. C'è poi da aggiungere che in alcuni settori il contenimento degli investimenti iniziali non è consigliabile in quanto potrebbe penalizzare la redditività futura. L'impresa in *start-up* inoltre non sempre può contenere agevolmente il capitale circolante: la minimizzazione del livello di scorte può difatti comportare rotture di *stock* data la difficoltà nel prevedere l'andamento della domanda, mentre la gestione restrittiva del credito commerciale potrebbe frenare la penetrazione nel mercato.

Il dibattito teorico in merito al sistema di pianificazione più efficace e gestibile da parte delle nuove imprese è purtroppo in larga misura superato nei fatti in quanto il neo imprenditore generalmente si preoccupa della fattibilità dell'iniziativa più in termini tecnici che finanziari. La frequente assenza di un sia pur embrionale sistema di pianificazione finanziaria costituisce quindi un ulteriore vincolo di natura endogena.

A proposito di vincoli endogeni, facciamo peraltro notare che un'impresa avviata da una persona "conosciuta" al mercato finanziario incontra abitualmente meno difficoltà nel reperire fondi rispetto ad un'impresa avviata da una persona che il mercato dei capitali non ha già avuto modo di valutare nello svolgimento d'attività imprenditoriali.

---

<sup>26</sup> A. Carlesi, *op.cit.*

## □ I vincoli esogeni

Nella fase d'avvio l'impresa si confronta sovente anche con vincoli finanziari di natura esogena, quale l'inaccessibilità o la difficoltà nell'accedere a fonti di finanziamento in conseguenza delle scelte degli intermediari o delle caratteristiche strutturali del sistema finanziario.

Il razionamento del credito si manifesta allorché una parte della domanda di prestiti non è soddisfatta dagli istituti di credito anche esistono imprese disposte a pagare "qualunque" tasso d'interesse. La curva d'offerta diviene inelastica oltre un certo tasso d'interesse ripiegandosi all'indietro<sup>27</sup>, in quanto le banche pensano che l'unico modo per ridurre il rischio consista nel limitare il credito erogato. La probabilità d'insolvenza del cliente affidato a tassi d'interessi troppo elevati, diviene talmente alta da indurre la banca dapprima a rinunciare ad espandere il credito e successivamente a ridurlo al crescere del tasso: nessun aumento di tasso potrebbe compensare oltre quel punto l'aumento del rischio.

Nella finanza di debito quindi è sempre presente un "cap" al profitto poiché, anche se il rischio insito nell'operazione lo giustificerebbe, non è possibile chiedere un interesse superiore alla media di mercato<sup>28</sup>. Le banche, attraverso un "floor" alle perdite, compensano l'assenza del possibile guadagno che potrebbero ottenere dalle imprese in *start-up*<sup>29</sup>.

Come fattore alla base del razionamento del credito la teoria introduce il concetto d'asimmetrie informative tra finanziatore e impresa. Secondo tale approccio, le informazioni relative al valore dell'impresa e ai rendimenti dei nuovi progetti d'investimento sarebbero note all'imprenditore ma potrebbero non essere accessibili ai finanziatori esterni. Questo divario informativo dipenderebbe da limitazioni d'accesso alle informazioni aziendali, un atteggiamento di "chiusura" comune tra gli imprenditori, ma anche dalla scarsa qualità dei dati contabili.

In passato l'azione delle banche non è stata tra l'altro lungimirante ed il sistema creditizio, lungi dall'indurre gli imprenditori a rafforzare le capacità di programmazione e controllo, ha preferito ripiegare sulla logica dei "fidi multipli" e sulla richiesta di garanzie reali<sup>30</sup>. Tale fenomeno ha avuto conseguenze soprattutto sulle imprese in *start-up* e su quelle ad elevato contenuto innovativo le quali, pur disponendo talvolta di valide prospettive di crescita e di reddito, sono caratterizzate da un alto rischio operativo, da scarsità di beni tangibili da costituire in garanzia, dall'assenza di un passato aziendale e da una bassa qualità dei dati contabili.

Occorre sottolineare che la concessione di credito sulla base delle prospettive comporta un'attività d'analisi *ex ante* e di controllo *ex post* che a sua volta genera costi (in gran parte fissi) che possono essere particolarmente onerosi quando gli affidamenti richiesti non sono d'entità rilevante: la banca troverà conveniente farsi carico di tali costi solo se il rapporto con il neo imprenditore ha prospettive di lunga durata. Una delle vie per minimizzare tali costi passa attraverso la costruzione di un più stretto e duraturo rapporto banca-impresa, nell'ambito del quale la banca mette a

---

<sup>27</sup> M. Onado, *Economia degli intermediari finanziari*, Il Mulino, Bologna 1992.

<sup>28</sup> La Legge contro l'usura, tra l'altro, può costituire un limite agli impieghi delle banche in società neonate.

<sup>29</sup> C. Zara, *Il finanziamento alla nascita e allo sviluppo delle imprese indipendenti a base tecnologica*, Working paper Università Bocconi, Milano n. 13/1996.

<sup>30</sup> Le garanzie reali, d'altronde, possono solo offrire alle banche una protezione parziale in caso di dissesto finanziario del cliente affidato, ma non garantiscono la profittabilità del *business* del cliente e neppure la presenza di *cash flow* sufficienti per il servizio del debito.

disposizione del cliente un'ampia gamma di servizi finanziari che, oltre a consentire di accrescere la qualità e quantità delle informazioni relative al cliente, permette di suddividere i costi di produzione di tali informazioni su un maggior numero di tipologie d'offerta finanziaria.

Le istituzioni finanziarie, in genere, non sono interessate a finanziare *start-up* perché, considerano tali imprese più una scommessa che un investimento e preferiscono quindi intervenire soprattutto a supporto di realtà più sviluppate. Il mercato richiede abitualmente alle imprese nascenti o neonate tassi più elevati rispetto a quelli richiesti ad imprese già consolidate (non sono pochi i neo-imprenditori cui viene concesso credito bancario al *top rate*)<sup>31</sup>.

Alcuni segnali positivi (creazione di divisioni specializzate nel *Corporate Finance* per le PMI, filiazione di strutture dedicate all'attività di *private equity*, assunzione diretta o indiretta di partecipazioni, inserimento di risorse fresche nelle direzioni crediti, diffusione d'articolati sistemi di *credit scoring*, sviluppo dei sistemi di gestione delle banche...) inducono peraltro ad affermare che l'accennata logica di gestione del rischio di credito potrebbe essere in corso di superamento anche per effetto di una serie di modifiche normative e culturali. In un contesto di maggiore concorrenza e di margini sulle attività tradizionali decrescenti, alcune banche si sono, infatti, rese conto che il finanziamento d'impresе che si apprestano ad operare in settori a rapido sviluppo può fornire interessanti benefici soprattutto in termini di diversificazione del rischio, di "fidelizzazione" dei clienti e di ritorno sugli impieghi (in relazione al maggiore rischio sopportato la banca può chiedere tassi più elevati ed opportuni *equity-kicker*<sup>32</sup>). L'assistenza alle nuove imprese permette inoltre alle banche d'ampliare la propria offerta e le proprie competenze in risposta ai più sofisticati bisogni finanziari di tali imprese e quindi di ricavare commissioni dalla vendita di servizi a maggior valore aggiunto.

Il cammino da percorrere è ancora lungo. Il sistema creditizio deve attrezzarsi (sul lato delle logiche e degli strumenti d'impiego ma anche su quello della raccolta e dell'intermediazione) per passare dal finanziamento del capitale al finanziamento del progetto-idea. Le nuove aziende, con rapidi ritmi di sviluppo e con necessità d'investimenti in *asset* immateriali, richiedono sia strumenti di finanza innovativa sia di poter essere apprezzate per le prospettive future di reddito, più che per la propria consistenza patrimoniale. Ciò implica da un lato una modifica nelle logiche e negli strumenti per la concessione dei fidi, un allargamento della gamma di strumenti finanziari offerti, una disponibilità interna o in *outsourcing* di capacità di strutturazione e di collocamento, una predisposizione (normativa e *asset liability management* permettendo) di strumenti di raccolta adeguati a fronteggiare i finanziamenti ai progetti. Dall'altro occorrerebbe anche un maggior flusso informativo da parte delle imprese per consentire agli istituti bancari di valutare in modo adeguato le reali potenzialità del cliente affidato.

---

<sup>31</sup> A. Carlesi, *op.cit.*

<sup>32</sup> «Per assicurarsi una determinata redditività del portafoglio prestiti la banca deve accertarsi che, a livello aggregato, i premi per il rischio d'insolvenza applicati sulle singole posizioni siano sufficienti a compensare le eventuali insolvenze che si potrebbero verificare nel corso dell'esercizio, consentendo il raggiungimento degli obiettivi di remunerazione prefissati», M. Brogi, *L'evoluzione del rapporto banca-impresa in Italia*, Egea, Milano 1997.

Per quanto in determinati momenti storici ed aree geografiche gli strumenti di politica fiscale e finanziaria adottati a livello europeo, nazionale e locale abbiano un'importanza fondamentale per incentivare la nascita ed il primo sviluppo delle imprese, la loro trattazione esula dal presente lavoro. A questo proposito ci limitiamo a rinviare il lettore a testi specifici sull'argomento<sup>33</sup>.

## 1.6 - Gli strumenti per l'avvio di nuove imprese

Il "fenomeno" *start-up* ha evidenziato un vuoto d'offerta negli strumenti finanziari *ad hoc* per la fase d'avvio. La crescita degli *start-up*, soprattutto di quelli legati alla *New economy*, ha poi portato le banche a rapportarsi con imprese il cui patrimonio aziendale è costituito da *asset* intangibili, quali brevetti, marchi, *know-how*, e le ha colte impreparate a valutare e ad ottenere in garanzia tali beni intangibili.

Le forme tecniche "autoliquidantesi"<sup>34</sup> (quali, ad esempio, lo sconto), che sono quelle favorite dalle "banche commerciali" in quanto basate più sull'affidabilità dei clienti del proprio affidato che su quella di quest'ultimo, possono essere utilizzate dalle nuove imprese solo in seguito all'ottenimento dei primi ordini e non costituiscono quindi una possibile fonte di copertura degli investimenti iniziali.

Emerge l'esigenza di strumenti compatibili con i fabbisogni e le peculiarità finanziarie delle nuove imprese. I flussi di rimborso e d'interesse di tali finanziamenti dovrebbero essere sufficientemente flessibili da potersi fondare sulla capacità attesa di produrre cassa dell'impresa affidata. Ciò presuppone un processo di pianificazione finanziaria da parte dell'imprenditore che, ove necessario, integri il contributo di consulenti esterni<sup>35</sup>.

Uno strumento interessante può essere il prestito partecipativo. Esso prevede che una quota più o meno rilevante della remunerazione sia indicizzata all'andamento di uno o più parametri aziendali (spesso l'*EBIT*, *Earnings Before Interest and Tax*, un risultato economico simile al "nostrano" risultato operativo) e che i finanziatori dispongano di qualche potere di controllo (facoltà di nomina di sindaci, pegno sulle quote della società, obbligo di revisione dei bilanci dell'affidata, restrizioni statutarie all'accensione di nuovi prestiti...). Per garantire la massima flessibilità, la quota degli interessi prefissata può essere limitata ed eventualmente rinviata in termini di liquidazione (*bullet*). Il rimborso del capitale, a sua volta, può essere dilazionato mediante opportuni meccanismi di pre-ammortamento. Non trattandosi d'investimenti in capitale sociale, il finanziatore non partecipa alle perdite, non assume alcuna responsabilità d'amministrazione e, in caso di procedura concorsuale, conserva gli stessi diritti degli altri creditori chirografari. Lo strumento sottende una contrattualistica abbastanza complessa e presenta ancora una diffusione limitata a causa, tra l'altro, delle limitazioni poste dalla normativa vigente (tasso d'usura e divieto di "patto leonino").

Altri strumenti utilizzabili a sostegno delle nuove imprese sono i finanziamenti a medio termine ed i prestiti obbligazionari convertibili e *cum warrant*, i quali offrono

---

<sup>33</sup> XXX IPSOA (chiedere a VENTRELLA) XXX

<sup>34</sup> A. Dessy e J. Vender, *op.cit.*

<sup>35</sup> Nella loro tensione verso la diversificazione dei prodotti offerti, alcune banche stanno proponendo alle PMI ed ai nuovi imprenditori vari servizi per la realizzazione di *business plan* e *information memorandum*. Per tali servizi talvolta le banche si appoggiano a consulenti esterni realizzando una politica di *outsourcing* (se impiegano il proprio marchio) o d'intermediazione (se usano il marchio del consulente).

al finanziatore la possibilità di convertire parzialmente o totalmente il proprio credito in capitale della società affidata.

Rispetto ai titoli ordinari, gli strumenti convertibili si differenziano soprattutto per la facoltà concessa al finanziatore di mutare il proprio *status* di creditore in azionista secondo rapporti e modalità definite nel contratto o nel regolamento del prestito.

Tali strumenti sono particolarmente adatti per investimenti potenzialmente in grado di generare un elevato ritorno, tale da consentire un incremento del valore dell'impresa, al fine di ripagare il finanziatore dei maggiori rischi cui è andato incontro e che, probabilmente, non sono adeguatamente coperti dalla mera remunerazione cedolare del prestito.

I finanziamenti e le obbligazioni con *warrant* hanno attirato l'attenzione sia degli emittenti sia dei sottoscrittori principalmente per la possibilità di negoziare separatamente dal titolo principale il diritto di conversione: creando un titolo autonomo si è, in potenza, facilitata la liquidabilità di tale diritto<sup>36</sup>; gli emittenti, dal canto loro, riescono, a parità di *standing* creditizio, ad ottenere fondi a condizioni più favorevoli, in forza di questa maggior appetibilità<sup>37</sup>.

Uno strumento “*border line*” cui il sistema creditizio può ricorrere per il finanziamento delle nuove imprese consiste nell'acquisizione di partecipazioni nel capitale di rischio. Da quando la normativa lo consente, le banche possono difatti decidere di investire direttamente nelle imprese con ciò ottenendo una diversificazione degli impieghi ed una più elevata redditività potenziale (di lungo periodo), trovandosi contemporaneamente nella posizione migliore per ottenere le informazioni necessarie a valutare le prospettive future delle stesse. Si noti che, per raggiungere tale obiettivo, non è necessario che le banche assumano partecipazioni rilevanti, sollevando il problema della separazione tra banca ed impresa. Nel caso particolare delle nuove imprese tale forma di finanziamento, assieme al *venture capital* ed al *corporate venturing*, sembra come detto la più indicata.

Superata la fase d'avvio, le imprese passano allo stadio del primo sviluppo che è per lo più caratterizzato da crescenti fabbisogni finanziari, soprattutto in termini di capitale circolante. L'aver ereditato dalla fase d'avvio una struttura finanziaria inadeguata può compromettere il cammino di sviluppo e la sopravvivenza futura dell'impresa.

## Capitolo 2 – Lo sviluppo dell'impresa

«*Yesterday's impossibility may be the possibility of today*» - Arno Penzias  
(all'inaugurazione del Master in *Merchant Banking* presso la LIUC di Castellanza)

### 2.1 - Il concetto di sviluppo d'impresa: «*Business is Business! And business must grow*»... o forse no?

---

<sup>36</sup> Diciamo «in potenza» in quanto la liquidità dei *warrant* delle PMI è nei fatti più teorica che pratica.

<sup>37</sup> Per approfondimenti tecnici sugli strumenti in oggetto si rimanda a AA. VV., *Finanziamenti d'impresa*, Vol. III, Ipsa Editore, Milano 2000.

Le imprese che hanno superato con successo la fase “neonatale” ed acquisito un minimo d’esperienza competitiva, devono svilupparsi<sup>38</sup>. Lo sviluppo peraltro non s’identifica necessariamente con quella tensione verso la mera crescita dimensionale provocatoriamente sintetizzata nel titolo<sup>39</sup>. Secondo una definizione d’origine filosofica, infatti, esso può esser meglio inteso come un «movimento verso il meglio», una modifica cioè degli aspetti tecnologici, organizzativi, di *marketing*, culturali e - aggiungiamo noi - finanziari dell’impresa orientata verso un nuovo e più favorevole equilibrio strategico<sup>40</sup>. Un concetto di sviluppo quindi che non presuppone necessariamente processi di crescita delle dimensioni o dell’attività aziendale poiché «la crescita comporta immancabilmente lo sviluppo mentre non è sempre vero il contrario»<sup>41</sup>.

La considerazione che la dimensione dell’impresa non debba obbligatoriamente aumentare è supportata dall’evidenza empirica italiana che mostra, come noto, un tessuto economico caratterizzato dalla sopravvivenza (da intendersi sovente come vera e propria prosperità) di imprese dimensionalmente piccole non solo nei nuovi mercati, nelle economie interstiziali o nelle nicchie ma altresì in contesti competitivi concentrati nei quali, in base all’esperienza internazionale, non ci si attenderebbe di trovarle<sup>42</sup>.

Del resto i detrattori del concetto del «grande è bello» si trovano anche altrove. Fenomeni di crescita dimensionale che non si siano tradotti in effettivi incrementi del valore dell’impresa sono stati ad esempio riscontrati da ricercatori statunitensi nel caso di alcune grandi imprese multinazionali che erano caratterizzate dalla presenza di flussi di cassa disponibili in eccesso (*FCF*, *Free Cash Flow*) e da sistemi di *corporate governance* deboli e poco efficienti.

Superati i luoghi comuni che identificano lo sviluppo dell’impresa con la crescita delle sue dimensioni e che postulano una validità universale della relazione positiva tra fatturato e *performance* aziendali, è poi opportuno che, dal punto di vista finanziario, il concetto di sviluppo sia ulteriormente declinato come la capacità dell’impresa «di guadagnare e mantenere livelli di redditività superiori al tasso *benchmark* che esprime il costo marginale del capitale impiegato»<sup>43</sup>.

## □ Il grado di sviluppo dell’impresa italiana

Riesaminando il panorama economico nazionale si riscontrano una serie d’elementi che potrebbero far dubitare circa la capacità della tipica impresa italiana di crescere e svilupparsi nel senso poc’anzi proposto.

---

<sup>38</sup> L. Sicca, *La gestione strategica dell’impresa*, CEDAM, Padova 1998, pag. 95.

<sup>39</sup> La frase è attribuita al Dr. Seuss da T. H. Brush, P. Bromiley e M. Hendrickx in *The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance*, *Strategic Management Journal* n°21/2000.

<sup>40</sup> M. Confalonieri, *op.cit.*, pagg. 23-25.

<sup>41</sup> M. Confalonieri, *op.cit.*, pag. 24.

<sup>42</sup> Secondo Dessy l’esistenza delle PMI nei settori concentrati è resa possibile da scelte deliberate delle imprese dominanti le quali possono essere motivate dalla prevalenza degli obiettivi di massimizzazione dei profitti di breve termine, dall’esistenza di normative *antitrust* o dall’interesse di instaurare rapporti di terzismo con imprese-satellite, al fine di difendersi da perturbazioni del clima economico. A. Dessy, *Capitale di debito e sviluppo dell’impresa*, Egea, Milano 2001, pag. 10.

<sup>43</sup> F. Momenté, *Finanza d’affari e sviluppo dell’impresa – logiche e strumenti*, Egea, Milano 2000, pag. 19.

Fattori macroeconomici, come la presenza di rilevanti saggi d'inflazione e le frequenti svalutazioni del cambio, hanno del resto plasmato un contesto nel quale i prodotti italiani sono rimasti al riparo dalla concorrenza estera (talvolta anche sfruttando barriere di tipo legale) e di mantenere, quindi, «forme di gestione semplici e poco strutturate, basate su logiche di breve periodo ancorché fortemente elastiche e reattive»<sup>44</sup>.

La presenza di vincoli finanziari ha poi contribuito a rallentare o bloccare i percorsi degli imprenditori lungimiranti. Il razionamento finanziario competitivo<sup>45</sup>, i vincoli strumentali<sup>46</sup>, i limiti strutturali del sistema finanziario hanno, infatti, comportato costi effettivi e costi opportunità che hanno rallentato il perseguimento e la progettazione di strategie sistematiche ed innovative.

I vincoli finanziari strutturali hanno spesso gravato sul potenziale di sviluppo delle imprese italiane. L'indisponibilità per il debitore di nuovi finanziamenti indipendentemente dalla sua volontà di pagarne i più elevati costi marginali, fenomeno che caratterizza tale tipologia di razionamento del credito, ha discriminato le PMI che avevano imboccato sentieri di crescita rapida. Il conseguente maggiore ricorso alle garanzie collaterali (motivato da una presunta superiore tutela del prestatore dai rischi di *moral hazard* e di *adverse selection*) ha poi introdotto rigidità gestionali (con strutture aziendali che possono essere modificate solo in via incrementale), reso difficile ricorrere al credito per finanziare investimenti di ridotto contenuto patrimoniale (anche nei casi in cui questi fossero finalizzati alla costruzione di vantaggi competitivi difendibili e potessero quindi creare valore) e contribuito alla mancata separazione tra "famiglia" ed impresa. Nel complesso i vincoli finanziari strutturali hanno concorso nello sviluppare in parte della classe imprenditoriale e *manageriale* una sorta di "miopia strategica"<sup>47</sup>.

La situazione sta però cambiando ad un ritmo progressivamente più rapido.

Il contemporaneo agire di fenomeni pervasivi inquadabili nelle macro-categorie della globalizzazione e dell'innovazione tecnologica induce tutte le imprese europee ad incamminarsi senza indugi verso percorsi di sviluppo d'ampio respiro. La caduta delle barriere politiche, economiche e, per certi versi, culturali, connessa alla trasformazione intervenuta nei rapporti tra industria e distribuzione obbliga le imprese a ripensare il loro posizionamento strategico adottando piani che, nel caso delle PMI italiane, devono talora includere obiettivi di crescita dimensionale. L'innovazione tecnologica, a sua volta, enfatizza tale esigenza in quanto rende possibili economie di scala anche in contesti che in passato erano considerati nicchie tipologiche o

---

<sup>44</sup> F. Momenté, *op.cit.*, pagg. 44-45.

<sup>45</sup> Secondo Momenté (*op.cit.*) tale vincolo è attribuibile alla presenza di asimmetrie informative e di costi di *screening* e *monitoring* che riducono le possibilità dei finanziatori di valutare correttamente la capacità e la volontà dei finanziati di far fronte al credito richiesto. Ne consegue un prezzo del credito che incorpora un premio per il rischio eccessivo rispetto ad un parametro di mercato oggettivamente determinabile.

<sup>46</sup> Questi vincoli contribuiscono al razionamento del credito sotto forma di carenza di strumenti di finanziamento che siano efficaci rispetto ai fabbisogni del finanziato. Essi derivano da ragioni storico-culturali quali, tra le altre, la rilevanza del debito pubblico, la proprietà pubblica di banche ed imprese, la prudenza del legislatore, lo *status* sociale del personale bancario ed i limitati stimoli all'innovazione finanziaria.

<sup>47</sup> F. Momenté, *op.cit.*, pagg. 31-41.

geografiche, amplia la gamma d'alternative strategiche e richiede onerosi investimenti<sup>48</sup>.

Per le imprese europee è sempre più pericoloso rimanere confinate nella propria nicchia: il mancato sollecito avvio da parte loro di processi di sviluppo pare ora frutto più di una sorta di pigrizia che dell'esistenza d'oggettivi limiti congiunturali. Si consideri d'altronde che le imprese statunitensi, reduci da una tonificante stagione di *downsizing* (razionalizzazione della struttura e snellimento organizzativo per effetto di processi di rifocalizzazione sul *core business*), potrebbero assumere una posizione competitiva più aggressiva nei mercati di tutto il mondo<sup>49</sup>.

All'interno del panorama europeo, le imprese italiane sono quelle che dovrebbero innescare con maggiore urgenza l'auspicato processo di sviluppo. Del resto, i principali fattori macroeconomici che hanno contribuito a frenare lo sviluppo stanno a loro volta venendo meno per effetto del processo d'unificazione europea e dei cambiamenti sociopolitici e tecnologici in atto. In virtù d'una serie di favorevoli mutamenti dei mercati e del contesto legale, i vincoli finanziari si stanno allentando<sup>50</sup>. Si consideri poi che tale fenomeno, avendo riguardato soprattutto i vincoli di tipo strumentale e strutturale, ha ridotto proprio gli ostacoli che le imprese incontravano nel reperire risorse finanziarie di forma e tipologia adeguate rispetto al percorso di sviluppo che avevano pianificato.

## 2.2 - Opportunità e rischi

Lo sviluppo, si è detto, si caratterizza per una tensione verso un nuovo e migliore posizionamento ma, nella pratica, come si può definire l'obiettivo verso cui deve tendere l'impresa?

Gli studiosi di strategia propongono vari modelli che assistono i pianificatori nel rispondere a tale domanda. Uno di questi consiste nell'analisi dei divari (*gap analysis*). Essa prende le mosse dall'identificazione delle risorse e capacità necessarie per competere nel settore e dall'osservazione del loro contributo all'acquisizione di un vantaggio competitivo in termini di rilevanza, scarsità, durabilità, mobilità, replicabilità ed appropriabilità. Il portafoglio di risorse e competenze dell'impresa è valutato in relazione a quello dei principali concorrenti ed il risultato di tale analisi è

---

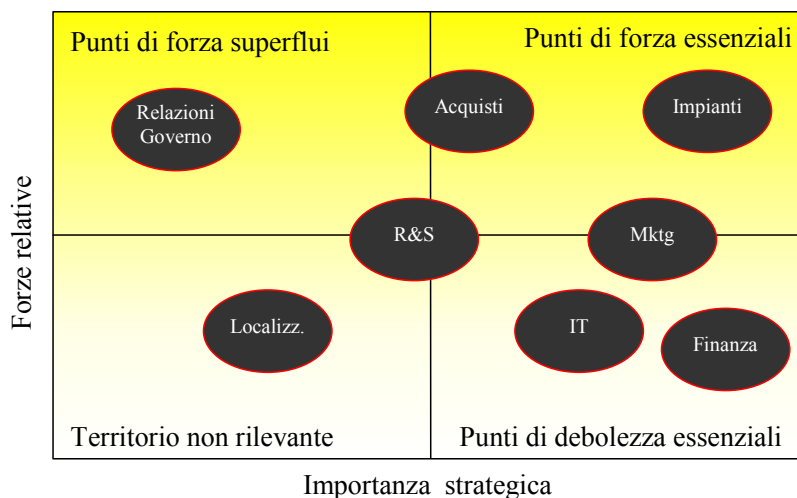
<sup>48</sup> A. Dessy, *op.cit.*, pagg. 20-23.

<sup>49</sup> Secondo R. M. Grant (ne *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, Il Mulino, Bologna 1999), le imprese USA sembrano entrate in una nuova fase volta alla ricerca di nuove opportunità di profitto che sarebbero sfruttate facendo leva su organizzazioni sempre più reattive, innovative e flessibili. Secondo l'Autore queste ultime verrebbero costruite agendo su cultura, gestione della base di conoscenze, *leadership* ed organizzazione.

<sup>50</sup> Senza pretese di esaustività si possono citare quali cause dirette o mediate del venire meno dei vincoli finanziari l'unificazione monetaria europea, lo sviluppo e la differenziazione delle Borse, la discesa dei tassi nominali che ha ridotto il peso del servizio del debito pubblico, l'abolizione di larga parte dei vincoli all'operatività bancaria e valutaria, la privatizzazione dei principali operatori, la riduzione dei tassi reali che ha reso praticabili forme di finanziamento "innovative", l'ingresso di investitori istituzionali esteri e la nascita di operatori italiani specializzati nel *Corporate Finance* e nel *private equity*, l'innovazione tecnologica, lo sviluppo di organizzazioni come AIFI ed il boom delle Borse con conseguente maggiore attenzione del pubblico all'economia ed alla finanza.

quindi sintetizzato in una matrice diagnostica simile a quella di seguito esemplificata<sup>51</sup>.

**Tav. 2.1: matrice di valutazione delle risorse e delle capacità**



Qualora una risorsa o una competenza sia critica per conseguire un vantaggio competitivo ma la posizione dell'impresa risulti più debole di quella dei concorrenti si riscontra un divario sostanziale, un *gap* appunto, che dovrebbe essere sollecitamente colmato mediante opportune azioni di sviluppo (nell'esempio proposto si tratta di *IT*, *finanza* e, in seconda battuta, *marketing*).

Secondo alcuni autori quello appena presentato è un approccio convenzionale che potrebbe essere integrato con indagini che, tenendo conto della continua erosione del vantaggio acquisito mediante l'imitazione e l'innovazione, mirino a verificare dinamicamente la coerenza evolutiva delle risorse (*Dynamic resource fit*). In questo senso la strategia perseguita non dovrebbe solo utilizzare le risorse dell'impresa ma altresì crearne di nuove sotto forma di capacità e di conoscenza derivanti dall'esperienza svolta (si tratta delle cosiddette risorse invisibili)<sup>52</sup>.

La direzione dello sviluppo prescelta si può caratterizzare in funzione del grado di novità del sistema prodotto e del mercato verso cui lo sviluppo mira rispetto al posizionamento iniziale dell'impresa. In tal senso il pianificatore si può orientare verso l'espansione, con penetrazione dell'attuale ASA (Area Strategica d'Affari) prodotto/mercato, verso lo sviluppo di un nuovo mercato oppure di un nuovo prodotto, oppure verso la diversificazione. Le possibili direttrici di sviluppo sono esemplificate nella matrice proposta nella tavola 2.2<sup>53</sup>.

<sup>51</sup> Si tratta di un nostro adattamento del testo e dell'esempio proposto in R. M. Grant, *op.cit.*, pagg. 173-176.

<sup>52</sup> H. Itami, *Le risorse invisibili*, Isedi, Torino 1988.

<sup>53</sup> L. Sicca, *op.cit.*

**Tav. 2.2.: matrice prodotto-mercato/missione che schematizza le direzioni dello sviluppo**

Prodotto Mercato/ missione	ATTUALE	NUOVO
ATTUALE	ESPANSIONE Penetrazione del mercato	Sviluppo del prodotto
NUOVO	Sviluppo del mercato	DIVERSIFICAZIONE

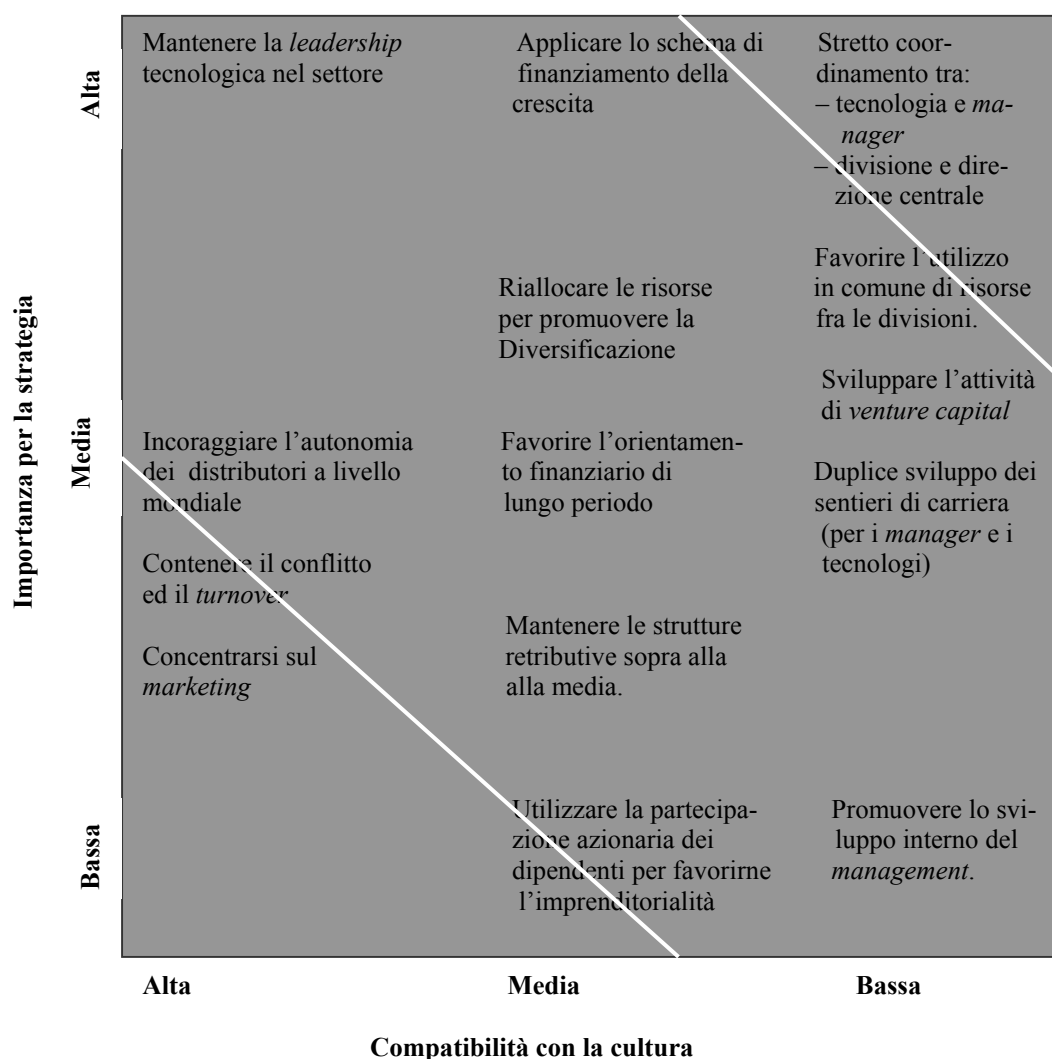
Nell'azienda in sviluppo possono così cambiare la struttura, i processi organizzativi, le persone (entrano le risorse mancanti, esce chi non è compatibile con il cambiamento, soprattutto se occupa posizioni *manageriali*), l'ambiente fisico, i clienti ed i fornitori, le dimensioni, il perimetro di gruppo, il soggetto che esercita il controllo... Tali modifiche creano incertezza e consentono d'affermare che, a prescindere dalla specifica direzione di sviluppo adottata, ogni processo di questo genere assoggetta l'impresa a rischi strategici e finanziari.

Nello sviluppo per linee interne, ad esempio, alcuni possibili rischi sono riconducibili ai tempi lunghi ed alle difficoltà connesse alla creazione delle competenze critiche, all'affermazione di nuovi prodotti e marchi, allo sviluppo di nuovi processi organizzativi, alla formazione di capacità di produzione, commercializzazione e distribuzione.

La crescita esterna è più rapida ma, coinvolgendo altre realtà aziendali, presenta rischi parzialmente differenti tra i quali spiccano l'erronea valutazione delle potenzialità del *partner* e la scarsa capacità di gestione del nuovo. Come mostra il seguente esempio<sup>54</sup> le azioni di sviluppo esterne possono inoltre risultare più o meno compatibili con la cultura aziendale e richiedere interventi anche su tale delicato fronte.

<sup>54</sup> Si tratta di un nostro adattamento di un caso presentato in S.M. Davis, *Interpretare il mutamento*, IPSOA, Milano 1986.

Tav. 2.3: la valutazione del rischio culturale all'Analog Devices



Per quanto, come accennato, il «movimento verso il meglio» provochi invariabilmente una modifica al profilo di rischio dell'iniziativa, le imprese che stanno per intraprendere un percorso di sviluppo possiedono un *track-record*, cioè una storia economico-finanziaria, che consente loro di mettere a disposizione dei pianificatori aziendali e dei terzi una serie di dati ed informazioni di carattere storico. Questo *set* informativo è importante in quanto può fornire al pianificatore gli elementi per valutare se il livello di maturità raggiunto dall'impresa costituisca una base sufficientemente solida sulla quale si possa costruire una strategia volta a migliorare la posizione nel mercato, nonché per mantenere sotto controllo continuo il livello di rischio.

I potenziali *partner* finanziari, a loro volta, possono impiegare queste informazioni, dopo averle adeguatamente processate ed analizzate, per acquisire fiducia nell'iniziativa e convincersi dell'esistenza di un potenziale d'accrescimento del valore che potrà esprimersi quando l'impresa disporrà dei capitali necessari per svilupparsi. In questo senso la progettazione e l'analisi dei piani finanziari delle imprese in sviluppo sono più agevoli rispetto al caso delle nuove iniziative<sup>55</sup>: ciò costituisce una

<sup>55</sup> Per l'impiego dei dati storici nell'esame delle proiezioni economico-finanziarie, si vedano gli articoli di G. Gagliardi pubblicati su *Amministrazione&Finanza* n°24/2000 e n°3/2001 e quello di G. Tinuper

delle ragioni per le quali una larga frazione degli investimenti in capitale di rischio da parte degli operatori istituzionali è destinata proprio ad operazioni di *development o expansion capital*<sup>56</sup>.

Al fine di ottimizzare il profilo di rischio della strategia di sviluppo, alcuni studiosi propongono uno strumento analitico detto “matrice di familiarità”<sup>57</sup>. Esso, date diverse combinazioni tra le caratteristiche del nuovo mercato e quelle delle nuove tecnologie, indicano graficamente le opzioni di sviluppo potenzialmente più efficaci.

**Tav. 2.4: opzioni di sviluppo in relazione alla “familiarità” del nuovo contesto**

<i>Caratteristiche del mercato</i>	Nuovo non familiare	1) <i>Joint Venture;</i> Accordi di distribuzione	2) <i>Venture Capital;</i> Acquisizioni <i>educational</i>	3) <i>Venture Capital;</i> Acquisizioni <i>educational</i>
	Nuovo familiare	4) Crescita interna; Acquisizione di imprese	5) Crescita interna; <i>Acquisizione di imprese</i>	6) <i>Venture Capital;</i> Acquisizioni <i>educational</i>
	Di base	7) Crescita interna; Acquisizione di imprese	8) Crescita interna; Acquisizione di imprese	9) <i>Joint Venture;</i> <i>Licensing</i>
		Di base	Nuovo familiare	Nuovo non familiare
		<i>Tecnologie (servizi) incluse nel prodotto</i>		

La matrice di familiarità indica che l’acquisizione, considerato il coinvolgimento che solitamente comporta, si confà principalmente allo sviluppo in aree familiari. In tali contesti lo sviluppo interno può essere un’alternativa. Nelle aree non familiari, le acquisizioni, così come la crescita interna, appaiono più rischiose. Ma esaminiamo più in dettaglio le indicazioni che è possibile trarre dalla matrice di familiarità.

Nei contesti noti o familiari (quadranti 4, 5, 7 e 8) l’impresa è consapevole di ciò cui va incontro e dovrebbe possedere in sé le caratteristiche per affrontare il percorso di sviluppo deciso/intrapreso. Sebbene in linea di principio nessun’alternativa d’ingresso

---

pubblicato su Amministrazione&Finanza n°6/2001. Si noti che, come suggerisce F. Momentè (*op.cit.*), è peraltro possibile che piani di sviluppo particolarmente pervasivi ed aggressivi conducano ad una modifica della configurazione economico-finanziaria dell’impresa così radicale da rendere poco applicabile all’analisi del futuro le serie storiche dell’impresa e del suo mercato.

<sup>56</sup> A. Gervasoni e F. Sattin, *op.cit.*; AIFI, *AIFI 2001 Yearbook*, edizione fuori commercio, Milano 2001.

<sup>57</sup> A. Cortesi, *Le acquisizioni di imprese*, Egea, Milano 2000, pag. 34.

sia preclusa, le opzioni di sviluppo preferibili sono lo sviluppo interno e le acquisizioni. Le altre forme d'ingresso sono meno attraenti a motivo del ridotto vantaggio che tali scelte arrecherebbero dato che il *target* non possiede nulla e non fa niente che non sia già in qualche modo presente all'interno dell'impresa in sviluppo.

Nello sviluppo verso aree in larga parte non familiari in termini di caratteristiche del mercato o di tecnologie (quadranti 2, 3 e 6 del grafico sopra proposto) il livello di conoscenza e l'applicazione delle capacità già presenti nell'impresa sono assenti o limitati. La scarsa dimestichezza con il nuovo ambiente può incrementare le probabilità d'insuccesso: la soluzione preferibile è quella d'utilizzare un approccio "a due stadi". Nel primo stadio della strategia di sviluppo s'implementano scelte d'investimento flessibili, che richiedano un limitato impegno economico. Il grado d'integrazione potrebbe inizialmente essere basso ed il controllo meno "gerarchico"<sup>58</sup>. Una volta acquisita una maggiore familiarità con l'area d'affari d'interesse, in altre parole dopo avere accumulato una massa critica di "risorse invisibili" specifiche, si dispone di maggiori conoscenze utili per decidere se passare allo stadio successivo dell'acquisizione, con l'obiettivo di rafforzare la presenza nell'ambito prescelto, oppure di consolidare la posizione competitiva raggiunta. Per monitorare gli sviluppi di nuove tecnologie e di nuovi mercati, in vista di un successivo, più elevato coinvolgimento, si rivelano appropriate anche acquisizioni di piccole imprese volte a ricercare non tanto profitti quanto conoscenze non possedute (cosiddette acquisizioni *educational*).

Per svilupparsi verso contesti nei quali l'impresa possiede una certa familiarità relativamente ad una delle dimensioni d'interesse (quadranti 1 e 9), possono essere indicate le *Joint Venture (JV)* in quanto consentono d'ottenere il fattore "complementare". In alternativa alle *JV* si possono stipulare accordi di *licensing* o di distribuzione.

Cerchiamo ora di tratteggiare le caratteristiche delle principali opzioni di sviluppo e delle più efficaci modalità per sostenerle finanziariamente.

### 2.3 - Lo sviluppo per linee interne

Lo sviluppo per linee interne s'impenna su capacità, competenze e risorse già possedute dall'impresa che si limita ad acquisire dall'esterno solo quei fattori complementari (siano essi beni, servizi o competenze) che sono opportuni per ottenere il posizionamento strategico desiderato.

Tale opzione di sviluppo, tradizionale del nostro contesto, è impiegata per allargare i mercati serviti con i prodotti esistenti, ampliare le linee di prodotto e diversificare verso *business* interrelati. Come esemplificato dalla matrice di familiarità, è invece più raro che s'impieghi lo sviluppo interno per una vera e propria diversificazione conglomerale.

Come ogni azione di sviluppo, la scelta della crescita all'interno dei confini aziendali presenta degli aspetti di *trade-off*. A fronte, infatti, della creazione d'un vantaggio

---

<sup>58</sup> Gli "accordi" e le forme di partecipazione non eccessivamente coinvolgenti sono adatti per maturare la conoscenza iniziale su mercati e tecnologie inizialmente ignoti.

competitivo più difendibile rispetto ad altre soluzioni (dal momento che esso matura e si sviluppa internamente all'impresa senza che altri soggetti esterni possano beneficiarne per via diretta), lo sviluppo per linee interne comporta dei tempi di ritorno dell'investimento e, quanto meno, dei segnali d'efficacia delle scelte e degli investimenti compiuti più dilazionati nel tempo rispetto alle ipotesi di sviluppo alternative. Il processo è inoltre influenzato dalle potenzialità di sviluppo e di crescita culturale delle proprie risorse umane, caratteristica tipica di tutti gli approcci e le decisioni *resource based*. Una particolare soluzione per incentivare lo sviluppo è la cosiddetta "imprenditorialità interna": essa si realizza allorché l'impresa sistematicamente agevola la creazione di nuove attività da parte di uno o più dipendenti facendo perno sulla struttura e sulle risorse aziendali. Affinché tale "imprenditorialità interna" venga coerentemente indirizzata verso la crescita del valore dell'impresa, il *management* dovrebbe disporre di sistemi di gestione in grado di misurare l'impatto delle decisioni gestionali in termini di creazione di valore. Uno degli strumenti oggi più apprezzati e riconosciuti è l'*EVA (Economic Value Added)*<sup>59</sup>, che è in grado di focalizzare i processi di creazione del valore su specifiche aree d'azione:

- aumento del reddito operativo prodotto dalle attività esistenti;
- riduzione del costo delle fonti di finanziamento;
- riduzione dei capitali immobilizzati nelle attività esistenti, mediante la razionalizzazione degli investimenti in capitale circolante e la cessione delle attività inutilizzate o sottoutilizzate.

L'impresa che si sviluppa per linee interne, pur sostenendo costi di progettazione ed implementazione, presenta per lo più risultati operativi in miglioramento per effetto del maggiore assorbimento dei costi fissi che tipicamente consegue all'aumentato volume d'attività<sup>60</sup>.

A seguito dell'espansione di crediti e rimanenze, gli investimenti in capitale circolante sono spesso rilevanti<sup>61</sup> (particolarmente con riferimento alle capacità storiche di autofinanziamento) e, qualora allo sviluppo si accompagni la crescita dimensionale e l'impresa presenti una capacità produttiva satura non incrementabile mediante interventi sulla logistica, saranno necessari anche investimenti in attività fisse.

Nel complesso i fabbisogni finanziari delle imprese che si sviluppano per linee interne possono quindi assumere dimensioni rilevanti e caratteristiche qualitative atipiche rispetto allo *status quo ante*.

L'esperienza mostra addirittura che, a seguito di tassi di crescita particolarmente sostenuti, numerose imprese si sono trovate a fronteggiare situazioni di squilibrio finanziario anche gravi. In tali occasioni si sono di frequente manifestati i vincoli finanziari<sup>62</sup> e, quando la crescita non è stata integrata in un contemporaneo sviluppo strategico ed i conseguenti fabbisogni finanziari hanno superato le capacità d'autofinanziamento, lo squilibrio finanziario è purtroppo degenerato in dissesto.

---

<sup>59</sup> Per maggiori approfondimenti si faccia riferimento a A. Damodaran, *Manuale di valutazione finanziaria*, McGraw-Hill, Milano 1996.

<sup>60</sup> PricewaterhouseCoopers, *Fusioni e acquisizioni*, IPSOA, Milano 2000, pag. 36.

<sup>61</sup> Secondo alcuni autori (J. Schlütz e A. Köttner, *Azioni Internet*, Isedi, Torino 2000 e M. Livian, *Valutazioni.Com*, Egea-Investimenti Edizioni, Milano 2000) una parziale eccezione sarebbe costituita dalle cosiddette *Web company* che vanterebbero una correlazione negativa tra fatturato e CCN (in altri termini alla crescita dimensionale si accompagnerebbe una contrazione del capitale investito per effetto dell'assenza di dilazione dei crediti e dell'aumento del credito di fornitura).

<sup>62</sup> Si veda il paragrafo 1.5.

Le imprese che intendono avviare un percorso di sviluppo strategico per linee interne non devono impressionarsi di fronte a tali esempi. Gli strumenti proposti dalla letteratura per anticipare e gestire tali rischi finanziari sono numerosi<sup>63</sup> e la loro adozione nella pratica è di provata efficacia.

L'evoluzione del mercato finanziario ha poi ampliato la gamma di strumenti disponibili e quindi l'elasticità con la quale le imprese possono fronteggiare i fabbisogni connessi a piani di sviluppo anche aggressivi. Nelle righe successive, senza pretesa di esaustività, analizzeremo alcune delle fonti finanziarie che si possono impiegare in modo integrato, a supporto dei piani di sviluppo per linee interne.

#### □ **Le fonti interne**

L'autofinanziamento attraverso i flussi di cassa generati dalla gestione corrente è una delle fonti tradizionali per la copertura dei fabbisogni delle imprese ma il suo apporto alla realizzazione delle strategie di sviluppo è tipicamente marginale. Secondo alcuni studiosi, l'insufficiente capienza dell'autofinanziamento rispetto ai fabbisogni sarebbe anzi una delle discriminanti tra un semplice investimento ed un'operazione che si configura come "vero" sviluppo aziendale.

I piani di sviluppo costituiscono peraltro un'occasione nella quale l'impresa può esaminare criticamente l'assetto operativo che ha raggiunto al termine delle prime frenetiche fasi del ciclo di vita e, in tale ambito, attuare una razionalizzazione del capitale investito che consenta la liberazione di risorse finanziarie. In quest'area si collocano gli interventi volti al miglioramento della gestione del circolante (condizioni di pagamento ed incasso, recupero crediti, riorganizzazione della logistica, politiche di esternalizzazione della produzione...) e quelli per l'alleggerimento della struttura aziendale (tra i quali rientrano le cessioni a terzi di cespiti o interi rami d'attività che, non risultando funzionali rispetto agli obiettivi del piano strategico, vengono definiti *surplus asset*)<sup>64</sup>.

#### □ **Le fonti esterne**

Le possibili fonti esterne di risorse finanziarie sono più numerose ed articolate. Esse possono essere costituite da capitale di debito, di rischio o di forma intermedia e provenire da intermediari o essere reperite direttamente sul mercato mobiliare. Ogni tipologia ha caratteristiche peculiari e l'attività di *Corporate Finance* consiste proprio nel combinare fonti e strumenti differenti al fine di ottenere un *mix* coerente e congruente rispetto agli obiettivi del piano finanziario.

Con riferimento all'indebitamento con intermediari notiamo che l'allentamento dei vincoli finanziari di tipo strumentale ha ampliato l'ambito d'applicazione dei principi della finanza strutturata, agevolando l'impiego di strumenti di debito che si basano su contratti negoziati in funzione delle caratteristiche del piano di sviluppo anziché su condizioni standardizzate ed indifferenziate.

A prescindere dalle linee di credito a supporto del capitale circolante, gli strumenti impiegati più frequentemente nelle operazioni in parola appartengono alle categorie dei finanziamenti a medio termine e a quella dei *leasing*. I primi possono avere forme

---

<sup>63</sup> Si veda il capitolo 3 della parte seconda, nonché i sempre attuali modelli proposti nell'opera a schede mobili AA.VV., *Finanziamenti d'impresa, op.cit.* o quelli di U. Fava, *Metodologie e tecniche di finanziamento delle aziende*, Giappichelli, Torino 1995 come pure A. Dessy, *op.cit.*

<sup>64</sup> AA.VV., *Finanziamenti d'impresa, op.cit.*; A. Dessy, *op.cit.*

diverse e prevedere il rilascio da parte del debitore (o dei suoi soci) di un *set* più o meno impegnativo di garanzie, oscillando tra i due estremi dei finanziamenti “chirografari”, vale a dire senza garanzie, e dell'*asset backed lending*, cioè dei fidi erogati sulla base di garanzie reali (pegni, ipoteche o privilegi).

Il *leasing* è tradizionalmente usato per supportare investimenti in impianti, macchine ed immobili in virtù delle speciali condizioni che il nostro Paese riserva a tale strumento dal punto di vista fiscale, contabile e creditizio. Ad esso le società finanziarie specializzate hanno affiancato il cosiddetto *lease-back*, uno strumento che può essere utilizzato in vista del perseguimento d'obiettivi di sviluppo per riallocare per un periodo definito (ma non necessariamente breve) le risorse aziendali<sup>65</sup>.

Il ricorso a fonti di finanziamento esterne può essere agevolato da numerosi contributi organizzati ed erogati dalla Comunità Europea, dallo Stato e dalle Regioni. L'accesso alle suddette agevolazioni, che possono prendere la forma di contributi in conto interessi o in conto capitale, anche a fondo perduto, è subordinato alla soddisfazione di requisiti ed impegni coerenti con gli obiettivi di politica economica in materia di livello occupazionale e competitività espressi dalla Comunità Europea e dallo Stato<sup>66</sup>.

Lo sviluppo dei mercati mobiliari e l'aumentata diversificazione del portafoglio d'investimenti degli investitori istituzionali hanno reso più diffusa nel nostro Paese la pratica della raccolta diretta di fondi da parte delle imprese. In tale categoria rientra l'ampia gamma di strumenti obbligazionari, o *bond*, nell'ambito della quale, con riferimento alle strategie di sviluppo, gli operatori scelgono strumenti quali i titoli con *warrant*, i convertibili e (per ora raramente) gli *high yield*.

Un caso particolare è costituito dalla cosiddetta cartolarizzazione, cioè da un'emissione obbligazionaria il cui servizio, in termini di rimborso del capitale e di pagamento degli interessi, è fondato sui flussi di cassa prodotti da specifiche attività, costituite solitamente da un portafoglio di crediti. Si tratta, in pratica, di uno strumento finanziario di complessa realizzazione e gestione che consente di ricorrere direttamente al mercato per smobilizzare degli investimenti al fine di liberare risorse impiegabili in attività che creino valore<sup>67</sup>.

Nel caso degli strumenti di mercato una scelta fondamentale che l'impresa deve compiere si riferisce alla decisione di mirare il collocamento ad operatori istituzionali (mercato mobiliare privato) piuttosto che di destinarlo al pubblico. Si tratta di una decisione complessa che dipende, tra l'altro, dalle caratteristiche dell'impresa che s'intende finanziare e dal suo percorso strategico<sup>68</sup>. In questa sede ci limitiamo a notare che, in corrispondenza di un aggressivo piano di sviluppo strategico, ci si può attendere che l'operazione di raccolta risulti più proficua se indirizzata ad operatori ben identificati e comunque sofisticati piuttosto che al complesso del mercato finanziario.

La scarsa praticabilità delle emissioni domestiche e trattamenti fiscali talvolta più favorevoli hanno indotto numerose imprese italiane a destinare le proprie emissioni obbligazionarie esclusivamente ai mercati internazionali. La prudenza del nostro Codice Civile, infatti, si è sinora fatta avvertire particolarmente in tema di prestiti obbligazionari: il ricorso a tali strumenti, oltre ad essere precluso ad un'importante

---

<sup>65</sup> P. Chinetti, *Come finanziare l'azienda*, Edizioni FAG, Milano 2001.

<sup>66</sup> Per maggiori approfondimenti si rimanda a **XXX IPSOA (chiedere a VENTRELLA) XXX**.

<sup>67</sup> AA.VV., *Finanziamenti d'impresa, op.cit.*

<sup>68</sup> Per un'ulteriore trattazione dell'argomento rinviamo il lettore alla parte seconda capitolo 4.

categoria di società quale quella delle S.r.l., è limitato dagli stringenti vincoli previsti<sup>69</sup>.

Fino alla metà degli anni Novanta nella maggioranza dei casi gli investimenti che erano esuberanti rispetto alla capacità d'autofinanziamento potevano essere assistiti solo da affidamenti a medio termine (perlopiù mutui ipotecari e *leasing*) o da iniezioni di capitale di rischio realizzate direttamente o indirettamente dall'imprenditore<sup>70</sup>.

Recentemente lo sviluppo nel nostro Paese dell'attività di *private equity* e l'introduzione della D.I.T. o *Dual Income Tax* hanno però dato nuova linfa all'impiego di capitale di rischio a supporto dei piani di sviluppo. Ora è pratica frequente prevedere nei piani finanziari di sviluppo per linee interne l'intervento più o meno ampio di nuovo capitale di rischio che, in funzione delle condizioni dell'impresa e dei mercati finanziari, può provenire dai soci attuali, da investitori istituzionali (*expansion capital*<sup>71</sup>) o nel caso, invero ancora raro, delle OPS (Offerte Pubbliche di sottoscrizione) da una raccolta sul mercato.

In questa sede non ci addentreremo nell'analisi delle peculiarità del capitale di rischio, un tema del resto adeguatamente coperto dalla letteratura<sup>72</sup>, e ci limiteremo ad accennare ad una questione che può essere rilevante in relazione all'impiego del capitale di rischio in un piano di sviluppo strategico. Parliamo, in particolare, del fatto che l'impiego di tale forma di finanziamento deve essere tarato tenendo conto del cosiddetto rischio di diluizione, cioè della perdita del controllo sull'impresa da parte dei soci presenti nella compagine prima dell'operazione. Il desiderio dei soci attuali di mantenere la maggioranza dell'impresa, unito alla loro volontà/capacità di sottoscrivere gli aumenti di capitale, configura, data una certa valutazione dell'impresa<sup>73</sup>, l'ammontare massimo di risorse che è possibile reperire sotto forma di capitale di rischio<sup>74</sup>. Come rilevato da alcuni autori tale limite, definito come "inadeguatezza dell'assetto proprietario" rispetto allo sviluppo, può essere un vero e

---

<sup>69</sup> Alcuni provvedimenti normativi attualmente in discussione potrebbero rendere più agevole l'impiego dello strumento obbligazionario da parte degli emittenti nazionali.

<sup>70</sup> Gli imprenditori avevano varie tecniche per fornire all'impresa in maniera indiretta una quota più o meno definita del proprio patrimonio personale, sino al punto di divenire responsabili solidalmente e illimitatamente delle obbligazioni assunte dall'impresa verso terzi. Una di queste era costituita dal rilascio di garanzie personali o reali, aventi talvolta la forma di fidejussioni, a presidio degli affidamenti concessi dagli intermediari all'impresa (tale pratica costituisce una delle ragioni alla base del frequente impiego da parte delle imprese di affidamenti a breve termine a fronte d'investimenti aventi un ciclo finanziario non breve). Esisteva e rimane d'impiego comune il ricorso alle cosiddette "operazioni chiuse" (o "triangolari") nelle quali l'intermediario finanziario concede all'impresa un affidamento solo dopo aver ottenuto una corrispondente provvista dall'imprenditore. Prima di un'apposita riforma fiscale, in molti casi i titoli sottoscritti dall'imprenditore (cambiali finanziarie, certificati di deposito, prestiti obbligazionari o altri) erano addirittura posti a pegno a favore dell'intermediario a garanzia dei fidi allocati all'impresa.

<sup>71</sup> Gli investitori istituzionali nel capitale di rischio sono generalmente attratti da investimenti in società in sviluppo in base alle motivazioni efficacemente esposte da A. Gervasoni - F. Sattin, *op.cit.* pagg. 33-36. Per maggiori approfondimenti sulla classificazione delle operazioni in capitale di rischio si veda anche AIFI e PricewaterhouseCoopers, *op.cit.*

<sup>72</sup> Si veda A. Damodaran, *Applied Corporate Finance*, J.Wiley & Sons, New York 1999, Chapter 7-9; AIFI e PricewaterhouseCoopers, *op.cit.*; A. Gervasoni - F. Sattin, *op.cit.*

<sup>73</sup> Tenuto quindi conto che le nuove azioni potrebbero essere emesse ad un prezzo maggiore rispetto al valore nominale in relazione alla richiesta di un sovrapprezzo di emissione correlato ad una valutazione del capitale economico dell'impresa superiore rispetto al suo capitale sociale.

<sup>74</sup> Nel caso (poco frequente nel nostro Paese) delle emissioni di azioni di risparmio o privilegiate possono valere considerazioni differenti.

proprio freno alla capacità dell'impresa di intraprendere dei percorsi strategici che consentano di determinare radicali e duraturi incrementi di valore.

Come illustra graficamente la seguente matrice<sup>75</sup>, può quindi verificarsi il caso d'impresе relativamente giovani che potrebbero trovarsi a dover realizzare operazioni tipiche di più avanzate fasi del ciclo di vita<sup>76</sup> prima di poter intraprendere una strategia di sviluppo.

**Tav. 2.5: i possibili ambiti d'intervento della finanza d'affari**

		ASSETTO PROPRIETARIO	
		ADEGUATO	INADEGUATO
STRUTTURA DEGLI ASSET	ADEGUATA	<p>Sviluppo auto-finanziabile</p> <p style="text-align: right;">1</p>	<p><i>Principale driver dello sviluppo:</i> disponibilità <i>asset</i> strategici e/o eventuali capacità imprenditoriali inesprese</p> <p><i>Riallocazione dei diritti di proprietà funzionale allo sviluppo:</i> - interna (FBO, MBO...) - esterna (M&amp;A "passivo"; MBI; accordi di <i>partnership</i>)</p> <p style="text-align: right;">2</p>
	INADEGUATA	<p><i>Principale driver dello sviluppo:</i> Capacità imprenditoriale e/o eventuale disponibilità <i>asset</i> strategici</p> <p>Sviluppo finanziato da terzi: - per vie interne (ristrutturazione e riorientamento strategico) - per vie esterne (M&amp;A "attivo"; <i>partnership</i>...)</p> <p style="text-align: right;">4</p>	<p>3 Impresе con qualche fattore critico di successo (M&amp;A "passivo"; MBI; <i>partnership</i>...)</p> <p style="text-align: right;">Impresе prive di opportunità di sviluppo</p>

Tra le fonti esterne di risorse finanziarie impiegabili a supporto dello sviluppo si possono citare anche delle forme ibride che mediano le caratteristiche delle due macro-classi principali, miscelando (di solito) le caratteristiche contrattuali del debito con il profilo rischio/rendimento delle azioni. Tra queste segnaliamo i finanziamenti e le obbligazioni che conferiscono al sottoscrittore un'opzione di conversione in capitale di rischio ed i cosiddetti "prestiti partecipativi". Questi ultimi, in particolare, si distinguono da altre tipologie di finanziamento "puro" in quanto prevedono che una quota (di solito fondamentale) della remunerazione sia parametrata all'eventuale incremento di valore dell'impresa finanziata o, più comunemente, all'andamento d'indicatori economici. Lo strumento è relativamente nuovo ma, grazie anche all'intervento dei consorzi fidi (Confidi) e delle finanziarie regionali, risulta talvolta accessibile anche alle PMI italiane.

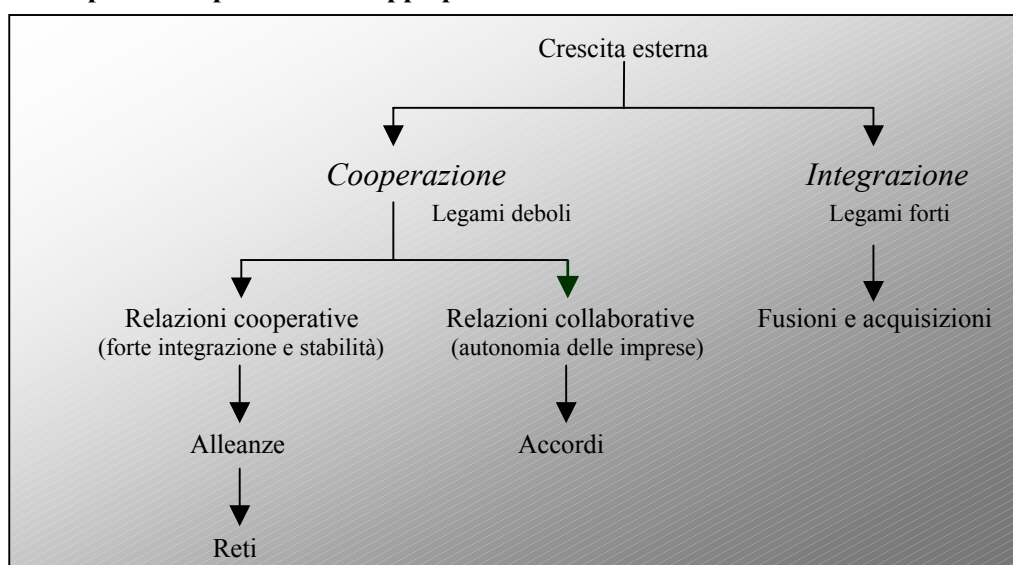
<sup>75</sup> F. Momenté, *op.cit.*, pag. 13.

<sup>76</sup> Si veda il successivo capitolo 3.

## 2.4 - Lo sviluppo per linee esterne

Il percorso di sviluppo esterno si caratterizza per l'ottenimento di un "blocco" completo d'attività o, come lo chiamano i teorici, di una combinazione economica. Le vie per la realizzazione di tale sviluppo sono numerose e, come suggerito dalla matrice sopra citata, la scelta dovrebbe essere influenzata dal grado di familiarità dell'impresa rispetto alla combinazione mercato/prodotto/tecnologia in cui andrà a posizionarsi. Se il grado di familiarità è elevato, l'aggregazione può concretarsi sulla base di legami forti con operazioni d'acquisizione e fusione d'altre imprese o rami d'azienda. Nel caso in cui l'impresa in sviluppo abbia invece scarsa dimestichezza con il nuovo contesto competitivo, sarebbero preferibili forme meno invasive d'aggregazione come l'alleanza, una relazione cooperativa caratterizzata da una forte integrazione e stabilità, e l'accordo, una relazione collaborativa caratterizzata dall'autonomia delle imprese coinvolte<sup>77</sup>.

Tav. 2.6: le possibili opzioni di sviluppo per linee esterne



L'acquisto di un'azienda o d'una società, la realizzazione d'accordi o alleanze configurano un percorso di sviluppo differente rispetto a quello ipotizzato nel caso della crescita interna. Nello sviluppo esterno, infatti, l'interazione diretta con altre realtà imprenditoriali consente di realizzare un cambiamento rilevante in maniera rapida in quanto l'impresa si combina (integrandosi o cooperando) con una realtà già funzionante e caratterizzata da una conoscenza più o meno ampia della propria ASA. Lo sviluppo esterno è poi caratterizzato da un *feed-back* sull'efficacia delle scelte compiute assai tempestivo e da una maggiore pubblicità rispetto alle altre opzioni di crescita (d'altra parte se il mercato non apprezza la notizia quest'ultimo elemento potrebbe ritorcersi a sfavore dell'impresa).

Lo sviluppo per linee interne, d'altra parte, non dipende dall'interazione con altri imprenditori e si avvantaggia per la minore complessità di realizzazione, la gradualità degli investimenti, nonché la relativa assenza di difficoltà in ordine all'integrazione operativa e culturale<sup>78</sup>.

<sup>77</sup> M. Confalonieri, *op.cit.*, pag. 108.

<sup>78</sup> Tale ultimo aspetto è reso ancor più critico se si considera la velocità con la qual è opportuno progettare, comunicare e realizzare le operazioni in parola (si veda la parte terza).

In altri termini, lo sviluppo mediante operazioni di cooperazione, acquisizione o fusione può consentire un riposizionamento ed una variazione di valore dell'impresa in tempi assai ristretti ma, al fine di spiegare effetti durevolmente positivi, necessita di un'attenta progettazione e gestione solitamente ottenibile solo con l'assistenza di specialisti<sup>79</sup>. In questo senso si rileva che, negli ultimi anni, la crescita delle operazioni di *M&A* (*Mergers and Acquisitions*, fusioni ed acquisizioni) ha messo in evidenza la necessità per gli investitori finanziari o *corporate*, di essere supportati ed assistiti in ogni fase della transazione da consulenti che, attraverso attività di *due diligence*, possono individuare in anticipo le possibili *issue* che caratterizzano l'impresa *target* (di mercato, finanziarie, legali, fiscali o ambientali) al fine di fornire all'acquirente elementi utili per la negoziazione e la valutazione dell'operazione.

#### □ Le fusioni e le acquisizioni

Fondere o acquisire un gruppo, una società o un ramo d'azienda sono vie per raggiungere con una singola operazione un obiettivo di sviluppo. Le acquisizioni sono indicate in quelle stesse situazioni nelle quali risulta praticabile la crescita interna, cioè laddove l'attore è consapevole del contesto in cui si troverà a competere in seguito all'operazione, perché non si verifica un mutamento radicale del mercato servito o del sistema prodotto/tecnologia.

Si noti che talora la scelta tra crescita interna ed acquisizione non è disponibile: alcune risorse intangibili non sono acquisibili indipendentemente (in quanto sono incorporate in un'impresa, nella sua cultura, nel suo marchio, nella sua organizzazione) e chi desidera tali risorse non ha alternative efficaci all'acquisizione dell'impresa.

Le operazioni di fusione ed acquisizione, o *M&A*, costituiscono un approccio più radicale ed aggressivo rispetto alla crescita interna. Esse possono essere penalizzate dalla possibile presenza nel *target* d'elementi di scarso interesse, se non addirittura dannosi, per il nuovo soggetto economico (nella crescita interna è viceversa più agevole acquisire solo quei fattori ritenuti funzionali al nuovo posizionamento), nonché dal rischio che il *goodwill* incorporato nel prezzo sia diverso da quello teorico, anche tenuto conto d'eventuali sinergie. Per converso il potenziale d'incremento di valore delle operazioni di *M&A* è di solito notevole in quanto esse hanno un impatto immediato e sensibile sul posizionamento dell'impresa acquirente e, se quest'ultima è in grado di gestire e sfruttare le possibili sinergie con il *target*, possono creare un effetto moltiplicatore delle risorse investite nello sviluppo che non sarebbe ottenibile mediante un processo di sviluppo incrementale.

Nell'ambito della strategia di sviluppo, le acquisizioni mirano abitualmente a conseguire una crescita della quota di mercato, un completamento della gamma di prodotto e/o della copertura geografica. In altri termini, mediante tali operazioni l'acquirente auspica di poter beneficiare di un incremento del potere contrattuale nei confronti dei clienti e dei fornitori, come pure dell'acquisizione di competenze, marchi o altre risorse che possono avere un'azione sinergica se combinati con quelle già disponibili.

---

<sup>79</sup> PricewaterhouseCoopers, *op.cit.* Si rileva che, come meglio preciseremo nel capitolo 5, il fallimento di un'acquisizione può costituire un serio fattore di crisi.

Nella tavola 2.7 schematizziamo i differenti fini cui possono mirare le acquisizioni e le operazioni di volta in volta alternative<sup>80</sup>, precisando che mentre il primo obiettivo è tipicamente riferibile alla fase di sviluppo, gli altri sono di solito perseguiti in fasi più avanzate del ciclo di vita dell'impresa.

**Tav. 2.7: alternative strategiche alle acquisizioni**

<b>OBIETTIVO RICERCATO CON L'ACQUISIZIONE</b>	<b>OPZIONI ALTERNATIVE ALL'ACQUISIZIONE</b>
Sviluppo strategico ed espansione delle vendite	<i>Joint Venture</i> , sviluppo dall'interno
Miglioramento della profittabilità	Disinvestimenti, misure interne per il recupero d'efficienza
Riduzione della dipendenza dal <i>business</i>	Sviluppare all'interno nuove aree d'attività
Investire la liquidità in eccesso	Rimborsare agli azionisti il capitale in eccesso
Migliorare il <i>management</i> dell'impresa obiettivo	Ruolo più attivo del Consiglio d'Amministrazione, ricorso a consulenti esterni

L'importante è che l'acquisizione miri a creare valore per la società acquirente attraverso l'ottenimento di **sinergie o miglioramenti operativi**. La creazione di valore azionario mediante le acquisizioni dipende, infatti, dal rapporto tra il prezzo pagato ed il contributo dell'operazione al *cash flow* della società acquirente. Uno degli errori più comuni nel processo d'acquisizione consiste, infatti, nell'erronea valutazione delle sinergie, che spesso si rivelano delle semplici speranze.

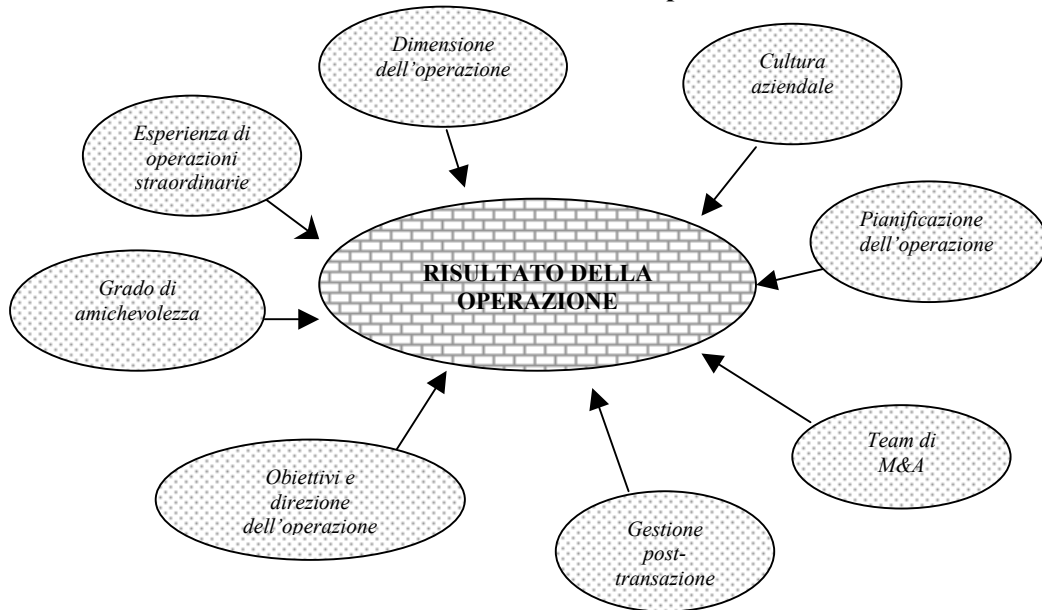
Le sinergie sono possibili soprattutto quando si acquisisce una società che operi in segmenti di mercato prossimi a quelli coperti dall'acquirente. Acquisire una società che produca beni o servizi succedanei può rivelarsi un'ottima mossa difensiva per tutelare la propria capacità commerciale ma l'acquisizione può anche avere come *target* operatori a monte o valle nella catena del valore. In quest'ultima ipotesi, si ottiene l'internalizzazione di una maggiore quota di valore aggiunto della filiera del settore e, se l'integrazione è gestita adeguatamente, un positivo effetto d'apprendimento nelle aree critiche per il successo dell'impresa. Se la base di clientela è in fase di concentrazione, per preservare i margini esistenti possono rendersi necessarie delle acquisizioni dirette all'integrazione a valle, mentre l'integrazione a monte mediante l'acquisizione di un fornitore può risultare utile se i meccanismi di fissazione dei prezzi nei mercati in cui l'acquirente si rifornisce sono di tipo oligopolistico.

Il potenziale di sviluppo insito nelle acquisizioni ha un prezzo rappresentato dalla quantità e varietà dei **fattori che possono condizionare l'esito effettivo** di tale operazione, come esemplificato nella Tav. 2.8<sup>81</sup>.

<sup>80</sup> Adattato da A. Cortesi, *op.cit.*, pag. 31.

<sup>81</sup> La figura è adattata da A. Cortesi, *op.cit.*, pag. 11.

**Tav. 2.8: i fattori critici di successo delle operazioni di M&A**

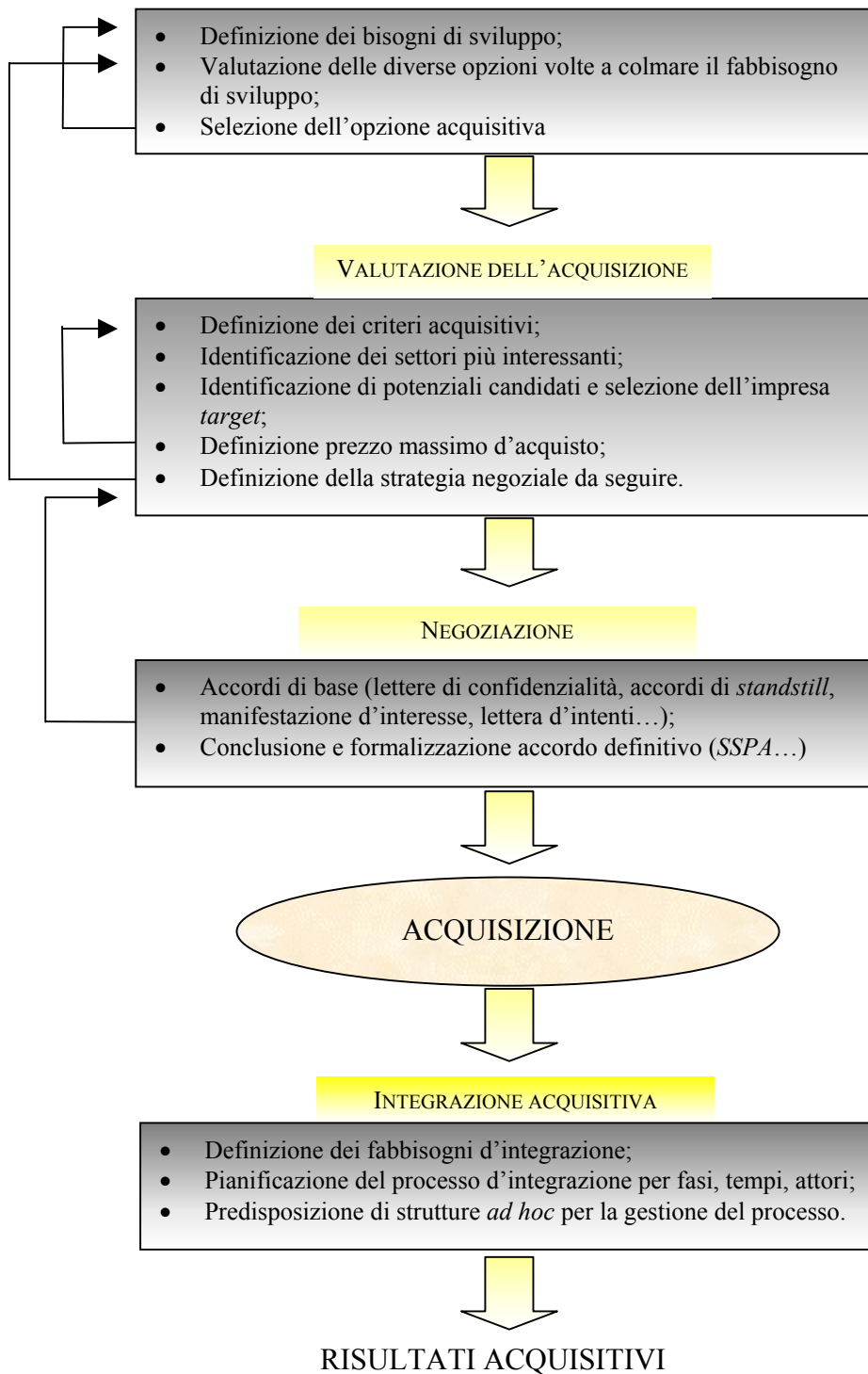


Ma cosa s'intende per acquisizione e quali sono le dimensioni rilevanti di tale operazione?

Le acquisizioni sono transazioni straordinarie aventi come oggetto la compravendita di aziende o di quote di capitale di un'impresa, che possono rappresentare la totalità, la maggioranza o la minoranza del capitale sociale.

Il **processo d'acquisizione** è necessariamente articolato e comprende azioni e retroazioni volte a definire e scegliere il *target*, a progettare l'operazione, a negoziare la transazione con controparti ad alleati, ad effettuare l'acquisizione e ad implementare l'integrazione. L'acquisizione del controllo di un'impresa da parte di una società industriale, tra l'altro, prelude sovente ad una successiva fusione che massimizza il grado d'integrazione tra le entità coinvolte.

**Tav. 2.9: le fasi del processo acquisitivo**



La casistica delle acquisizioni è assai varia. Se si considera il **grado di collaborazione** (o di conflitto) tra il *management* della società acquirente e quello del *target*<sup>82</sup> si possono ad esempio avere:

- *raid* o *hostile takeover*;
- acquisizioni contestate;
- acquisizioni *laissezfaire*;

<sup>82</sup> A. Cortesi, *op.cit.*, pag.87.

- acquisizioni collaborative;
- *organizational rescue*.

I **raid** sono le situazioni nelle quali è più elevato il contrasto tra il *management* della società acquirente e quello del *target*. Non viene effettuata nessuna negoziazione sulle modalità d'acquisizione tra i vertici delle imprese coinvolte e conseguentemente la transazione si realizza mediante un'offerta rivolta direttamente agli azionisti della società *target*. I *raid* sono tipici nei casi di società ad azionariato diffuso e di grandi dimensioni, soprattutto se si trovano in situazioni di crisi o di stallo. In tali casi l'operazione è il prodotto della competizione che esiste per il controllo dei capitali azionari: quando i *manager* non riescono a creare e a far percepire l'avvenuta creazione di valore il mercato azionario deprime le quotazioni ed espone l'azienda a scalate ostili. In caso di successo il nuovo soggetto economico potrà sostituire il *management* con esponenti più capaci e attenti alla creazione di valore per l'azionista. Nelle **acquisizioni contestate** (*contested acquisition*), le imprese cercano invece di raggiungere un'intesa sui principali aspetti dell'operazione. Le difficoltà possono sorgere nella fase di contrattazione, sia per l'interesse a concludere, sia per differenti opinioni sui termini della transazione, sia, infine, per differenti vedute sulle modalità di gestione della società *target* post-operazione. Le acquisizioni possono inoltre assumere i caratteri delle *contested* quando vi siano più pretendenti interessati al medesimo *target*. Il risultato di tali situazioni sfocia spesso nel deterioramento del clima di contrattazione e ciò contribuisce a peggiorare i presupposti per la successiva collaborazione.

Le situazioni **laissezfaire** rappresentano lo spartiacque tra le acquisizioni ostili e quelle amichevoli. Qui il rapporto tra le società coinvolte può essere considerato neutrale, ossia senza particolari entusiasmi da parte del *management* del *target* per l'ipotesi di essere acquisita ma, al contempo, senza neppure che vi siano aperte manifestazioni di dissenso in relazione all'ipotesi di un cambio di proprietà.

Nelle **acquisizioni collaborative** i vertici di entrambe le società lavorano insieme per trovare un accordo sui termini dell'operazione e sulle modalità di gestione a seguito dell'acquisizione. In siffatte ipotesi, il *management* del *target* percepisce l'acquisizione come fonte di creazione di nuova ricchezza e di opportunità di miglioramento (anche personali). In alcuni casi tali *manager* giungono a raccomandare la cessione all'offerente. Il clima della negoziazione è improntato al mutuo rispetto e collaborazione. Ciò non significa che in seguito non potranno sorgere i tipici problemi della coabitazione, tuttavia il clima collaborativo della fase negoziale costituisce un presupposto per una serena fase *post-acquisitiva*.

Le **organizational rescue** sono costituite da acquisizioni addirittura richieste dal *management* di società che sono possibili obiettivi di *raider*, se non già oggetto di *takeover* da parte di offerenti non graditi. Per queste imprese, che di solito hanno problemi di carattere finanziario o di successione imprenditoriale, la prospettiva di essere acquisite da una controparte gradita (*white knight*) è allettante e nei confronti di quest'ultima l'atteggiamento del *management* è assai collaborativo. In tale contingenza non è però improbabile che, a seguito dell'acquisizione, la collaborazione del *management* si riduca o, al limite, sfoci in un atteggiamento di aperto conflitto in conseguenza delle necessità di ristrutturazione che spesso presentano le aziende *target* rientranti nella categoria considerata.

Le acquisizioni presentano un'ampia casistica anche in riferimento alle **possibili forme tecniche**. Con riferimento alle imprese in fase di sviluppo la più comune è la

cosiddetta **acquisizione in senso proprio**<sup>83</sup>. Nella maggioranza dei casi le imprese incamminate su un percorso di sviluppo, pur avendo superato la fase neonatale, non hanno difatti raggiunto una situazione sufficientemente consolidata da poter ambire a realizzare operazioni più complesse o adatte a *target* con azioni quotate su mercati regolamentati quali il *LBO*, l'offerta pubblica di acquisto consensuale o aggressiva, l'offerta pubblica di scambio o di acquisto e scambio, il rastrellamento, la permuta ed il prestito obbligazionario a conversione programmata.

L'acquisizione in senso proprio può realizzarsi attraverso l'acquisto delle azioni o delle quote dell'azienda *target*, secondo la forma cosiddetta di *share deal*, ovvero mediante l'acquisto del mero ramo d'azienda, con la realizzazione di un *asset deal*. La scelta della modalità più conveniente non può prescindere da considerazioni fiscali e societarie specifiche ed è il risultato dalla negoziazione con la controparte venditrice<sup>84</sup>.

La buona riuscita di un'acquisizione non dipende solo dalla negoziazione in quanto è fondamentale la fase di *post-acquisition*. Un efficace schema d'integrazione dovrebbe consentire di riguadagnare l'eventuale avviamento pagato all'acquirente. È necessario, infatti, predisporre con congruo anticipo uno schema d'integrazione fra le due organizzazioni, anche dal punto di vista delle culture aziendali<sup>85</sup>. Le **possibili tipologie d'integrazione** sono schematizzabili secondo due dimensioni, la necessità d'autonomia delle organizzazioni coinvolte e quelle d'interdipendenza strategica, come presentato nella tavola 2.10<sup>86</sup>.

**Tav. 2.10: le diverse tipologie d'integrazione**

Necessità d'autonomia organizzativa	Alta	Conservazione	Simbiosi
	Bassa	<i> Holding </i>	Assorbimento
		Bassa	Alta
		Necessità d'interdipendenza strategica	

Quando l'acquirente ha un obiettivo di diversificazione del portafoglio d'investimenti ed ha puntato su un *target* che presenta una ridotta necessità d'interdipendenza strategica, potendo operare sul mercato in modo sostanzialmente autonomo senza che

<sup>83</sup> L'acquisizione in senso proprio consiste in un'operazione finalizzata al trasferimento della proprietà di una partecipazione azionaria di controllo (o di un ramo d'azienda) da un soggetto ad un altro. Tale forma tecnica si realizza spesso al di fuori dei mercati borsistici, in definiti ambiti contrattuali. Il pagamento è effettuato in denaro e non è raro assistere ad operazioni che prevedono differimenti nei tempi di pagamento, possibilità d'esercizio d'opzioni, revisioni del prezzo in funzione degli andamenti aziendali a seguito dell'acquisizione medesima (ci si riferisce, ad esempio, ai cosiddetti *earn out*). Per una sintetica trattazione delle altre forme tecniche si rinvia ad A. Cortesi, *op.cit.*

<sup>84</sup> Si veda PricewaterhouseCoopers, *op.cit.*, pagg. 49-64.

<sup>85</sup> Il tema dell'integrazione sarà approfondito anche nella parte terza.

<sup>86</sup> A. Cortesi, *op.cit.*, pagg. 193-195.

siano necessari particolari trasferimenti di capacità strategiche, la tipologia d'integrazione preferibile è quella della **holding**. Secondo tale approccio, la controllante si limita ad accentrare su di sé i trasferimenti finanziari della partecipata (utilizzando, ad esempio, sistemi di tesoreria centralizzata e di *cash pooling*) ed alcune funzioni di pianificazione generale, improntando la gestione alla minimizzazione del livello di rischio dell'iniziativa. Tale tipologia d'integrazione è più frequente quando l'acquirente sia un'impresa matura anziché in sviluppo<sup>87</sup>.

Ben diverso è il caso in cui nell'impresa acquisita vi siano notevoli competenze cui l'acquirente è interessato ma, nel timore che queste possano andare disperse in seguito ad un'integrazione troppo aggressiva, si presenti la necessità di conservare un'elevata autonomia organizzativa al *target*. Il processo d'integrazione adottato è chiamato **simbioso** in quanto l'impresa acquirente cercherà di appropriarsi delle competenze distintive dell'acquisita per gradi, lasciando che quest'ultima sia inizialmente autonoma, realizzando solo in seguito un'interdipendenza tale da consentire il trasferimento delle competenze attraverso confini progressivamente più permeabili. L'approccio simbiotico è adottato da imprese in sviluppo soprattutto quando realizzano acquisizioni di quote di minoranza che assumono la forma cosiddetta *educational*.

Nelle acquisizioni caratterizzate da una bassa necessità d'interdipendenza strategica e da un fabbisogno elevato d'autonomia organizzativa, l'approccio più indicato è la **conservazione**. Esso consiste nel mantenere inalterata la fonte dei benefici che vengono acquisiti in quanto si ritiene che cambiamenti nell'assetto organizzativo e culturale dell'impresa acquisita possano inficiare il valore dell'investimento. Del resto in queste situazioni l'impresa acquirente non si giova particolarmente nella propria attività delle competenze acquisite. Le poche funzioni gestite centralmente riguardano di solito le aree dell'amministrazione e della finanza ed elementi di direzione generale che non siano specificamente legati al settore in cui il *target* opera. La tipologia d'integrazione in parola è tipica delle operazioni di *corporate venturing* che, pur praticate anche da imprese in fase di sviluppo, sono più comunemente originate da realtà mature.

L'ultima tipologia d'integrazione esaminata, l'**assorbimento**, si riscontra allorché le interdipendenze strategiche sono rilevanti (per la familiarità dell'acquirente con il mercato o le tecnologie del *target*) e le esigenze di mantenere strutture organizzative autonome limitate. In tali situazioni si mira ad un'integrazione completa d'attività, strutture e culture, avendo come obiettivo finale la fusione. Tali processi d'integrazione sono comuni in tutte le fasi del ciclo di vita e richiedono sovente un'attenta pianificazione con tempi che si prolungano ben oltre quanto strettamente necessario per pervenire ad un'unificazione giuridica delle entità coinvolte.

#### □ **Strumenti finanziari a supporto delle acquisizioni**

Le fusioni non richiedono un sostegno finanziario affatto differente rispetto alle opzioni di sviluppo interno se non per il fatto che esso si applica ad un'impresa che incorpora più realtà imprenditoriali preesistenti, con le proprie storie ed assetti competitivi. Le acquisizioni, per converso, costituiscono le occasioni d'elezione per

---

<sup>87</sup> Si veda il capitolo 3.

l'impiego di tecniche e strumenti della finanza d'affari. Sviluppiamo di seguito alcune considerazioni in proposito.

Fonti interne. Nelle acquisizioni, a parità d'investimento, gli esborsi si manifestano di solito in tempi più stretti rispetto al caso in cui si opti per un accumulo progressivo di beni materiali ed immateriali.

In merito a fonti interne, autofinanziamento e razionalizzazione del capitale investito della società acquirente, qui si enfatizzano i discorsi già sviluppati in precedenza. Nel caso delle acquisizioni tali fonti si integrano al più in un *mix* di strumenti. D'altra parte, pur dovendo rispettare i non sempre chiari vincoli posti dalla normativa vigente, nello sviluppo per linee esterne il *downsizing* può riguardare anche il capitale investito e il perimetro di *business* del *target*. In quest'ottica un caso limite è costituito dall'acquisizione d'aziende dotate di rilevanti disponibilità liquide che, in determinate condizioni, possono essere impiegate per supportare l'ulteriore sviluppo dell'impresa acquirente.

Si noti che la forma ideale di finanziamento dello sviluppo mediante acquisizioni sarebbe costituita dallo scambio delle azioni dell'acquirente con quelle del *target*, in quanto consentirebbe di raggiungere il risultato strategico auspicato senza esborsi finanziari. Tale approccio, in ragione della complessità insita nella definizione e nella condivisione del rapporto di concambio nonché dei limiti alla liquidabilità dei titoli ricevuti dai venditori, ha invero rara applicazione (per lo più limitata a quei casi in cui l'impresa acquirente disponga di titoli negoziati sui mercati regolamentati o alla fattispecie dei cosiddetti accordi *equity*).

Strumenti di debito. Al fine di beneficiare dei noti effetti di leva finanziaria e fiscale, le imprese possono finanziare le operazioni d'acquisizione mediante capitale di debito, ricorrendo a forme tecniche a medio o lungo termine con differenti gradi di *seniority* e di costo (per esempio le tipologie del *Senior* e del *Mezzanine Debt*). Il livello d'indebitamento concretamente costruito dipende dalle caratteristiche dell'acquirente e del *target*, benché è probabile che le vere e proprie operazioni di *LBO* siano praticabili solo nei casi in cui il *target* sia un'impresa matura o ricca di *surplus asset* rapidamente ed agevolmente smobilizzabili<sup>88</sup>. In presenza di pagamenti dilazionati di quote più o meno rilevanti del prezzo dell'acquisizione non è poi infrequente il rilascio da parte d'intermediari di garanzie di firma a favore del venditore.

Capitale di rischio. Lo strumento dell'*expansion capital*, già trattato con riferimento allo sviluppo interno, si arricchisce di una variante chiamata *cluster venture*. In questo caso l'intervento dell'investitore istituzionale è volto a creare un polo industriale più o meno diversificato, mediante successive acquisizioni che facciano perno su un'impresa partecipata<sup>89</sup>.

#### □ **Lo sviluppo cooperativo**

Ciascuna delle forme di cooperazione presenta proprie peculiarità e specifiche implicazioni di tipo strategico, organizzativo e finanziario: rimandando ad altri testi

---

<sup>88</sup> PricewaterhouseCoopers, *op.cit.*

<sup>89</sup> A. Gervasoni e F. Sattin, *op.cit.*

per una trattazione più approfondita della questione<sup>90</sup>, cercheremo comunque di tratteggiare di seguito alcune di tali caratteristiche senza pretese d'esaustività.

Le *JV*, o **alleanze**, sono forme di concentrazione "parziali". Mediante tale accordo due o più imprese combinano beni (capitali o altre risorse) tra loro simili o complementari in una nuova entità partecipata (spesso pariteticamente) dalle imprese alleate. Le imprese che danno luogo alla *JV* non perdono la loro identità giuridica e modificano il patrimonio originario limitatamente alla partecipazione nella nuova entità.

Le *JV* possono essere complesse da organizzare e gestire ma, in determinate condizioni, possono risultare più attraenti rispetto alle acquisizioni. Uno di tali casi si riscontra quando gli *asset* che interessano non sono definitivamente divisibili dalle altre attività dell'impresa *target*: in questa ipotesi tali beni potrebbero essere immessi nella *JV* pur potendo continuare ad essere utilizzati nell'ambito dell'impresa detentrici. Un'altra condizione che induce talora ad optare per una *JV* è la presenza di culture d'impresa che siano integrabili solo con difficoltà (ad esempio nel caso di differenze nei settori o nelle nazioni di provenienza delle entità coinvolte). Altre circostanze che possono far propendere per un'integrazione parziale sono riscontrabili in quei casi ove sia difficoltoso determinare con ragionevole approssimazione il valore degli *asset* desiderati (la *JV* permette di accedere ad informazioni aggiuntive sul valore stesso ed eventualmente, a costi spesso limitati, di rescindere l'accordo) ovvero ove esistano delle barriere istituzionali e governative alla realizzazione d'operazioni di *M&A*.

Oltre alle contingenze sopra accennate alcuni studi teorici si sono pronunciati a favore della forma di cooperazione in parola poiché:

- le *JV* potrebbero ridurre i costi di transazione associati alle acquisizioni, che sono particolarmente elevati quando le imprese oggetto di concentrazione appartengono a settori diversi;
- alcune imprese, qualora nell'ambito dell'impresa *target* vi fossero *asset* non funzionali alla realizzazione del proprio progetto strategico, potrebbero preferire all'acquisizione una *JV*, evitando in tal guisa di dover gestire l'integrazione o la dismissione di parti dell'azienda acquisita.

I **consorzi** sono un'ulteriore forma di concentrazione parziale. Partecipando ad un consorzio, le imprese devolvono a tale "rete" il compito di svolgere determinate attività nel tentativo di perseguire maggiore efficienza ed efficacia complessiva. A differenza delle *JV*, i consorzi sono solitamente formati da pluralità d'impres e, relativamente alle attività trasferite in gestione al consorzio medesimo, permettono il conseguimento d'economie di scala che sarebbero precluse ai singoli aderenti per motivi di dimensione. I consorzi possono essere distinti in consorzi di tipo "geografico" e di tipo "settoriale", benché le due tipologie si possano combinare tra loro. Ai primi aderiscono le imprese di un determinato territorio, indipendentemente dal settore d'appartenenza, interessate a promuovere mediante il consorzio alcune infrastrutture o le attività economiche del territorio medesimo. I secondi, per contro, riuniscono i produttori di un determinato *output* interessati all'ottimizzazione di una certa funzione (ad esempio gli acquisti, la ricerca, la promozione e la vendita), delegandone lo svolgimento ad una struttura comune (il consorzio). I consorzi possono essere classificati anche con riferimento alla loro durata: esistono così

---

<sup>90</sup> Tra le fonti cui abbiamo attento citiamo in particolare A. Cortesi, *op.cit.*, nonché P. Ceppellini, *Manuale di finanza straordinaria*, Sole 24 Ore, Milano 1998.

consorzi temporanei, che cessano di esistere terminato il progetto (quali ad esempio quelli che sono costituiti tra più imprese per la realizzazione di una specifica opera), e consorzi di tipo durevole, quali possono essere quelli per la tutela di un prodotto o di un marchio.

Gli **accordi** si basano su relazioni collaborative e sono costituiti da un variegato insieme di situazioni nelle quali due o più imprese perseguono forme d'integrazione e di coordinamento parziali. Talora gli accordi prevedono degli scambi azionari tra gli aderenti (accordi *equity*) mirati a ratificare la volontà di cooperazione. Gli accordi *equity*, come accennato, prevedono scambi azionari tra gli aderenti e sono rappresentati principalmente da iniziative di *corporate venturing* che prevedono l'assunzione di partecipazioni, spesso modeste o di minoranza, in imprese con forti prospettive di sviluppo<sup>91</sup>. Se l'impresa più sviluppata fornisce anche assistenza gestionale al destinatario del capitale di rischio, l'operazione viene anche definita di *venture nurturing*. Per costituire una reale opzione di sviluppo gli accordi *equity* non dovrebbero essere improntati ad una mera logica di matrice finanziaria, mirante esclusivamente ad acquisire ritorni economici in un lasso di tempo più o meno determinato. Uno sviluppo collaborativo è perseguibile quando l'acquisizione della partecipazione di minoranza rappresenta un punto d'osservazione privilegiato da cui poter inizialmente apprendere o trasferire competenze o tecnologie interessanti per il rafforzamento del vantaggio competitivo di una o di entrambe le realtà coinvolte.

In altre situazioni la collaborazione è perseguita senza che vi siano scambi azionari (accordi *non equity*). Tali accordi, pur non prevedendo scambi azionari, possono costituire strumenti di sviluppo. In questa categoria rientrano varie forme di collaborazione nell'area della produzione, della ricerca e sviluppo e della distribuzione (si pensi ad esempio ai contratti di trasferimento in uso di tecnologie, brevetti, marchi, alle concessioni di licenze, ai contratti d'assistenza).

L'autonomia delle imprese coinvolte è un approccio caratterizzante entrambi le tipologie d'accordi considerate.

Lo sviluppo mediante cooperazione e collaborazione può essere supportato da fonti finanziarie interne o esterne analoghe a quelle ipotizzate nel caso di sviluppo autonomo (salvo l'ovvia adozione di scambi azionari nel caso d'accordi *equity*). In questi casi peraltro la dotazione di capitale di rischio o di debito può anche essere costituita dalle imprese alleate.

Oltre che dalle caratteristiche delle attività da finanziare, la strutturazione del debito con cui dotare la *JV* o il consorzio non può prescindere dagli obiettivi e dalla durata dell'accordo. La relazione cooperativa può, infatti, avere una scadenza definita in termini di tempo o di raggiungimento del risultato atteso e, in tal caso, è più probabile che l'entità in cui l'accordo si esplicita sia finanziata soprattutto dalle imprese alleate. Anche quando l'accordo non avesse una durata prefissata, si consideri che sovente la nuova entità non sarà necessariamente autonoma dalle rispettive case madri per scelta (derivante dalla non convenienza di dotarla di tutte le funzioni aziendali) ma anche per necessità (gli unici utenti dei servizi dell'entità potrebbero essere le imprese alleate).

---

<sup>91</sup> Si veda in proposito l'intervento di G. Murray al convegno *Capitale di rischio e sviluppo economico* tenutosi a Milano il 26 giugno 2001 e riportato nel Quaderno n°12 dell'AIFI.

Un caso particolare è costituito dall'avvio di progetti industriali rilevanti nell'ambito di *JV* o di consorzi che, a determinate condizioni, potrebbero essere finanziati con complesse ma spesso efficienti operazioni di *project financing*.

## Capitolo 3 – La maturità dell'impresa

*«Chi governa a caso si ritrova alla fine a caso; la dritta è esaminare ogni cosa etiam minima e non lasciarsi trasportare dal corso dell'acqua».* - Francesco Guicciardini

### 3.1 - Introduzione

Secondo una ricerca<sup>92</sup>, i motivi della minore crescita delle imprese italiane rispetto a quelle d'altri Paesi sarebbero riconducibili a ragioni di tipo strutturale ed alle peculiarità del modello d'impresa adottato. Relativamente al primo ordine di motivazioni, la ricerca evidenzia, in particolare, la maggior presenza relativa in settori tradizionali piuttosto che *high-tech*, il dominio delle imprese pubbliche nei settori pesanti ed il modello industriale fondato sui distretti. Il modello d'impresa tipicamente adottato in Italia, dal canto suo, agisce come fattore limitativo dell'espansione per effetto dell'abitudine a puntare su una crescita:

- autonoma;
- concentrata sul *core business* con sensibile ricorso all'*outsourcing*;
- finanziata mediante indebitamento;
- secondo modelli di sviluppo piramidale e forme di controllo blindate.

Ne consegue che gran parte delle PMI realizza un solo ciclo di crescita che, per vari motivi, raggiunge un limite superiore di fatturato nell'ordine di € 50-100 milioni.

L'immagine dell'economia italiana che ricaviamo da analisi empiriche condotte in tempi recenti ha come carattere distintivo quello di essere costituita in maniera preponderante da piccole e medie imprese. Ciononostante, le iniziative imprenditoriali in Italia mostrano un tasso di mortalità più basso di quelle dei Paesi comparabili. Le statistiche mostrano inoltre che la maggior parte delle aziende è a carattere familiare o ha avuto origine da iniziative create nell'ambito familiare.

Secondo alcuni commentatori tali evidenze statistiche porterebbero nel complesso a concludere che il modello dell'azienda familiare, nonostante i vincoli che impone alla crescita e allo sviluppo in alcuni settori *capital intensive*, è in grado di garantire il raggiungimento delle condizioni d'equilibrio economico che ne consentono la sopravvivenza.

In generale si può sostenere che la gestione della fase di maturità (settoriale o "imprenditoriale" che sia) sia un tema costante della nostra economia. Ci sentiamo però di affermare che, per effetto dell'accresciuta dinamica dei mercati e delle economie nazionali, esso presenti attualmente delle problematiche impensabili fino a

---

<sup>92</sup> Ricerca SDA Bocconi presentata dal Prof. C. Demattè nell'ambito del convegno dell'Associazione Italiana Imprese Familiari dal titolo *La crescita duratura delle aziende familiari: il ruolo dell'apertura del capitale* svoltosi a Milano il 1° dicembre 2001.

qualche anno fa. Non sempre si può fare affidamento su prassi o abitudini consolidate in quanto sembrano essere necessarie:

- una diversa mentalità che ponga la crescita come priorità, componendo di conseguenza l'organizzazione e la finanza;
- una distinzione tra proprietà e *management*, che includa l'attrazione e la gestione di competenze esterne alla proprietà;
- una precisa strategia di crescita;
- l'apertura del capitale ed il suo impiego per la crescita<sup>93</sup>.

Il mercato finanziario, del resto, è pronto ad assecondare le imprese che adottino tale approccio. Vi è, innanzi tutto, la crescente disponibilità di capitali alla ricerca di un impiego alternativo a quelli che tradizionalmente hanno assorbito gran parte delle risorse finanziarie nel nostro paese (i titoli del debito pubblico e l'accantonamento al fondo trattamento di fine rapporto), che ben si sposa all'atavica necessità di sostituzione del capitale di debito bancario con capitale di rischio che ha caratterizzato l'economia italiana del dopoguerra. Coniugando tale fenomeno con le evoluzioni del mercato europeo (moneta unica, tendenza all'armonizzazione delle norme...), ecco come agli imprenditori e *manager*, abituati a rivolgersi alla filiale della banca di fiducia per qualsiasi esigenza di reperimento delle risorse finanziarie, si presenti la possibilità di percorrere strade nuove che portano in direzione dei mercati del capitale anche internazionali. Dalla nuova e diversificata disponibilità di capitali consegue che all'azienda si apre l'accesso a possibilità strategiche fino ad ora poco esplorate.

Nelle prossime pagine cercheremo di tratteggiare le caratteristiche delle imprese in fase di maturità, nonché le azioni e gli aggiustamenti strategici che tipicamente sono richiesti per mantenere l'economicità in tale assetto competitivo. Nel discutere di tali azioni, daremo poi evidenza agli strumenti finanziari più idonei a supportarle.

### **3.2 - Le imprese mature: caratteristiche ed opzioni strategiche disponibili**

Le imprese che hanno superato con successo le fasi precedenti hanno sì raggiunto una situazione più stabile, meno influenzata dalle contingenze generali e più definita ma, per altri versi, si trovano ad operare in un ambiente che non è privo di minacce.

Per le imprese mature, ad esempio, è difficile mantenere i vantaggi competitivi ereditati dalle fasi precedenti o acquisirne di nuovi: le caratteristiche dei prodotti sono in gran parte note ai consumatori, le tecnologie di produzione sono diffuse, la rete distributiva è consolidata ed ha sviluppato una rilevante forza contrattuale. Ne consegue che non è agevole differenziare la propria offerta da quella dei concorrenti ed ottenere o mantenere vantaggi di costo.

Tra i concorrenti diretti ci possono poi essere società di dimensioni relative superiori che possono relegare la PMI matura nella scomoda posizione del *follower*. Il settore, inoltre, può ulteriormente affollarsi per effetto dell'abbassamento delle barriere

---

<sup>93</sup> L'apertura del capitale, con l'ingresso di soci istituzionali o il collocamento sul mercato finanziario, favorisce in particolare la crescita duratura e redditizia dell'impresa mediante la realizzazione d'operazioni di *M&A*, l'internazionalizzazione, la crescita strutturale di capitale investito ed organico, nonché il mantenimento di livelli accettabili d'indebitamento. Si veda in questo senso la citata ricerca SDA Bocconi ed anche quelle pubblicate a più riprese da AIFI ed EVCA.

all'entrata, fenomeno che potrebbe agevolare, ad esempio, l'integrazione verticale da parte dei distributori.

Il consolidamento dei processi e degli strumenti di produzione può, tra l'altro, consentire a produttori con sede in Paesi di recente industrializzazione o in via di sviluppo di diventare concorrenti temibili che, in alcuni casi, potrebbero altresì beneficiare di un rapporto valutario favorevole.

Le PMI italiane, tipicamente, aggiungono alle potenziali minacce dei contesti competitivi maturi<sup>94</sup> gli ulteriori fattori critici rappresentati dal modello di controllo adottato, dalla struttura finanziaria sbilanciata (verso il debito e verso strumenti a breve termine), dalle dimensioni inferiori rispetto ai concorrenti esteri.

Gli obiettivi strategici cui le imprese mature frequentemente mirano includono:

- la ricerca d'efficienze;
- il riposizionamento su segmenti o mercati specifici;
- la differenziazione mediante l'innovazione strategica.

Una **maggiore efficienza dei processi aziendali** dovrebbe consentire di mantenere adeguati margini operativi nel difficile contesto competitivo o, addirittura, di liberare risorse che sarà possibile impiegare in altre iniziative strategiche. Essa potrebbe essere conseguibile mediante:

- economie di scala (più probabili nel caso in cui l'impresa operi in un settore ad elevata intensità di capitale o caratterizzato da una leva operativa ridotta);
- accesso a fattori di produzione a basso costo (diminuzione del costo del lavoro mediante delocalizzazione, acquisizione di impianti usati o di società concorrenti in crisi, maggior sfruttamento della forza contrattuale rispetto ai fornitori...);
- attenta gestione dei costi generali ed amministrativi (organico, *layout*, organizzazione, *outsourcing*...);
- razionalizzazione degli investimenti in capitale fisso (eliminazione eccessi di capacità produttiva, adozione di tecniche di *capital budgeting*, controllo investimenti in *marketing* ed *R&S*...) e circolante (scrematura combinazioni prodotto/mercato);
- una tensione verso il modello organizzativo definito della "burocrazia meccanica"<sup>95</sup>.

L'impresa matura può acquisire un vantaggio competitivo **riposizionando** la propria offerta su mercati o segmenti particolarmente profittevoli o dinamici. Tra le azioni che si possono intraprendere in questa direzione si ricordano l'espansione geografica, l'aggiunta di linee di prodotto, la focalizzazione sulla domanda di sostituzione...

In un mercato maturo le differenziazioni di prodotto o di processo sono pressoché esaurite ma ci può essere ancora spazio per la cosiddetta differenziazione mediante

---

<sup>94</sup> Non sempre la maturità è rischiosa: gli studiosi, basandosi sull'evidenza empirica, hanno riscontrato l'esistenza di una particolare configurazione di mercato che rende gli operatori relativamente indifferenti all'avvenuta maturità del settore. Si tratta del cosiddetto "*franchise*" che ha come prerequisito la contemporanea presenza di un bene che è indispensabile (o, in ogni caso, ambito dai consumatori), della percezione da parte dei consumatori di un'assenza di beni sostitutivi nonché, da ultimo, della mancanza di regolamentazioni di prezzo. Si veda tra gli altri R. M. Grant, *op.cit.*, pag. 365.

<sup>95</sup> H. Mintzberg, *La progettazione dell'organizzazione aziendale*, Il Mulino, Bologna 1985, capitolo 9.

**innovazione strategica:** in sintesi si tratta di effettuare un'analisi comparata della catena del valore al fine di riconfigurarla secondo nuovi sistemi di produzione e distribuzione, abbandonando le "ricette del settore", vale a dire quelle credenze consolidate tra gli operatori<sup>96</sup>.

Nel caso delle imprese italiane, è poi frequente che il soggetto economico si debba preoccupare di fronteggiare i rischi di "**deriva generazionale**" e, nel caso in cui la sua impresa non riesca a competere con efficacia o si avvii verso il declino, di valutare l'opportunità di **realizzare il valore dell'azienda**. Un'insufficiente sensibilità verso tali questioni ha costretto alcune imprese mature a confrontarsi con l'ulteriore, difficile sfida costituita dalla sopravvivenza in situazioni patologiche<sup>97</sup>.

In vista dell'implementazione delle strategie appena accennate, le imprese mature possono peraltro fare leva su alcune peculiarità che consentono loro di ottimizzare l'assetto finanziario.

Innanzitutto, l'impresa ha la possibilità di dimostrare mediante i rendiconti storici la propria capacità sistematica di fare fronte al servizio del debito: la società matura è in grado di presentare al mondo finanziario quello che gli anglosassoni definiscono un "*proven track record*". La società può quindi essere più agevolmente affidata sulla base di un *business plan* e a prescindere da garanzie reali, facendo perno soprattutto sulla sua storia e reputazione<sup>98</sup>.

È inoltre presumibile che l'azienda matura possieda dei beni da costituire a garanzia dell'affidamento, cosa meno probabile in fase d'espansione e sicuramente improbabile durante lo *start-up*.

Un'altra caratteristica che depone a favore dell'azienda matura è la maggiore prevedibilità dei flussi finanziari futuri che deriva dalla disponibilità di dati storici ai quali sia possibile far riferimento per valutare il piano aziendale<sup>99</sup>.

Il ridotto rischio operativo che caratterizza generalmente la fase di maturità e le esigenze finanziarie relativamente più *standard* consentono l'impiego di prodotti più semplici, "*off-the-shelf*" e, pertanto, meno costosi di quelli studiati *ad hoc* per soddisfare le esigenze d'attività in *start-up* o in sviluppo.

Non possiamo non accennare al ruolo che gli operatori istituzionali di *private equity* possono rivestire nell'agevolare l'adattamento della struttura finanziaria, operativa ed organizzativa alle esigenze del nuovo assetto competitivo. Sul mercato italiano si possono, infatti, trovare investitori istituzionali che forniscano *replacement capital* ai fini di consolidare la maggioranza o sostituire temporaneamente uno o più soci per poi traghettare la società verso la quotazione o un assetto proprietario nuovamente stabile. Numerosi investitori istituzionali sono poi disponibili a fornire *buy-out*

---

<sup>96</sup> D. C. Spender, *Industry recipes: the nature and sources of managerial judgement*, Blackwell, Oxford 1989.

<sup>97</sup> Si veda il capitolo 5.

<sup>98</sup> Il *proven track record* può anche essere formalizzato richiedendo un *rating*, passo necessario per accedere a determinati strumenti di debito quali gli *high yield bond*.

<sup>99</sup> Si vedano i già richiamati articoli di G. Gagliardi e di G. Tinuper pubblicati su *Amministrazione&Finanza*.

*financing*, intervenendo a supporto delle acquisizioni (scelta strategica utilizzata di frequente per rinforzare la quota in un mercato tendenzialmente maturo).

### 3.3 - Efficienza e razionalizzazione della finanza

In termini generali, l'incremento del valore delle aziende mature passa attraverso il perseguimento dell'efficienza in tutte le attività della catena del valore, ivi inclusa la gestione finanziaria. Le azioni concrete possono riguardare la ristrutturazione delle fonti, la razionalizzazione degli impieghi e la riorganizzazione societaria. Esaminiamole in maggiore dettaglio.

**La ristrutturazione del passivo** riguarda le modalità con le quali viene finanziato l'attivo e ha come obiettivo la minimizzazione del costo della provvista, la coerenza dei flussi e del profilo di rischio con la (ormai consueta) attività aziendale, nonché il mantenimento di un grado di flessibilità adeguato rispetto alle strategie in via d'implementazione. Le modalità per conseguire tali risultati passano attraverso il riscadenziamento del debito (l'impresa matura ha tipicamente la necessità di sostituire linee di credito a breve con finanziamenti a medio/lungo termine) e la negoziazione delle condizioni degli affidamenti facendo leva su una forza negoziale, un *track record* ed una disponibilità di *asset* da costituire in garanzia di cui, con ogni probabilità, non disponeva nelle fasi iniziali del ciclo di vita. Il tesoriere ha inoltre la possibilità d'abbandonare almeno in parte le linee di credito tradizionali per adottarne di più raffinate e strutturate che meglio rispondano alle esigenze aziendali. Un altro aspetto ricorrente nella progettazione della finanza delle aziende mature riguarda la predisposizione di linee di credito per il finanziamento del circolante che tengano conto di fenomeni contingenti quali la stagionalità o la congiuntura economica (fidi di campagna, linee *stand-by...*), nonché di strumenti costruiti appositamente per il finanziamento degli investimenti.

La disponibilità di una funzione di tesoreria dedicata e di un giro d'affari probabilmente più ampio che in passato può rendere agevole il ricorso a strumenti derivati (su tassi, cambi e talora persino *commodity*) volti a consentire la gestione dei rischi operativi e finanziari (si noti che abusi speculativi in tale area sono purtroppo una causa frequente delle crisi d'impresa).

In fase di riorganizzazione, inoltre, può essere opportuno ripensare il livello di leva finanziaria più appropriato per massimizzare il valore per l'azionista. Quando l'azienda non è più in grado di offrire opportunità d'investimento interne sufficientemente allettanti, gli azionisti potrebbero ad esempio ridurre il loro investimento per cercare utilizzi alternativi più remunerativi. A tal proposito, l'impresa può adottare tecniche quali la distribuzione di riserve o dividendi ed il rimborso dei finanziamenti soci che hanno l'effetto di aumentare la leva finanziaria.

Si noti che la riorganizzazione del passivo delle imprese mature può, in altre non rare fattispecie, richiedere il reperimento d'ulteriore capitale di rischio. Il riequilibrio della leva in senso conservativo può ad esempio realizzarsi mediante la conversione di finanziamenti soci, l'ingresso d'investitori istituzionali o la quotazione in Borsa.

In fase di maturità è spesso necessario mettere ordine nelle attività dell'impresa (che, tra l'altro, potrebbe aver ormai assunto la forma di un gruppo), stratificatesi nel periodo caotico della crescita come risultato di reazioni ad esigenze ed opportunità

specifiche, ma non sempre coerenti con un piano strategico d'ampio respiro. È quindi necessaria una **rifocalizzazione sul core business** che potrebbe implicare anche dei disinvestimenti mirati a liberare risorse da impiegare per perseguire le nuove priorità strategiche o per rimborsare ai soci parte del loro investimento<sup>100</sup>. In questo ambito, lo spettro di possibili iniziative è ampio.

Vi è innanzi tutto la **cessione** a titolo definitivo (secondo forme diverse tra le quali l'*asset backed lending*) o temporaneo (*lease-back*) di beni singoli o raggruppati. La cessione definitiva riguarda varie categorie di beni (impianti, immobili, brevetti, licenze, marchi, crediti...) aventi come caratteristica comune la scarsa utilità per le presenti o future esigenze aziendali, i cosiddetti *surplus asset*<sup>101</sup>, mentre la cessione temporanea riguarda per lo più beni d'importo rilevante la cui utilità futura per l'impresa cedente non è messa in discussione.

Un secondo ordine d'iniziativa di rifocalizzazione riguarda la **ridefinizione del perimetro** del gruppo o, più in generale, della catena del valore dell'impresa al fine di identificare le attività in esubero e quelle che, potendo essere realizzate da terzi in modo più efficiente ed efficace, siano esternalizzabili.

In merito alle attività in esubero, si rileva che nelle imprese mature è comune la presenza di progetti imprenditoriali che non sono più compatibili con l'assetto strategico o che sarebbero maggiormente valorizzati da un nuovo imprenditore. La trattazione dei criteri da impiegare per definire l'opportunità di dismettere un *business* e le tecniche per realizzare tale eventuale cessione esulano dal presente lavoro<sup>102</sup>, ma ci preme sottolineare l'importanza che tale tipologia d'operazione riveste nell'ambito del mercato dell'*M&A*<sup>103</sup>.

Qualora un'attività debba ancora fare parte della catena del valore dell'impresa ma non risulti strategica rispetto alla formula imprenditoriale prescelta (tra i casi tipici si ricordano i centri copia, la flotta aziendale, il *facility management*, la piattaforma *IT...*), essa potrebbe essere esternalizzata<sup>104</sup>. In genere, gli *asset* dedicati vengono separati dal resto dell'azienda e trasferiti in veicoli societari idonei a gestire la collaborazione tra il cedente, che a questo punto diventa cliente della nuova attività, e la nuova compagine societaria<sup>105</sup>. Rileviamo che abitualmente a questa impresa "satellite" è attribuita la missione di rivolgere i propri servizi anche a terzi con

<sup>100</sup> Magari perché le opportunità d'investimento di cui l'azienda dispone presentano rendimenti inferiori rispetto al costo del capitale.

<sup>101</sup> Nel nostro Paese tale categoria include talvolta beni che, pur essendo destinati al consumo esclusivo da parte dell'imprenditore, sono stati acquistati dall'impresa.

<sup>102</sup> A titolo d'esempio si rileva che, qualora l'intenzione fosse quella di rimborsare agli azionisti parte delle risorse investite, una delle possibilità consiste nella scissione dell'attività "esuberante" e nella successiva vendita o quotazione dell'entità scissa. Si veda PricewaterhouseCoopers, *op.cit.*, pagg. 66-79.

<sup>103</sup> Si noti che le attività di *downsizing* e *refocusing* sono oggi tra le più comuni occasioni per la nascita d'impresa imperniate sulle attività cedute dai gruppi in corso di ristrutturazione.

<sup>104</sup> I requisiti affinché un'attività possa essere esternalizzabile sono numerosi. Dal punto di vista dell'impresa cedente si ricorda l'esigenza della continuità (in termini quali-quantitativi) del servizio con, possibilmente, una maggiore economicità. D'altra parte per trovare un soggetto disposto a divenire imprenditore di tale attività è necessario che egli v'intraveda un potenziale di profitto. Si noti, tra l'altro, che il disinvestimento può anche avere come controparte acquirente il *management* dell'unità oggetto di disinvestimento, in genere con il supporto di un investitore istituzionale.

<sup>105</sup> Non è raro che in queste situazioni il cedente mantenga una quota di minoranza della neonata società per assicurarsi un minimo di controllo sulla gestione.

l'obiettivo di realizzare quelle economie di scala che il cedente non avrebbe potuto ottenere autonomamente. Non è poi infrequente che l'acquirente sia un operatore del mercato nel quale l'attività si andrà a collocare: in tale occasione è possibile che il rapporto tra cedente e cessionario assuma il carattere di un'alleanza d'ampio respiro.

La cessione *tout court* di rami d'azienda o anche d'entità giuridicamente separate nell'ambito di strategie di *refocusing* o *downsizing* potrebbe dare origine ad un'impresa impossibilitata ad operare autonomamente in quanto priva di alcune delle funzioni che erano assicurate dal soggetto cedente. In tali situazioni, definite di "**carve-out**", è fondamentale valutare prematuramente la struttura organizzativa, le funzioni ed i sistemi di cui è dotato il ramo d'azienda scorporato per individuare le aree da integrare in modo da far sì che l'entità risultante sia in grado di funzionare in modo autonomo. Una delle attività chiave per il successo delle operazioni di *carve-out* e di quelle di scissione consiste nel dotare la nuova entità di una propria struttura finanziaria. In genere, difatti, la divisione o la funzione prima di essere scorporata è finanziata da una struttura finanziaria non specifica, attingendo da risorse finanziarie indivise e, conseguentemente, l'esigenza di farne un'entità autosufficiente comporta anche la costruzione di un passivo patrimoniale per tale entità. Se la società scorporata dovesse rimanere a gravitare nell'ambito del soggetto cedente, quest'ultimo potrebbe mettere a disposizione un *bridge loan* fino a quando la nuova impresa non fosse in grado di reperire fondi autonomamente. In alternativa, il ramo d'azienda potrebbe essere venduto *debt free* lasciando all'acquirente il compito di decidere come strutturare il passivo (magari tenendo conto d'eventuali futuri investimenti o integrazioni in altre realtà aziendali).

L'alienazione d'elementi della catena del valore aziendale può anche dare luogo ad un'**alleanza** con un soggetto terzo il quale possa a sua volta trarre benefici dalle economie di scala derivanti dalla esternalizzazione e dalla condivisione con altre aziende dei servizi di supporto (nei settori maturi tale accordo può agevolmente realizzarsi anche tra imprese concorrenti che mirano, con un intento collusivo, ad anticipare il ridimensionamento della capacità produttiva tipico delle fasi di declino). La costituzione di una *JV* attraverso un veicolo costituito *ad hoc* in genere comporta la necessità di integrare le due realtà apportate al fine di razionalizzarne la struttura in modo da ottenere quelle sinergie che rappresentano la ragione principale dell'accordo. Ciò comporta anche la necessità di dover ripensare la struttura finanziaria della nuova entità sia perché è possibile che i rami d'azienda non avessero dei finanziamenti specifici sia perché l'*asset* risultante dall'unione dei rami può avere delle caratteristiche differenti rispetto a quelle dei due *business* originali. In quest'ottica, una corretta strutturazione del debito può contribuire in maniera decisiva al raggiungimento dell'obiettivo strategico principe della *JV* che è quello di operare massimizzando l'efficienza per le parti originatrici dell'accordo.

Dal punto di vista degli **strumenti** da utilizzare, oltre a quanto accennato a proposito dei *carve-out*, vanno considerate le particolarità che contraddistinguono le *JV*:

- la dipendenza dal punto di vista operativo e finanziario dalle controllanti richiede il coinvolgimento di queste nella negoziazione del finanziamento;
- il fatto che, in genere, le attività della *JV* siano prive di una storia fa sì che le simulazioni dei flussi di cassa futuri necessitino di stime e d'assunzioni più "forti" rispetto alle situazioni già assestate (sotto quest'aspetto, le problematiche di

strutturazione del debito si avvicinano a quelle già trattate per le operazioni di *carve-out*);

- la durata definita dell'attività delle *JV* condiziona l'orizzonte temporale richiesto allo strumento.

Si ritiene quindi che la struttura del passivo delle *JV* debba essere progettata di volta in volta anche impiegando strumenti studiati *ad hoc* che peraltro saranno di solito messi a disposizione della nuova entità da parte delle imprese alleate.

Quanto alla **riorganizzazione societaria**, ci limitiamo a rilevare che la ricerca di efficienza può investire anche la catena di controllo dell'impresa matura con l'obiettivo di semplificarla, razionalizzarla o, al contrario, ottimizzarla dal punto di vista della pianificazione fiscale o strategica. Rimandiamo per approfondimenti in materia a testi specialistici aggiornati alla luce delle evoluzioni normative civilistiche e fiscali.

### 3.4 - Riposizionamento e innovazione strategica

In questa sezione tratteremo delle azioni strategiche connotate da una spiccata interazione con l'esterno e dall'obiettivo di ridefinire l'arena competitiva nella quale l'azienda opera.

L'**acquisizione d'impresa**, o *buy-out* (tema già affrontato nel capitolo precedente), può essere la strada più rapida ed efficace per conseguire il riposizionamento strategico che in alcune circostanze lo *status* di maturità richiede. Quest'operazione di finanza straordinaria è praticata anche per perseguire in tempi rapidi, anche se non senza rischi, obiettivi di riconfigurazione innovativa della catena del valore.

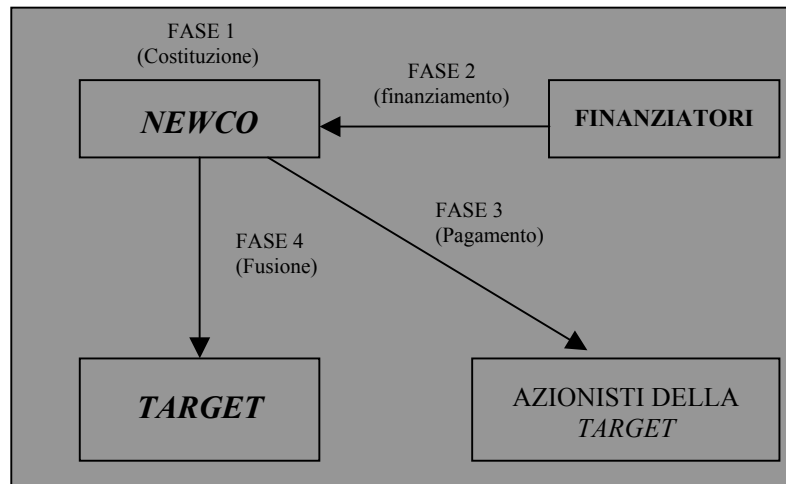
In tali fattispecie non è infrequente che il *target* dell'acquisizione sia a propria volta un'impresa consolidata operante magari in un mercato maturo. Come confermato da un recente studio dell'A.I.F.I.<sup>106</sup>, se le suddette caratteristiche si sostanziano in una sufficiente capacità di generazione di cassa e in una struttura patrimoniale e reddituale abbastanza prevedibile, l'acquisizione può avere la forma del *LBO*, un'operazione che viene definita dalla dottrina come «un'acquisizione di impresa che lascia l'azienda acquisita con un rapporto di indebitamento più elevato di quanto non fosse prima dell'acquisto»<sup>107</sup>. Quest'approccio, se viene declinato secondo la tecnica del *cash merger*, assume la configurazione esemplificata nella tavola 3.1.

---

<sup>106</sup> AIFI, *L'impatto Economico delle Operazioni di Buy-Out*, edizione fuori commercio, Milano 2001.

<sup>107</sup> Cfr. S.C. Diamond, *Leveraged Buyout*, Dow Jones Irwin, Homewood 1985.

Tav. 3.1: schema di un *buy-out* realizzato con la tecnica del *cash merger*



Nella prima fase, la società acquirente, convenzionalmente denominata *Newco*, è costituita dai promotori dell'operazione. In seguito, nella fase 2, la *Newco* viene opportunamente capitalizzata al fine d'acquisire le azioni dell'impresa *target*. A questo punto la *Newco* è in grado di completare l'acquisizione e di pagare il corrispettivo pattuito agli azionisti della *target* (Fase 3). Il processo si conclude con il consolidamento del *target*, posseduto al 100%, nella *Newco*.

Il finanziamento previsto nella fase 2 comporta, a parità di altre condizioni, un incremento della leva finanziaria dell'entità risultante dalla fusione rispetto a quella che caratterizzava originariamente il *target*. Ritorniamo sulla strutturazione del passivo della *Newco* al termine della sezione. Nel frattempo vorremmo illustrare con un esempio come, in determinate condizioni, un *LBO* possa incrementare il valore dell'investimento per gli azionisti acquirenti.

La nostra ipotetica acquisizione potrebbe, in prima battuta, essere strutturata con una leva finanziaria (rapporto Indebitamento/Patrimonio Netto) di 0,7.

Sulla base dei flussi di cassa futuri il valore economico dei mezzi propri del *target*, valutato con il metodo del *Discounted Cash Flow*<sup>108</sup>, sarebbe in questo caso inferiore ad € 0,8 miliardi.

<sup>108</sup> Una spiegazione approfondita di tale tecnica è fornita nel testo di T. Copeland, T. Koller e J. Murrin, *Il valore dell'impresa*, Il Sole 24Ore, Milano 1991.

**Tav. 3.2: esempio d'acquisizione realizzata con limitato ricorso all'indebitamento**

<b>Stato Patrimoniale</b>						
<b>Milioni di Euro</b>	<b>n</b>	<b>n+1</b>	<b>n+2</b>	<b>n+3</b>	<b>n+4</b>	<b>n+5</b>
Immobilizzazioni	100	107	130	128	128	144
CCN	175	188	193	198	208	214
TFR e fondi	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)
PFN netta	(96)	(9)	83	194	313	419
<b>Patrimonio netto</b>	<b>139</b>	<b>246</b>	<b>366</b>	<b>480</b>	<b>609</b>	<b>737</b>

<b>Conto Economico</b>						
<b>Milioni di Euro</b>	<b>n</b>	<b>n+1</b>	<b>n+2</b>	<b>n+3</b>	<b>n+4</b>	<b>n+5</b>
<b>Fatturato</b>	<b>1.250</b>	<b>1.338</b>	<b>1.404</b>	<b>1.432</b>	<b>1.480</b>	<b>1.500</b>
Costo del venduto	(913)	(963)	(1.011)	(1.046)	(1.066)	(1.080)
<b>Margine operativo</b>	<b>338</b>	<b>375</b>	<b>393</b>	<b>387</b>	<b>414</b>	<b>420</b>
Costi di struttura	(165)	(174)	(176)	(180)	(183)	(190)
Ammortamenti	(11)	(13)	(17)	(18)	(20)	(24)
<b>Reddito operativo</b>	<b>162</b>	<b>188</b>	<b>200</b>	<b>189</b>	<b>211</b>	<b>206</b>
Interessi passivi	(8)	(9)	(1)	2	4	6
Imposte	(62)	(71)	(80)	(76)	(86)	(85)
<b>Reddito netto</b>	<b>92</b>	<b>107</b>	<b>120</b>	<b>114</b>	<b>129</b>	<b>127</b>

<b>Cash Flow</b>					
<b>Milioni di Euro</b>	<b>n+1</b>	<b>n+2</b>	<b>n+3</b>	<b>n+4</b>	<b>n+5</b>
<b>Reddito operativo</b>	<b>188</b>	<b>200</b>	<b>189</b>	<b>211</b>	<b>206</b>
Ammortamenti	13	17	18	20	24
Variazione CCN	(13)	(5)	(5)	(10)	(6)
Capex	(20)	(40)	(16)	(20)	(40)
Imposte	(71)	(80)	(76)	(86)	(85)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>97</b>	<b>92</b>	<b>110</b>	<b>115</b>	<b>99</b>
Tax shield interessi	(3)	(0)	-	2	3
<b>Free Cash Flow rettificato</b>	<b>94</b>	<b>92</b>	<b>110</b>	<b>117</b>	<b>102</b>
Val. att. del Free Cash Flow rett.	82	70	72	67	51
Valore residuo					1.067
Tot val. att. del Free Cash Flow, anni 1-5	341				
Valore residuo attualizzato	530				
<b>Enterprise value</b>	<b>871</b>				
Indebitamento	(96)				
<b>Valore dell'equity</b>	<b>775</b>				

<b>Assunzioni:</b>
1) $Leverage = 0,7$
2) Imposte 40%
3) $WACC^{109} = 15\%$
4) $g^{110} = 5\%$

Se l'acquisizione assumesse la forma del *LBO* e la leva fosse incrementata dotando la *Newco* di un indebitamento di € 246 milioni, il valore della *Newco* salirebbe da 0,8 a € un milione (con un incremento del 30%).

<sup>109</sup> Per approfondimenti sul calcolo del *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* si rimanda il lettore all'articolo di A. Gasperini e G. Rana *WACC: una misura finanziaria per la creazione del valore*; Amministrazione & Finanza n. 23/1999. Nell'esempio illustrato si è ipotizzato un *WACC* inferiore per l'operazione di *LBO*, al fine di riflettere il probabile effetto della diluizione del peso dei più onerosi mezzi propri.

<sup>110</sup> Tasso di crescita del *Free Cash Flow* atteso.

**Tav. 3.3: possibili incrementi di valore ottenibili sfruttando l'effetto leva**

Stato Patrimoniale						
Milioni di Euro	n	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5
Immobilizzazioni	161	156	173	165	159	169
CCN	175	188	193	198	208	214
TFR e fondi	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)
PFN netta	<u>(246)</u>	<u>(151)</u>	<u>(63)</u>	<u>49</u>	<u>169</u>	<u>275</u>
<b>Patrimonio netto</b>	<b><u>50</u></b>	<b><u>154</u></b>	<b><u>263</u></b>	<b><u>372</u></b>	<b><u>496</u></b>	<b><u>618</u></b>

Conto Economico						
Milioni di Euro	n	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5
<b>Fatturato</b>	<b>1.250</b>	<b>1.338</b>	<b>1.404</b>	<b>1.432</b>	<b>1.480</b>	<b>1.500</b>
Costo del venduto	<u>(913)</u>	<u>(963)</u>	<u>(1.011)</u>	<u>(1.046)</u>	<u>(1.066)</u>	<u>(1.080)</u>
<b>Margine operativo</b>	<b>338</b>	<b>375</b>	<b>393</b>	<b>387</b>	<b>414</b>	<b>420</b>
Costi di struttura	(165)	(174)	(176)	(180)	(183)	(190)
Ammortamenti	<u>(11)</u>	<u>(19)</u>	<u>(23)</u>	<u>(24)</u>	<u>(26)</u>	<u>(30)</u>
<b>Reddito operativo</b>	<b>162</b>	<b>182</b>	<b>194</b>	<b>183</b>	<b>205</b>	<b>200</b>
Interessi passivi	(20)	(9)	(12)	(1)	1	3
Imposte	<u>(57)</u>	<u>(69)</u>	<u>(73)</u>	<u>(73)</u>	<u>(83)</u>	<u>(81)</u>
<b>Reddito netto</b>	<b><u>85</u></b>	<b><u>104</u></b>	<b><u>109</u></b>	<b><u>109</u></b>	<b><u>124</u></b>	<b><u>122</u></b>

Cash flow					
Milioni di Euro	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5
<b>Reddito operativo</b>	<b>182</b>	<b>194</b>	<b>183</b>	<b>205</b>	<b>200</b>
Ammortamenti	19	23	24	26	30
Variazione CCN	(13)	(5)	(5)	(10)	(6)
Capex	(20)	(40)	(16)	(20)	(40)
Imposte	<u>(69)</u>	<u>(73)</u>	<u>(73)</u>	<u>(83)</u>	<u>(81)</u>
<b>Free Cash Flow</b>	<b>99</b>	<b>99</b>	<b>113</b>	<b>118</b>	<b>103</b>
Tax shield interessi	<u>(4)</u>	<u>(5)</u>	<u>(1)</u>	<u>0</u>	<u>1</u>
<b>Free Cash Flow rettificato</b>	<b><u>95</u></b>	<b><u>94</u></b>	<b><u>112</u></b>	<b><u>118</u></b>	<b><u>104</u></b>
Val. att. del Free Cash Flow rett.	85	75	80	75	59
Valore residuo					1.560

Valore attuale del Free Cash Flow, anni 1-5	374
Valore residuo attualizzato	<u>885</u>
<b>Enterprise value</b>	<b>1.259</b>
Indebitamento	<u>(246)</u>
<b>Valore dell'equity</b>	<b><u>1.013</u></b>

**Assunzioni:**

- 1) *Leverage* = 4,9
- 2) Imposte 40%
- 3) *WACC* = 12%
- 4) *g* = 5%

L'effetto positivo sul valore del capitale di rischio risultante dell'incremento della leva finanziaria illustrato nell'esempio è ottenibile a patto che il *ROI* dell'impresa *target* non sia e non scenda sotto al costo del capitale<sup>111</sup>. In altri termini, tanto meno l'azienda è soggetta a rischi operativi, tanto più si potranno sopportare dei rischi

<sup>111</sup> Si veda quanto detto nel capitolo 1.

finanziari. L'importanza di una struttura economico-finanziaria equilibrata e prevedibile che permetta un utilizzo dell'effetto leva in relativa sicurezza spiega come la maggior parte delle operazioni di *buy-out* abbia come *target* imprese mature.

La dimensione ottimale della leva è quella che massimizza il ritorno sul capitale investito ed è funzione dell'indebitamento *post-operazione*, dei flussi di cassa operativi futuri e delle aspettative relative a costo del denaro ed aliquote fiscali. Non si può inoltre prescindere da considerazioni sull'equilibrio economico al fine di evitare gli obblighi di ricapitalizzazione per il ripianamento delle perdite. Una già richiamata ricerca mostra come il rapporto debito/*equity* medio risultante da un campione di *buy-out* conclusi in Italia oscilli tra 1,7 e 2,2<sup>112</sup>.

Gli strumenti sviluppati dagli intermediari finanziari e dagli *advisor* per finanziare gli esborsi per l'acquisizione ed i fabbisogni successivi (investimenti in capitale fisso e in circolante) sono trattati diffusamente nel seguito di questo libro: in questa sede ci limitiamo ad evidenziare che le caratteristiche dello strumento o del *mix* di strumenti prescelti dovranno essere dosate accuratamente in termini di modalità e flessibilità di rimborso, costo, valuta, garanzie e *covenant* richiesti al fine di minimizzare i vincoli alla gestione ordinaria e di assecondare le peculiarità del *business* acquistato.

Non sempre le imprese mature si rivolgono verso *target* appartenenti alla medesima fase del ciclo di vita. Tra gli investimenti oggetto della presente sezione rientrano, infatti, le operazioni che rispondono alla necessità di **diversificare** l'attività storica al fine di ridurre il rischio operativo o a quella di trovare impieghi alternativi più remunerativi alle risorse finanziarie generate da *business* maturi. Sono talora da ricondurre in tale ambito anche le transazioni motivate da ragioni fiscali (ad esempio quelle imperniate sulla possibilità di recuperare con profitti derivanti dalla realizzazione di sinergie le perdite pregresse della *target*<sup>113</sup>.) Per finanziare operazioni mirate a diversificare in ASA non correlate a quelle attualmente servite oppure transazioni mirate a sfruttare opportunità temporanee è poco probabile che sia adottata la tecnica del *LBO*: in tali casi risultano di solito più idonee strutture di *project financing*, acquisizioni caratterizzate da rapporti d'indebitamento meno aggressivi ed operazioni di *corporate venturing* realizzate insieme con investitori istituzionali.

Un'alternativa al *buy-out* per conseguire una crescita non generata internamente all'azienda è quella che Sicca<sup>114</sup> definisce la “**collaborazione tra imprese**”. Questa soluzione strategica è già stata presentata trattando della fase d'espansione. Durante la maturità, gli accordi hanno una maggiore connotazione di ricerca dell'efficienza e di creazione di cartelli di settore, mentre è meno marcato l'intento d'unire forze e competenze in vista di penetrare nuove dimensioni competitive e dare origine a nuovi *business model*.

### 3.5 - Successione imprenditoriale o disinvestimento totale?

---

<sup>112</sup> AIFI, *L'impatto Economico delle Operazioni di Buy-Out*, *op.cit.*

<sup>113</sup> Per approfondimenti sugli obiettivi e sulle modalità di realizzazione delle operazioni di *M&A* si rinvia al capitolo precedente.

<sup>114</sup> L. Sicca, *op.cit.*

Le opzioni strategiche a disposizione di un'impresa matura sono di frequente condizionate, in senso espansivo o riduttivo, dal profilo anagrafico, familiare e motivazionale dell'imprenditore. La presenza di un soggetto economico definito (per quanto non sempre unipersonale ma che talvolta incorpora spesso anche le funzioni che in altri contesti sono affidate a *manager* professionisti) rende d'estrema attualità il tema della successione imprenditoriale, ben più di quanto lo sia in Paesi dove maggiore è la diffusione del modello della *public company manageriale*. Il problema della successione è esacerbato dalla scarsa propensione mostrata dagli imprenditori nazionali nel definire in anticipo la loro uscita dall'azienda ed a formalizzare le modalità di passaggio del ruolo proprietario e imprenditoriale alla generazione successiva<sup>115</sup>. Essi inoltre possiedono una conoscenza vaga delle implicazioni fiscali della successione<sup>116</sup>. Da parte nostra riteniamo opportuno accennare a quest'argomento, descrivendo le peculiarità del fenomeno e le soluzioni comunemente adottate, in quanto la sua soluzione occupa una larga parte del pensiero strategico delle imprese e dei loro consulenti.

Vari elementi, sia endogeni sia esogeni, influenzano la buona riuscita del passaggio generazionale. La struttura organizzativa riveste l'importanza maggiore: un proprietario non troppo accentratore e che favorisca la delega delle mansioni, agevola l'entrata del successore. D'altra parte le caratteristiche del settore in cui l'impresa opera non sono secondarie: un settore caratterizzato da una forte competizione e dinamicità rende più critico il passaggio delle consegne, in quanto sono maggiori le responsabilità che graveranno sugli eredi<sup>117</sup>.

Considerando le possibili situazioni di ricambio generazionale e le varie condizioni del rapporto famiglia/proprietà/direzione, s'individuano quattro tipologie di successione come illustrato nella tavola 3.4<sup>118</sup>.

**Tav. 3.4: tipologie di successione imprenditoriale**

		MAGGIORANZA DEL CAPITALE	
		FAMIGLIA	ESTERNA
EREDI CAPACI	PRESENTI	<b><i>Successione completa</i></b>	<b><i>Successione imprenditoriale</i></b>
	ASSENTI	<b><i>Successione della proprietà</i></b>	<b><i>Successione esterna</i></b>

<sup>115</sup> 3i e Il Sole 24 Ore hanno pubblicato un'interessante ricerca dell'ISPO (Università LUISS di Roma) dalla quale emerge che più della metà degli imprenditori intervistati non si dichiara preoccupato del passaggio generazionale, benché dalla medesima ricerca risulti come il 28% degli intervistati non sappia quando sarà il momento per il "passaggio delle consegne" (3i e Il Sole 24 Ore, *Le imprese familiari alla svolta del passaggio generazionale*, edito da 3i, Milano 2001).

<sup>116</sup> Peraltro il legislatore fiscale ha di recente rivisto la relativa normativa, cui si fa rinvio per dettagli ed aggiornamenti.

<sup>117</sup> Una lucida rappresentazione dei problemi che caratterizzano molte imprese familiari italiane è fornita nel film del 1999 *I panni sporchi* realizzato per la regia di M. Monicelli.

<sup>118</sup> La matrice è tratta da AA.VV., *La successione in azienda*, Amministrazione e finanza Oro n° 3/2001, IPSOA Milano; pag.30.

## □ Successione completa

Con la successione completa, l'impresa rimane di proprietà della famiglia, così come la sua gestione, in quanto sono presenti eredi capaci ed intenzionati ad intraprendere il ruolo d'imprenditore.

Tale successione si gioca innanzi tutto nel rapporto padre-figlio: l'esperienza del "vecchio" imprenditore può trovare proprio nelle competenze professionali e *manageriali* del giovane erede il suo pieno compimento. Tuttavia, questa è la situazione più semplice: in realtà, la fase di transizione vede spesso coinvolti più eredi in competizione e soci familiari poco interessati, ma con ampio diritto di voto<sup>119</sup>.

Nel caso vi siano più eredi, la successione potrebbe dimostrarsi difficile da gestire, in quanto si presenterebbe, oltre al problema della ricerca del successore, quello della tendenziale frammentazione della proprietà e dei diritti e poteri che ne conseguono<sup>120</sup>. Al problema della frammentazione proprietaria si aggiunge quello della differenziazione dei ruoli, in altre parole il diverso valore della quota di ciascun familiare.

Una soluzione per le imprese di medie dimensioni è la costituzione di una *holding* di famiglia, una società che abbia come scopo la gestione della proprietà delle imprese operative di famiglia. La *holding* è una struttura distinta dall'impresa operativa: in essa si concentrano i membri della famiglia poco interessati a svolgere un ruolo operativo nella stessa (i cosiddetti soci passivi) e, in tal modo, avviene la separazione tra i familiari che avranno il ruolo di soci-finanziari e quelli che invece svolgeranno un ruolo operativo all'interno delle imprese operative partecipate dalla *holding*. La creazione di una struttura societaria indipendente può consentire ad ogni singolo *business* di proseguire nella propria attività operativa con relativa tranquillità, non essendo direttamente coinvolto in eventuali conflitti riguardanti l'assetto proprietario. Durante il processo di transizione, i contrasti potranno limitarsi alla gestione delle quote dei familiari nella *holding* e le ricadute sull'attività operativa saranno minime.

L'impiego di una *holding* può perciò consentire di "isolare" i familiari non interessati all'attività imprenditoriale, ma è altresì possibile intervenire con un'operazione più radicale, mirata a fare uscire definitivamente costoro dall'impresa acquistando le loro quote. La tecnica in parola può svilupparsi come segue:

- i familiari "attivi" costituiscono una società (con un ridotto o nullo coinvolgimento d'investitori istituzionali);
- un finanziatore può fornire sotto forma di capitale di debito una frazione più o meno rilevante dell'importo che la *Newco* deve pagare ai familiari venditori; la garanzia della facilitazione è spesso costituita dal pegno sulle quote di capitale del *target* e, se il rischio di credito viene ritenuto elevato, da garanzie reali costituite dall'imprenditore cedente;

---

<sup>119</sup> Si noti come la già richiamata ricerca (3i e Il Sole 24 ore, *op.cit.*) indica che i fattori considerati con maggiore attenzione dagli imprenditori a proposito della successione sono la necessità di garantire una guida competente ed unita all'impresa, nonché quella di evitare conflitti familiari. Tale approccio è confermato dalle risposte in merito alle preoccupazioni prevalenti nella fase di successione: esse, infatti, si concentrano sulla scelta dei familiari da responsabilizzare e su altri elementi di matrice psicologica, relegando gli aspetti finanziari, legali o fiscali ad un ruolo subordinato.

<sup>120</sup> Il diritto successorio, con le quote di "legittima" che prevede, crea sovente situazioni in cui la proprietà di una società si frammenta tra più eredi.

- la *Newco* acquista la società operativa pagando il prezzo concordato (la valutazione dell'impresa familiare viene talora affidata ad un *advisor* indipendente e rientra di frequente in una più articolata manovra di “ingegneria successoria”);
- il rimborso della linea di credito avviene in un orizzonte temporale di 3-7 anni, ricorrendo ai flussi di cassa prodotti dalla società operativa oppure alle disponibilità dei soci della *holding*.

La tecnica sommariamente descritta è denominata *Family Buy out (FBO)*, se gli acquirenti erano presenti nella compagine sociale dell'impresa prima dell'operazione, oppure *Family Buy-In* (“FBI”), nel caso l'acquisto sia realizzato da membri della famiglia che in precedenza non erano soci di tale impresa (tipico è il caso del subentro dei figli ai genitori-fondatori).

#### □ **Successione della proprietà**

Nella successione della proprietà, gli eredi subentrano nella proprietà del capitale ma non hanno le necessarie capacità per ricoprire il ruolo imprenditoriale, che viene affidato ad un *management* esterno.

Il *management* diviene uno degli elementi fondamentali per il successo dell'impresa: non solo svolge alcune funzioni in precedenza assolute dalla proprietà, ma apporta anche conoscenze innovative, perseguendo professionalmente gli obiettivi strategici che gli vengono assegnati dalla proprietà. La proprietà cerca di legare all'impresa i soggetti più capaci o detentori di particolari conoscenze per un periodo lungo, mediante l'utilizzo di meccanismi di partecipazione al capitale d'impresa (ad esempio piani di *stock option*) che tendono ad essere molto coinvolgenti, anche in termini emotivi, in quanto rendono il *manager* diretto protagonista dell'evoluzione aziendale. Oltre alla concessione di una partecipazione al capitale d'impresa, l'imprenditore dispone d'altri meccanismi d'incentivazione del *management team*, non solo legati al raggiungimento d'obiettivi quantitativi prefissati (crescita della quota di mercato, del fatturato, miglioramento della posizione competitiva...), ma tesi anche a privilegiare le *performance* organizzative del singolo.

Tra le operazioni di finanza straordinaria poste in essere nella fattispecie esaminata si riscontrano, accanto a quelle di *replacement capital*<sup>121</sup> e di *FBO*, gli *MBO/MBI* (per quote di minoranza) che vedono rispettivamente coinvolti nel capitale di rischio *manager* già presenti in azienda o di nuovo ingresso, in ogni caso assistiti da investitori finanziari<sup>122</sup>.

#### □ **Successione imprenditoriale**

La successione imprenditoriale avviene nelle imprese familiari che vogliono incrementare le proprie dimensioni cedendo a terzi quote del capitale e mantenendone la maggioranza relativa. Le motivazioni che spingono verso questo tipo di successione sono da ricercare nella mancanza d'adeguate risorse finanziarie interne alla famiglia, unitamente alla volontà di uno o più successori di sviluppare l'azienda. Si ha, di fatto, “una successione parziale della proprietà”, in quanto si perdono le peculiarità

<sup>121</sup> Si tratta di strumenti di debito che possono essere utilizzati per sostituire temporaneamente il finanziamento dei soci concedendo del tempo per la ricerca di nuovi *partner* disposti a fornire capitale di rischio. Questi strumenti hanno caratteristiche riconducibili a quelle del *mezzanino*, descritto oltre.

<sup>122</sup> In tali casi l'*exit* tipico dell'investitore consiste in una successiva cessione agli eredi o in un *trade sale*. Si veda PricewaterhouseCoopers, *op.cit.*, pagg. 110-119.

d'autonomia della gestione proprie delle imprese familiari in cui il fondatore dirige la propria azienda.

Un numero crescente di famiglie, anche se in percentuale ancora limitata, sta formalizzando principi e regole del rapporto famiglia-impresa. Un approccio tipico consiste nel concordare dei cosiddetti "patti di famiglia": questi costituiscono un momento importante per comunicare attese e opinioni all'interno della compagine proprietaria. I patti di famiglia danno all'impresa un assetto proprietario e di governo adeguato alle sue prospettive di sviluppo, modificando l'assetto societario o attivando organi generalmente inattivi nelle imprese familiari come l'assemblea dei soci e il consiglio d'amministrazione.

Nel caso di progetti di successione imprenditoriale è frequente il ricorso ad operazioni finanziarie che prevedano il coinvolgimento d'investitori istituzionali nel capitale di rischio (si tratta di varie declinazioni del *private equity*) o l'accesso ai mercati mobiliari (*IPO* d'azioni o di titoli obbligazionari).

#### □ Successione esterna

La successione esterna occorre quando non vi siano discendenti dell'imprenditore, o nessuno degli eredi possieda le necessarie capacità per garantire la continuità dell'impresa. Inoltre, a prescindere dalle questioni legate alla successione imprenditoriale, gli azionisti di società incamminate sulla strada della maturità possono decidere di **monetizzare parzialmente il proprio investimento** (tale disinvestimento può avere come obiettivo la ristrutturazione della compagine societaria, l'intento di realizzare a titolo personale più remunerativi investimenti alternativi, la riscontrata...): a tal proposito pesa la percezione del socio che le prestazioni consolidate e le prospettive dell'impresa (più prevedibili rispetto a quelle riscontrabili in fase di *start-up* o di crescita) possano rendere appetibile l'acquisizione ad investitori (di matrice industriale o finanziaria) poco propensi al rischio i quali potranno di frequente ricorrere alla tecnica del *LBO*.

Le soluzioni teoricamente possibili sono:

- la vendita della società nel suo complesso o dei diversi rami d'azienda separatamente (gli eredi talvolta preferiscono conservare gli immobili) a società industriali, investitori istituzionali o a *manager*;
- la quotazione della società con il mantenimento di una partecipazione azionaria in capo alla famiglia.

L'**acquirente industriale**, soprattutto se appartenente al medesimo raggruppamento strategico o distretto industriale, offre sovente un prezzo più elevato in quanto auspica con l'acquisizione di ottenere un miglioramento del proprio assetto competitivo mediante, ad esempio, l'incremento della quota di mercato o la realizzazione di sinergie sul lato dei costi. D'altra parte ragioni d'ordine psicologico possono rendere poco attraente l'operazione (invidia, acerrima concorrenza, rivalità familiari, drammatiche differenze tra le culture aziendali...). La cessione ad un investitore strategico può inoltre mettere in pericolo lo *status* di dipendenti cui il fondatore è molto legato, vuoi perché costoro hanno contribuito per lunghi anni alla prosperità dell'impresa, vuoi perché potrebbero anche essere suoi parenti.

L'**investitore istituzionale**, dal canto suo, opera secondo una logica di profitto finanziario. Egli mira a massimizzare il valore dell'impresa, in tempi più o meno lunghi, al fine di poter uscire dall'investimento a condizioni vantaggiose. Non ha abitualmente la possibilità di realizzare sinergie con proprie attività e per tale ragioni tende magari ad offrire un prezzo inferiore rispetto a quello che un acquirente

industriale potrebbe essere intenzionato a pagare. D'altronde l'operatore finanziario è estraneo da rivalità e ripicche "storiche" del settore, si mostra disponibile ad ascoltare le esigenze della famiglia e dispone di competenze finanziarie e di una rete di relazioni che potrebbero validamente contribuire a valorizzare l'impresa<sup>123</sup>. Tra l'altro l'investitore finanziario cercherà di fare leva sulle risorse già presenti nell'impresa, salvo rinforzare le aree trascurate o deboli, arrivando a coinvolgere il **management** nella compagine sociale mediante piani di *stock option* od operazioni di *MBO* o di *MBI*. Un'operazione di *MBO*, o *Management Buy Out*, consiste nell'acquisto di un'impresa da parte dei *manager* che vi lavorano. Costoro conoscono profondamente l'azienda e le tradizioni che la permeano e sono perciò in grado di appagare il fondatore che desidererebbe evitare il dissolvimento dell'impresa e mantenerne la missione originaria. Nella maggior parte dei casi, il *management* non dispone delle somme necessarie per acquistare l'impresa e, conseguentemente, la presenza di un investitore istituzionale può essere fondamentale per rendere concreta l'operazione. Il *Management Buy In*, o *MBI*, si differenzia dall'operazione appena vista in quanto la parte acquirente è costituita da *manager* esterni all'impresa: anche in tale fattispecie è comune il coinvolgimento d'investitori finanziari<sup>124</sup>.

Un'altra possibile soluzione per realizzare gestire la successione esterna è la quotazione in Borsa o **Initial Public Offering (IPO)**. Tale operazione potrebbe teoricamente permettere agli eredi di liquidare almeno in parte la propria partecipazione, consentendo alla società di proseguire lo sviluppo del proprio *business*, ma in realtà vi sono alcune problematiche che possono limitarne l'applicabilità, come la dimensione aziendale (un'azienda eccessivamente piccola non ha convenienza a quotarsi, in quanto gli oneri di quotazione e di permanenza nel mercato aggraverebbero la gestione aziendale, senza apportare concreti benefici) ed il *timing* (il momento in cui l'impresa approda sul listino è importante: quotarsi in una fase riflessiva del mercato di riferimento oppure durante una congiuntura negativa della Borsa può portare ad un insuccesso dell'operazione; l'incertezza in merito ai tempi della successione potrebbe non consentire una puntuale programmazione del collocamento e ciò potrebbe far sovrastimare il prezzo di *IPO*)<sup>125</sup>.

## Capitolo 4 – Il declino dell'impresa

«Vi accorgete che state invecchiando quando le candeline cominciano a costare più della torta» - Bob Hope

### 4.1 - Introduzione

---

<sup>123</sup> Se l'impresa è sufficientemente consolidata ed opera in un ambiente non eccessivamente competitivo, l'investitore potrebbe ricorrere massicciamente all'indebitamento per finanziare l'acquisizione secondo la già accennata tecnica del *LBO*.

<sup>124</sup> Tra le altre possibili combinazioni, citiamo il cosiddetto *BIMBO*, *Buy In Management Buy Out*, il quale prevede che nella società acquirente s'integrino i *manager* del *target* con soggetti provenienti dall'esterno, combinando sinergicamente la conoscenza dell'impresa e dei suoi meccanismi con competenze ed esperienze maturate in altri contesti dirigenziali.

<sup>125</sup> Per approfondimenti sugli IPO si rinvia a Borsa Italiana SpA, AIFI e PricewaterhouseCoopers, *Guida alla quotazione*, edizione fuori commercio, Milano 2001 (reperibile gratuitamente anche sul sito Internet [www.aifi.it](http://www.aifi.it)).

Il declino è caratterizzato da una drastica diminuzione della domanda, che prescinde da semplici variazioni cicliche o da discontinuità di breve periodo. Il declino può avere avuto origine da vari fattori tra i quali un avvicendamento tecnologico (con prodotti sostitutivi che sono spesso più economici o di migliore qualità), un radicale mutamento nelle preferenze dei consumatori (derivante da cambiamenti dello stile di vita, dei bisogni e dei gusti degli acquirenti), una crisi dei settori a valle o un fenomeno demografico negativo. In alcuni settori il declino è stato invece originato da un'impennata del costo delle materie prime o dei prodotti complementari.

Ma quali sono i sintomi classici del declino? Innanzi tutto l'eccesso di capacità produttiva, l'assenza d'innovazione di prodotto e la stabilità delle tecnologie di processo. È poi probabile che il numero dei concorrenti possa essere in calo (per quanto nuovi entranti potrebbero essere attratti dalla possibilità d'acquistare degli impianti a basso costo) e che la concorrenza di prezzo divenga aggressiva. Da ultimo, in questa poco incoraggiante arena competitiva, è probabile che l'età media delle risorse tecniche ed umane tenda a crescere.

In tali contingenze se non intervengono fattori esogeni straordinari che possano invertire il corso del declino (innovazione tecnologica, riduzione dei costi o altre circostanze) gli operatori rischiano un'erosione dei margini, tanto più rapida e pericolosa quanto più lentamente la capacità produttiva si ridimensionerà. Le probabilità che l'offerta si adegui alle mutate condizioni della domanda sono più elevate quando i fattori alla base del calo della domanda siano stati compiutamente percepiti dagli operatori che potranno quindi adeguare le loro aspettative in merito all'evoluzione della domanda. La prevedibilità del declino è una condizione necessaria ma non sufficiente per il ridimensionamento dell'offerta: affinché ciò si verifichi occorre, infatti, che le barriere all'uscita siano abbastanza basse da non limitare la possibilità di abbandonare il mercato<sup>126</sup>, che il declino non sia marcatamente rapido o erratico e, soprattutto, che gli attori del settore, resisi conto della situazione, decidano di attuare un'azione indipendente o coordinata volta ad eliminare l'eccesso di capacità (si noti, d'altra parte, che sono stati riscontrati casi in cui l'abbandono prematuro del settore da parte dei principali operatori ha indotto i consumatori a dubitare che il prodotto originale fosse ancora disponibile, dando così origine ad una più veloce implosione del settore). Da ultimo si rileva che il comportamento degli operatori a monte e a valle può a sua volta influenzare le caratteristiche del declino.

La possibilità di mantenere condizioni d'equilibrio economico in presenza di un conclamato declino della domanda può dipendere dall'esistenza di segmenti caratterizzati da domanda stabile ed inelastica al prezzo (ad esempio il segmento "lusso" nel mercato delle penne stilografiche) e, possibilmente, dalla presenza

---

<sup>126</sup> Tra i principali vincoli all'abbandono di un settore in declino si segnalano:

- la presenza d'impianti a lento rigiro, specializzati e di difficile riconversione;
- l'attaccamento del *management* (più probabile con riferimento alle imprese *leader*);
- l'inadeguatezza del sistema informativo nell'evidenziare puntualmente le attività in crisi;
- i costi per la chiusura dei siti produttivi (esodi concordati, penali per rescissioni di contratti, costi di smantellamento impianti e di bonifica ambientale...);
- le barriere sociali o legali;
- la stasi o la crisi dei mercati finanziari, incluso quello dell'*M&A*;
- considerazioni strategiche che rendono indispensabile mantenere la presenza nel settore in declino per la presenza d'interrelazioni operative o di un'integrazione verticale con altre aree d'attività dell'impresa o, ancora, per la necessità di non inviare segnali preoccupanti ai mercati finanziari.

d'impresе deboli che non abbiano la forza di entrare o rafforzarsi in tali favorevoli segmenti.

La seguente tabella<sup>127</sup> illustra come si possono combinare i fattori strutturali di declino per configurare un ambiente competitivo più o meno ospitale.

	AMBIENTE OSPITALE	AMBIENTE SFAVOREVOLE
<b>CONDIZIONI DELLA DOMANDA</b>		
Velocità del declino	Molto lento	Rapido o erratico
Certezza del declino	Dinamica prevedibile	Grande incertezza, dinamica erratica
Sacche di domanda residua	Molte o molto consistenti	Nessuna nicchia
Differenziazione del prodotto	Fedeltà al marchio	Prodotti indifferenziati
Stabilità dei prezzi	Stabili, possibilità di ricarico	Forte instabilità, prezzi inferiori ai costi
<b>BARRIERE ALL'USCITA</b>		
Necessità di reinvestimento	Nessuna	Alta, spesso obbligatoria o riguardante attività fisse
Capacità produttiva in eccesso	Ridotta	Notevole
Età degli impianti	In maggioranza vecchi	Impianti recenti di notevole rilevanza e impianti vecchi ancora attivi
Mercato degli impianti	Facili da convertire e vendere	Nessun mercato disponibile, costi di dismissione notevoli
Attrezzature condivise	Pochi impianti indipendenti	Notevoli e connesse ad aree operative importanti
Integrazione verticale	Ridotta	Notevole
Concorrenti <i>monobusiness</i>	Nessuno	Molti e di grande dimensione
<b>DETERMINANTI DELLA RIVALITÀ</b>		
Settori clienti	Frammentati, deboli	Forte potere contrattuale
Costi di sostituzione dei clienti	Alti	Minimali
Diseconomie di scala	Nessuna	Penalizzazioni notevoli
Gruppi con strategie diverse	Pochi	Molti con lo stesso mercato di sbocco

#### 4.2 - Le alternative strategiche

Sulla base delle evidenze empiriche e della dottrina, gli ingredienti per una “ricetta” che consenta di preservare la redditività in settori in declino includono:

- il riconoscimento del declino (per quanto l'analisi faccia difetto a fronte delle emergenze operative tipiche del declino);
- l'evitare guerre di posizione soprattutto se vi sono rilevanti barriere all'uscita;
- la percezione del declino come fonte d'opportunità.

La matrice analitica proposta nella tavola 4.1 schematizza le opzioni a disposizione in un contesto in declino<sup>128</sup>.

<sup>127</sup> M. E. Porter, *Strategia e competizione*, Il Sole 24 Ore, Milano 2001.

**Tav. 4.1: possibili strategie per attività in declino**

		POSIZIONE CONCORRENZIALE RISPETTO ALLE SACCHE DI DOMANDA RESIDUA	
		Possesso di vantaggi competitivi in uno o più segmenti	Assenza di vantaggi competitivi
STRUTTURA DEL SETTORE IN DECLINO	Ospitale	<b>Leadership o nicchia</b>	<b>Mietitura o disinvestimento rapido</b>
	Sfavorevole	<b>Nicchia o mietitura</b>	<b>Disinvestimento rapido</b>

Esaminiamo in maggiore dettaglio le azioni che possono caratterizzare le opzioni strategiche proposte, premettendo che il suddetto schema d'analisi è completo solo se si considera una terza dimensione problematica: la necessità di rimanere nell'area d'attività per motivazioni d'ordine strategico.

**Leadership:** indurre i concorrenti ad abbandonare rapidamente il settore agendo aggressivamente su prezzo, distribuzione ed altre categorie del sistema di prodotto con obiettivo la quota di mercato; realizzare investimenti che mirino ad "alzare la posta" compresa l'acquisizione di concorrenti; ridurre le barriere all'uscita dei concorrenti anche acquisendo loro impianti o contratti; costruire e diffondere notizie di mercato al fine di dissipare eventuali speranze residue da parte dei concorrenti e di comunicare la propria ferma determinazione a rimanere nel settore.

**Nicchia:** identificare un segmento profittevole (domanda stabile, inelasticità della domanda al prezzo, assenza di concorrenti pericolosi...), disinvestire dal resto del settore per investire aggressivamente nella nicchia obiettivo impiegando in tale più ristretto ambito le tattiche della *leadership*.

**Mietitura:** si mira a spremere cassa dalle attività attuali attuando disinvestimenti specifici, riducendo drasticamente i nuovi investimenti (incluso la manutenzione, la pubblicità e la ricerca), snellendo la gamma prodotti ed i canali distributivi, rinunciando ai minori clienti, offrendo un minor livello di servizio *post-vendita* (con la conseguenza di ridimensionare le scorte e la struttura) e cercando di aumentare i prezzi. Tale strategia è d'ardua implementazione in quanto può impattare negativamente sul morale del personale (che non intravede possibilità di sviluppo personale né prospettive a lungo termine per il settore), sul valore dell'impresa (la cessione di singoli beni può far sfumare possibili sinergie tra loro) e, se la concorrenza è forte, può tradursi in un inatteso salasso di clienti o, addirittura, in un'accelerazione del declino. Il suo impiego deve quindi essere considerato con cura e solo quando si disponga di specifici vantaggi competitivi.

<sup>128</sup> Si tratta di un nostro adattamento degli schemi proposti da R. M. Grant, *op.cit.* e M. E. Porter, *op.cit.*

**Disinvestimento:** è perseguito quando si ritiene che non sia fattibile raggiungere la *leadership* (nemmeno in un singolo segmento di mercato) o che non sia conveniente attuare un realizzo progressivo. Il *timing* della cessione è critico in quanto un ritardo eccessivo potrebbe, a causa delle prospettive di declino ormai evidenti, ridurre il numero dei potenziali acquirenti e rafforzare la loro posizione contrattuale, mentre una vendita prematura potrebbe precludere concrete opportunità d'implementare con profitto altre strategie. Lo smobilizzo rapido subisce in pieno l'influsso d'eventuali barriere all'uscita.

### 4.3 - Le operazioni di finanza straordinaria in situazioni di declino

Le imprese che, in occasione dell'implosione della domanda, adottano strategie di disinvestimento o di mietitura hanno ridotte esigenze di reperimento di nuove risorse finanziarie o di riorganizzazione delle fonti, in quanto la loro attenzione sarà piuttosto focalizzata su un disimpegno più o meno rapido, realizzato magari con il ricorso alle tecniche ed ai professionisti dell'*M&A*. In tali contesti il ruolo della finanza straordinaria è enfatizzato quindi soprattutto dal lato dei potenziali acquirenti di società, rami o singoli beni.

Le esigenze di ristrutturazione dell'indebitamento sono più probabili qualora l'impresa persegua strategie di *leadership* o di nicchia. In queste ipotesi è altresì possibile che siano necessarie nuove risorse finanziarie. Nel caso si punti alla *leadership*, si dovranno finanziare aggressive politiche commerciali e investimenti (in beni tangibili e non) mirati a forzare e contemporaneamente agevolare l'esodo dei concorrenti dal mercato. In casi limite sarà anche necessario supportare acquisizioni d'impresa o di divisioni dai concorrenti uscenti<sup>129</sup>. Le esigenze possono essere analoghe quando ci si focalizza su una nicchia, benché in quest'ipotesi sia maggiore il potenziale d'autofinanziamento mediante la cessione d'attività operative estranee alla nicchia obiettivo, come pure quello conseguente alla razionalizzazione della struttura di direzione generale. Lo spazio per il ricorso alla leva finanziaria potrebbe, d'altra parte, essere limitato in quanto dal punto di vista di gran parte dei finanziatori ed investitori istituzionali le operazioni su realtà in declino non paiono particolarmente appetibili<sup>130</sup>. Ci pare quindi che, nella fattispecie in esame, eventuali iniezioni di risorse siano riconducibili soprattutto all'imprenditore (eventualmente affiancato da alleati ed amici) che, nei confronti degli istituti di credito, farà leva sulla propria solidità finanziaria, salvo intervenire direttamente mediante la sottoscrizione d'aumenti di capitale e d'emissioni obbligazionarie o la concessione di finanziamenti subordinati.

---

<sup>129</sup> Si veda quanto detto nelle sezioni precedenti a proposito delle acquisizioni.

<sup>130</sup> Le collaudate strutture di *LBO*, in particolare, sembrano scarsamente applicabili in contesti nei quali i rischi operativi e finanziari tipici d'aggressive strategie di *leadership* o di nicchia si coniugano con un ridotto potenziale di crescita della domanda ed una discesa del numero e della forza finanziaria degli operatori (si consideri che in altre situazioni di mercato questi ultimi, mediante il cosiddetto "*trade sale*", sono tra le più probabili acquirenti delle partecipazioni detenute dagli investitori istituzionali).

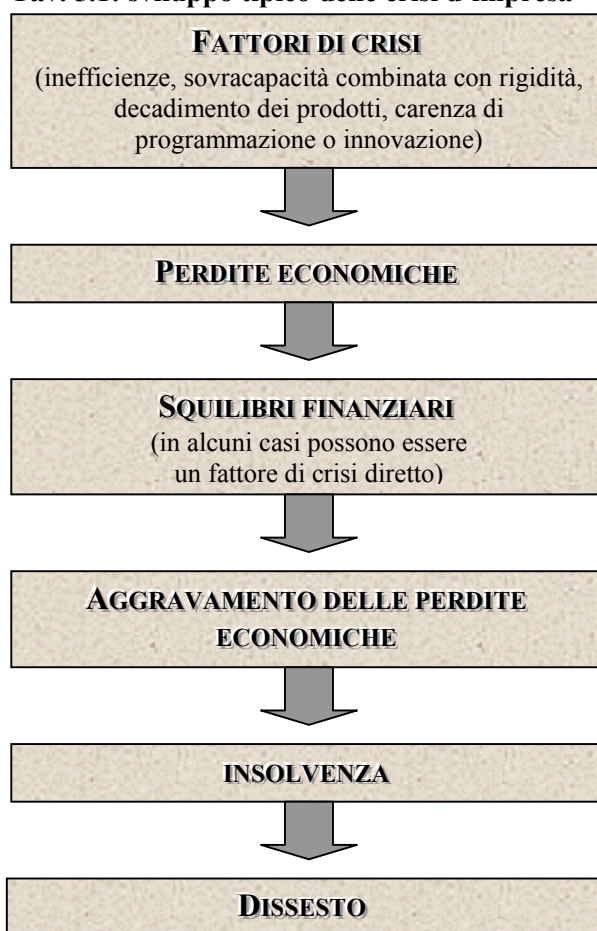
## Capitolo 5 – Crisi e *turnaround*

«I medici lo davano per spacciato. Salvo complicazioni». - Anonimo

### 5.1 Considerazioni generali

Ai fini di una più completa analisi del fenomeno della crisi d'impresa e delle sue possibili soluzioni, deve essere chiarito il rapporto esistente tra declino e crisi. Pur appartenendo entrambi i fenomeni ad una fase di maturità acuta all'interno del ciclo di vita dell'impresa, declino e crisi presentano caratteristiche intrinseche e temporali sostanzialmente differenti. Il declino può, infatti, essere definito come una *performance* negativa in termini di variazione del valore del capitale economico, cioè una distruzione di valore nel tempo. Esso deriva in estrema sintesi dal deterioramento dei flussi reddituali e soprattutto dalle attese su tali flussi. La crisi invece è uno sviluppo negativo del declino che si concreta essenzialmente in perdite economiche seguite da gravi e crescenti ripercussioni sui flussi finanziari, carenze di cassa e depauperamento delle capacità di credito. La crisi è pertanto la fase acuta del declino ed è un processo irreversibile se non affrontato con tempestive azioni di carattere straordinario.

Tav. 5.1: sviluppo tipico delle crisi d'impresa<sup>131</sup>



<sup>131</sup> Adattamento da L. Guatri, *La patologia aziendale*, in AA.VV., *Economia delle aziende industriali*, Giuffrè, Milano 1986.

A queste considerazioni generali si ricollega il concetto di *turnaround*. Alla fine degli anni Ottanta, quando la letteratura ha inizialmente cominciato ad occuparsi della gestione dei processi di crisi, gli autori erano rappresentati da professionisti impegnati in prima persona in tali processi i quali descrivevano la loro esperienza nell'affrontare le diverse fasi della crisi e quali erano state le azioni intraprese durante il processo. L'approccio adottato era quindi quello della descrizione di casi aziendali e la crisi era rappresentata come un incidente di percorso dovuto, nella maggior parte dei casi, dall'incapacità del *management*. Tali ricerche erano raggruppabili in tre distinti filoni: gli studi sulle strategie che guidano il processo di *turnaround*, quelli sui processi organizzativi adottabili come risposta allo stato di crisi ed infine quelli sugli indicatori economici dello stato di crisi. Queste ultime ricerche, numericamente le più rilevanti, si basavano sull'assunzione principale che il *turnaround* rappresentasse l'alternativa alla procedura concorsuale e quindi costituiva l'*estrema ratio* prima dell'ingresso in stato fallimentare.

L'evoluzione del concetto di *turnaround* ha invece portato a non associare necessariamente tale processo a situazioni di crisi, quanto a rapportarlo più correttamente «a situazioni d'inversione di tendenza e cambiamento radicale, non necessariamente scatenate dal rischio di non sopravvivenza per l'impresa»<sup>132</sup>.

Rientrano pertanto nell'ambito dei processi di *turnaround* anche tutte quelle strategie che possono essere adottate quando:

- lo stato d'insolvenza ancora non si è verificato,
- le imprese sono di nuova acquisizione<sup>133</sup>,
- si è in una situazione in cui vengono intrapresi processi di cambiamento radicale da un punto di vista strategico, dei modelli di comportamento, dell'organizzazione, dei processi, in una parola nella cultura aziendale.

Lo sviluppo del concetto in questa direzione ha portato un'autorevole dottrina a distinguere tra *turnaround* da declino e da crisi<sup>134</sup>. Pur muovendo da presupposti molto diversi, entrambe le fattispecie presentano processi simili nei loro tratti principali ma, in questa sede, ci occuperemo solo del *turnaround* da crisi e delle più recenti metodologie adottate per cercare di portare a compimento con successo tale processo.

## 5.2 - L'importanza del fattore tempo

Il tempo è un fattore prioritario nella gestione della crisi. Com'è stato sottolineato anche dalla letteratura<sup>135</sup> il riconoscimento e l'ammissione della severità del declino dell'impresa è il primo passo cruciale per la gestione di un processo di *turnaround*. Il ritardo nell'attuare le azioni necessarie a contrastare il processo di declino riduce le possibili opzioni d'uscita dalla crisi e aumenta la complessità delle azioni stesse. Ad esempio, un processo di cessione di parte delle attività a terzi è certamente più difficoltoso quando il cedente si trova in stato di crisi e vi sono nei suoi confronti da un lato forti pressioni da parte dei terzi interessati al futuro dell'impresa (i cosiddetti "*stakeholder*", una categoria che include, tra gli altri, le banche, i dipendenti ed i fornitori) e dall'altro, dato lo stato di pre-insolvenza dell'impresa, un aumento dei

---

<sup>132</sup> L. Sicca e F. Izzo, *La gestione dei processi di turnaround*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli 1995.

<sup>133</sup> S. Slatter, *Corporate recovery: a guide to turnaround management*, Penguin Books, Londra 1984.

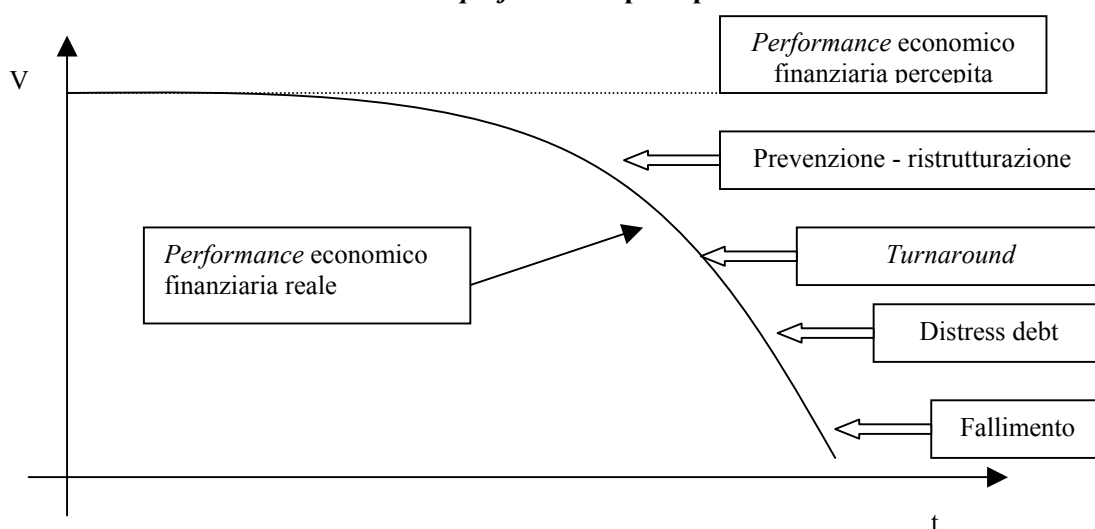
<sup>134</sup> L. Guatri, *Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano 1995.

<sup>135</sup> C. Gopinath, *Turnaround: recognising decline and initiating intervention*, Long Range Planning, vol. 24 no. 6, pp. 96-101, December 1991.

rischi di revocatoria di tale cessione. Una siffatta situazione contribuisce a rendere il processo di vendita più complesso e, incorporando un più elevato grado di rischio rispetto ad uno stato normale, a spingere al ribasso il prezzo di cessione. La pressione esercitata dal fattore tempo porterà inoltre a considerare degli interventi in grado di determinare effetti economici positivi nel breve periodo (come la cessione d'attività di facile realizzo, i tagli ai costi generali o alla ricerca e sviluppo...) ma che possono essere un ostacolo per l'implementazione di più efficaci strategie di medio-lungo periodo.

L'esperienza insegna che difficilmente la crisi sfocia repentinamente in uno stato di pre-insolvenza e che quindi ci sono stati mesi, e quasi sempre anni, in cui si sarebbe potuto intervenire limitando i danni, con sicuramente più opzioni a disposizione e percentuali di successo superiori. La realtà è quella indicata dalla tavola seguente.

**Tavola 5.2: performance percepita e reale**



Per la naturale velocità nell'evoluzione e nei cambiamenti dei mercati e per una strutturale *gap* temporale nell'informativa di bilancio, per lo meno nel caso delle società non quotate, esiste una differenza strutturale tra la reale *performance* economico finanziaria e quella percepita sia internamente sia esternamente all'impresa; tale divario, nel caso di declino e successiva crisi, tende ad aumentare, a causa di una naturale tendenza dell'imprenditore a nascondere la crisi. Per timore delle reazioni dei finanziatori, del mercato, dei concorrenti e dei dipendenti egli vive un rifiuto psicologico nel prendere coscienza della crisi, che viene inizialmente ritenuta temporanea e quindi non meritevole d'azioni straordinarie. Se la presa di coscienza della situazione di criticità avviene in tempi rapidi, si può ipotizzare un'azione di prevenzione o di ristrutturazione dell'attività, altrimenti un *turnaround* da declino. Passata questa soglia ci avviciniamo progressivamente verso uno scenario di *turnaround* da crisi. Qui il valore dell'impresa si è ridotto in misura significativa, ma ancora vi sono margini per riportare la situazione in uno stato d'equilibrio. Una delle recenti metodologie di risoluzione delle situazioni di criticità in stato avanzato, sono le *distressed debt transaction*, operazioni mediante le quali il debito bancario viene ceduto a sconto ad investitori terzi (finanziari o industriali), i quali ottengono il controllo dell'impresa e possono quindi cedere le singole attività o rilanciarle sfruttando le proprie sinergie o il proprio *know how* (i dettagli relativi a questa tecnica saranno sviluppati nei paragrafi successivi). L'ultimo stadio presenta un livello di

criticità talmente elevato che il valore dell'impresa è quasi interamente annullato e l'unica via d'uscita rimane la procedura fallimentare.

### 5.3 - Le caratteristiche delle crisi

Il primo aspetto che deve essere affrontato consiste nell'individuare i fattori scatenanti di una situazione di criticità: questa può essere, infatti, definita come squilibrio economico-finanziario generato da fattori esogeni e/o endogeni che, in assenza d'interventi di risanamento adeguati e condivisi, è destinato a perdurare ed a portare al dissesto aziendale. Questa definizione sintetizza una serie di caratteristiche della crisi stessa che necessitano di un approfondimento.

#### I fattori che possono avviare la crisi

Recenti studi<sup>136</sup> hanno evidenziato come le più probabili cause scatenanti una situazione di criticità possono essere sintetizzate in:

Fattori endogeni	Fattori esogeni
Insufficiente "qualità" del <i>management</i>	Cambiamenti nella struttura della domanda
Controllo finanziario inadeguato	Competizione
Struttura dei costi	Variazioni nei prezzi
Strategie di vendita non corrette	Cambiamenti radicali della tecnologia
<i>Overtrading</i> , <i>big project</i> e acquisizioni fallite	
Politica finanziaria	
Organizzazione carente	

Deve essere sottolineato che i fattori esogeni di solito costituiscono solo l'innesco di una crisi: l'esperienza indica che al verificarsi di un evento esterno negativo, la crisi sopravviene solo in seguito ad una mancata o errata azione "interna" (ad esempio, a fronte di variazioni significative dei prezzi conseguenti all'ingresso nel mercato di nuovi concorrenti, la mancanza di un'adeguata rettifica delle strategie di vendita per contrastare questa nuova presenza potrà dar luogo alla progressiva perdita di quote di mercato e al conseguente peggioramento dei margini).

Le principali cause di crisi possono essere di seguito brevemente dettagliate:

Insufficiente "qualità" del *management*. Quest'elemento generalmente rappresenta una concausa d'altri fattori scatenanti in quanto molte situazioni di forte criticità sono determinate o aggravate da errate valutazioni strategiche compiute dal *top management*<sup>137</sup>. Si deve poi considerare che nel momento in cui ha inizio il processo di declino e di crisi, non sempre il *management* che in situazioni normali aveva operato correttamente è in grado di rispondere efficacemente e riportare la situazione in equilibrio. La capacità di individuare e, soprattutto, di gestire le situazioni di criticità non è necessariamente parte delle capacità ed esperienze di un *manager* che, per altri versi, può essere in grado di gestire con efficacia situazioni di normalità.

Controllo finanziario inadeguato. Questa rappresenta una causa "classica" che non necessariamente riguarda solo le imprese di minori dimensioni. Accanto al caso di una vera e propria carenza di strumenti di controllo (come previsioni di cassa, controllo di *budget*, analisi dei costi per prodotto o famiglia di prodotti, monitoraggio

<sup>136</sup> S. Slatter e D. Lovett, *Corporate Turnaround*, Penguin Books, Londra 1999.

<sup>137</sup> L. Guatri, *Turnaround, op.cit.*, pag. 113.

dei risultati economici e finanziari per indici...), può difatti accadere che tali strumenti siano disponibili ma risultino inattendibili o non siano d'agevole lettura ed interpretazione da parte del *management*.

Overtrading, big project e acquisizioni. La prima causa si riferisce a situazioni in cui la crescita del fatturato avviene a tassi talmente elevati da creare squilibri finanziari. Il ricorso indiscriminato a capitale di terzi per finanziare l'aumento delle vendite può portare a situazione di forte tensione finanziaria. *Big project* si riferisce ad operazioni straordinarie (quali, ad esempio, ingenti investimenti in capitale immobilizzato, costi per l'ingresso in nuovi mercati di sbocco, acquisizione di contratti di dimensioni rilevanti ed inusuali) non adeguatamente valutate. Considerazioni analoghe devono essere sviluppate per il terzo fattore indicato, le acquisizioni fallite. Queste possono originare situazioni di criticità quando:

- la fase di *due diligence* non sia stata condotta efficacemente o, in ogni caso, i suoi risultati non siano stati considerati nella strutturazione della transazione;
- gli esborsi all'atto della transazione e successivamente non siano stati programmati e gestiti adeguatamente;
- la transazione sia stata effettuata ad un prezzo troppo elevato o comunque superiore ai ritorni di cassa attesi (anche in considerazione delle sinergie che si possono generare);
- l'integrazione non sia stata pianificata prima del *closing* o adeguatamente gestita<sup>138</sup>.

Cambiamenti nella struttura della domanda. Si tratta di cambiamenti strutturali, certamente non di variazioni della domanda dovute a fenomeni di stagionalità ciclica. I cambiamenti strutturali possono essere legati ad un naturale declino del prodotto, in quanto divenuto tecnologicamente obsoleto, o del mercato, in quanto il prodotto si rivolge ad un settore industriale giunto ad una fase di declino. Il mercato può contrarsi anche per un fattore congiunturale generale che porta ad una riduzione dei consumi e tale fenomeno può risultare pericoloso per attività che già si trovano in uno stadio di maturità avanzata.

Competizione. È opportuno distinguere tra competizione sui prodotti e sui prezzi in quanto, benché generalmente tali fenomeni si manifestino insieme, presentano interessanti peculiarità. Relativamente alla competizione sui prodotti, bisogna rifarsi al concetto di ciclo di vita del prodotto. Senza entrare nel dettaglio, in linea di principio un prodotto diventa obsoleto nel momento in cui vi sono delle nuove tecnologie in grado di sostituirlo o modificarlo radicalmente o qualora vengano immessi sul mercato prodotti sostitutivi e la domanda del consumatore finale si modifichi di conseguenza. Le ragioni in base alle quali un'impresa non sviluppa nuovi prodotti in sostituzione di quelli obsoleti sono riconducibili a:

- ridotta attenzione al mercato;
- scarso successo in precedenti tentativi di rinnovo dei prodotti;
- convinzione che il vecchio prodotto sia ancora valido e non necessiti d'aggiornamento;
- scarsità di risorse finanziarie o competenze tecniche;
- mancanza d'idee ed innovazione.

Per quanto riguarda l'analisi della competizione sui prezzi, è d'ausilio il noto modello delle forze competitive di Porter<sup>139</sup>: cambiamenti nell'equilibrio delle cinque forze

---

<sup>138</sup> Si veda il capitolo *Gestire la transizione* nel libro di PricewaterhouseCoopers, *op.cit.*, nonché M.L. Feldman e M. Spratt, *Five frogs on a log*, Harper & Collins, New York 1999.

<sup>139</sup> M. E. Porter, *Competitive Strategy*, Free Press, New York 1980.

competitive sono cause comuni di modifiche nella competizione dei prezzi che possono far sorgere situazioni di declino prima e di crisi poi. È interessante sottolineare come il livello di competizione sui prezzi cambi con il tempo: abitualmente quando il tasso di crescita di un settore inizia a rallentare, la competizione sui prezzi si fa più pressante. Il risultato è un ridimensionamento del settore, con l'estromissione di quelle imprese la cui struttura dei costi non sia sufficientemente flessibile da consentire il mantenimento di margini positivi.

### **Inerzia del processo**

Il percorso di crisi è caratterizzato da una rilevante inerzia in quanto, salvo riusciti interventi straordinari, è destinato a portare al declino dell'azienda. L'imprenditore, non ammettendo lo stato di difficoltà nella quale si trova la propria azienda, è portato ad attribuire le cause della crisi a fattori non dipendenti dalla propria volontà (condizioni di mercato, atteggiamento dei concorrenti...) il cui superamento, ritenuto automatico (la domanda si riprenderà, i concorrenti torneranno alle precedenti strategie o abbandoneranno il mercato...), consentirà il raggiungimento di una nuova situazione d'equilibrio. Al contrario, l'esperienza dimostra che quest'atteggiamento ha come unico e devastante effetto quello di ritardare l'intervento straordinario con il rischio che lo stesso avvenga in tempi non più utili per consentire il rilancio dell'attività.

### **Aspetti economici e finanziari**

Quasi tutti i fattori di crisi descritti in precedenza comportano il peggioramento dei risultati economici e di riflesso, con il passare del tempo ed in mancanza d'azioni adeguate, determinano la crisi finanziaria. Seguendo un circolo vizioso, quest'ultima mina la redditività dell'azienda in quanto la mancanza di liquidità porta al verificarsi di situazioni anomale come il pagamento ritardato dei fornitori il quale, a sua volta, ha com'effetto immediato l'innalzamento dei prezzi delle materie, forniture di qualità inferiore e, più in generale, un peggioramento dei margini.

## **5.4 - I sintomi della crisi**

Dato che il fattore tempo è assai rilevante, diventa fondamentale percepire tempestivamente le criticità: ciò porta alla necessità di definire chi siano i soggetti che possono o devono individuare i sintomi. Questi sono raggruppabili in due categorie: i soggetti interni e quelli esterni all'impresa. Nel primo insieme rientrano tipicamente l'imprenditore ed il *management*: questo gruppo di persone ha di solito a disposizione un livello d'informazioni qualitativamente e quantitativamente in grado di evidenziare i sintomi della crisi. Nella realtà dei fatti questo vantaggio è ridotto se non annullato da due elementi. Il primo, d'ordine psicologico, è più evidente nelle imprese connotate da una marcata impronta imprenditoriale: in tale caso l'imprenditore, prima di accettare che la situazione debba essere affrontata con soluzioni straordinarie, attribuisce la crisi a fattori temporanei estranei all'azienda (si veda quanto detto in termini d'inerzia del processo). Il secondo fattore che limita le possibilità dei soggetti interni d'identificare il sorgere di una crisi deriva dalla diffusa eccessiva focalizzazione del *management* sui dettagli della gestione quotidiana. Da questi non riesce a "staccarsi" e perde così la facoltà di percepire, attraverso un'analisi d'insieme, l'inizio di una situazione di squilibrio.

I soggetti esterni, dal canto loro, sono più distaccati dall'impresa e dalla sua operatività quotidiana ma possono rilevare i sintomi di una crisi solo sulla base di un insieme d'informazioni pubbliche (sovente non accurate o intempestive). Le informazioni a disposizione dei diversi "osservatori" sono differenti e consentono quindi analisi caratterizzate da profondità e cadenze altrettanto diverse. Tra i sintomi che possono essere riscontrati dalle varie categorie d'osservatori esterni citiamo:

Osservatore	Attività operativa	Relazioni finanziarie	Informazioni finanziarie
"Uomo della strada"	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Dimissioni del CEO</li> <li>➤ Disastri o sciagure</li> <li>➤ Prodotti obsoleti</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Scarsi risultati</li> <li>➤ <i>Profit warning</i> emessi dagli analisti</li> </ul>
Azionista	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Rapido cambiamento del <i>top management</i></li> <li>➤ Ripetuti fallimenti di nuovi prodotti</li> <li>➤ Disaccordo sulle strategie intraprese</li> <li>➤ Difficoltà <i>post-acquisizione</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Ricerca di nuovi fondi (capitale proprio o capitale di terzi) per coprire perdite</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Peggioramento delle quotazioni, dei profitti, delle quote di mercato, dei dividendi...</li> <li>➤ Slittamento dell'approvazione dei bilanci</li> <li>➤ Emissione di un'<i>opinion</i> qualificata da parte del revisore</li> </ul>
Analista finanziario	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Mancanza di una strategia precisa o difficoltà nell'implementare quella dichiarata</li> <li>➤ Perdita di persone chiave</li> <li>➤ Conflitti all'interno del CdA o del Comitato Esecutivo</li> <li>➤ Scarsità d'investimenti</li> <li>➤ Perdita di clienti chiave</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Sottoscrizione d'accordi con le banche per dilazione dei pagamenti</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Distruzione di valore per l'azionista</li> <li>➤ <i>Performance</i> delle azioni significativamente inferiore alla media di settore</li> </ul>
Cliente o fornitore	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Peggioramento dei termini di pagamento</li> <li>➤ Fattorizzazione straordinaria</li> <li>➤ Peggioramento del livello di servizio</li> <li>➤ Emissione di note di credito alla fine dell'anno</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Piani di rientro con fornitori</li> </ul>	
Revisore	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Perdita di <i>leadership</i></li> <li>➤ Gestione non attenta del capitale circolante</li> <li>➤ Incremento delle cause passive con terzi o dipendenti</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Incremento delle garanzie fornite alle banche a fronte di richieste di finanziamenti</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Politiche di bilancio "aggressive"</li> <li>➤ Risultati di bilancio in peggioramento</li> </ul>
Dipendente	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Riduzione/eliminazione di <i>bonus</i> o premi di produzione</li> <li>➤ Riduzione/eliminazione di <i>fringe benefit</i></li> <li>➤ Ritardi nei pagamenti degli stipendi</li> </ul>		

Come sottolineato da alcuni autori<sup>140</sup>, la previsione del declino e della successiva crisi può essere realizzata dagli osservatori esterni impiegando due diverse metodologie, quella fondata sull'intuizione e quella basata su modelli. La prima fa per lo più ricorso all'utilizzo di *ratio* in grado di fornire un'indicazione sulla rischiosità dell'azienda. Dal confronto dei *ratio* dell'azienda con gli omologhi *benchmark* di settore si deduce la probabilità di una crisi più o meno immediata dell'impresa sotto osservazione. I *ratio* più comunemente utilizzati sono quelli che consentono la valutazione degli aspetti produttivi (come fatturato per addetto, modernità degli impianti...), di mercato (andamento quote per area geografica, equilibrio portafoglio prodotti...), finanziari, strategici e *manageriali*. I sintomi di crisi di natura finanziaria, in particolare, possono essere elencati in ordine crescente di gravità:

1. strutturale saturazione delle linee di credito con episodiche irregolarità nei pagamenti commerciali;
2. frequenti sconfinamenti delle linee di credito con irregolarità nei pagamenti commerciali;
3. progressiva revoca degli affidamenti con grave difficoltà nel fronteggiare i pagamenti;
4. richiesta generalizzata di rientro dei fidi bancari.

È evidente come solo alcune categorie d'osservatori esterni abbiano sufficienti informazioni e competenze per applicare tutti gli indicatori sopra accennati.

Relativamente ai modelli di previsione della crisi, quello più conosciuto è certamente lo “*Zeta score*” di Altman<sup>141</sup>, che esprime un indice generale dello stato di salute dell'azienda in funzione d'alcuni indicatori quali il capitale circolante diviso per il totale delle attività, l'utile non distribuito diviso il totale attività... Benché al modello di Altman siano seguite numerose evoluzioni, l'approccio in questione non ha ancora convinto in quanto fornisce segnali di rischio in momenti in cui tali segnali possono essere individuati anche con metodi empirici.

In alcuni Paesi europei le attività diagnostiche sono state portate a livelli avanzati e vengono utilizzate da *advisor* specializzati che operano per conto degli istituti di credito al fine di valutare le migliori strategie da adottare di fronte a situazioni di criticità finanziaria. In Italia questa tendenza si sta timidamente affacciando sul mercato solo negli ultimi anni e potrà consolidarsi solo a seguito di cambiamenti strutturali e d'atteggiamento nel sistema bancario.

Chiarendo sin d'ora che:

- gli interventi sui sintomi richiedono investimenti (che hanno come alternativa la cessione o la liquidazione) mentre
  - quelli sui soggetti (con modifica del soggetto economico o del *management*) sono difficilmente realizzabili prima che si siano manifestate le perdite,
- illustriamo in dettaglio il processo di *turnaround*.

## 5.5 - Il processo di *turnaround*

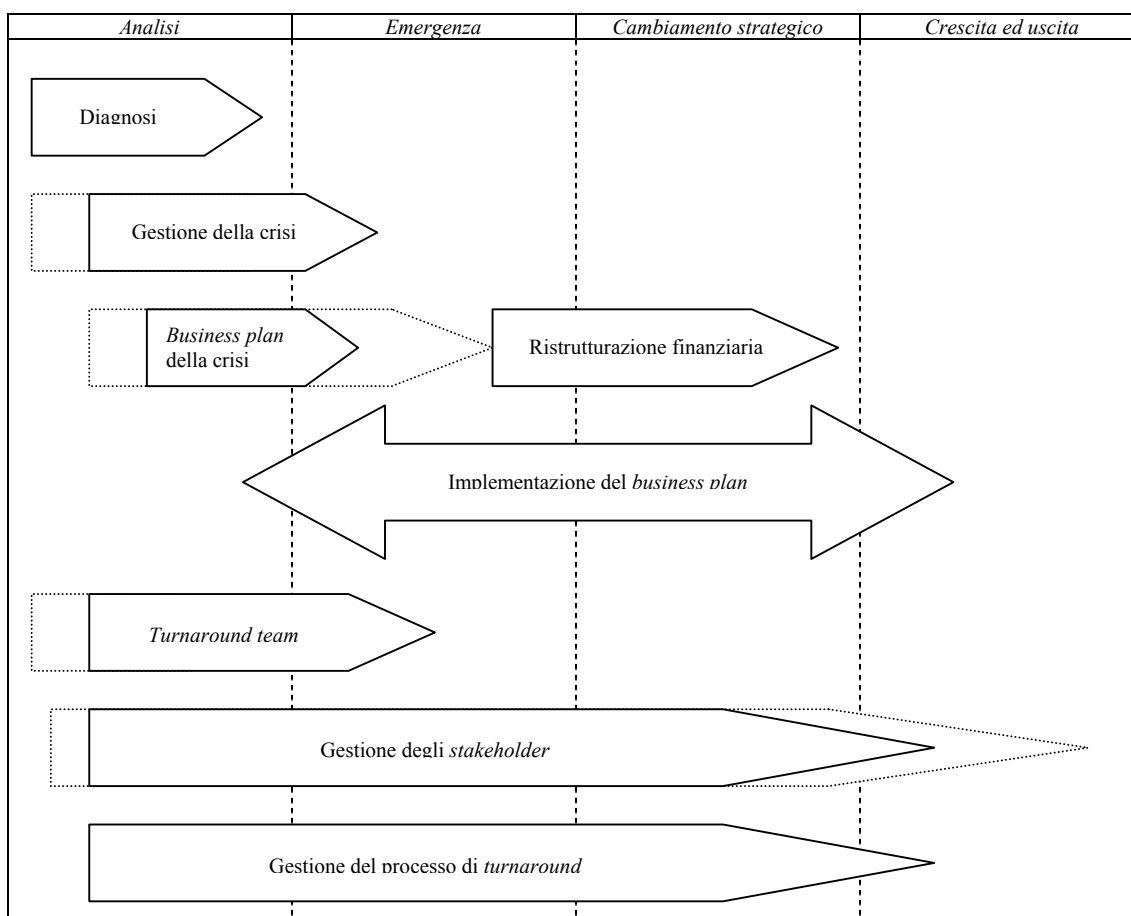
---

<sup>140</sup> L. Guatri, *Turnaround...*, *op.cit.*, pag. 100.

<sup>141</sup> E. I. Altman, *I modelli di previsione delle insolvenze: loro applicazioni alla gestione d'impresa*, in “Finanza, marketing e produzione”, 1985.

Le fasi che caratterizzano il processo di *turnaround* possono essere schematizzate utilizzando l'approccio proposto da Slatter<sup>142</sup> come illustrato nella tavola 5.3.

**Tav. 5.3: le fasi dei processi di *turnaround***



Come indicato nel grafico, il processo di *turnaround* può essere idealmente suddiviso in quattro fasi distinte: la fase d'analisi, quella di gestione della situazione d'emergenza, la fase di cambiamento strategico ed infine l'uscita dalla situazione di crisi.

Durante la **fase d'analisi** vengono intraprese le azioni volte alla comprensione della situazione in essere al fine di individuare le possibilità d'uscita alternative. In questo stadio (che generalmente dura circa un mese) devono essere svolte molteplici attività e vi è la necessità di ottenere risposte alle principali domande in tempi estremamente brevi. Anzitutto deve essere verificata la capacità di sopravvivenza dell'impresa nel breve (e a volte brevissimo) periodo, attraverso uno studio approfondito ma rapido della situazione finanziaria presente e degli impegni che l'impresa dovrà onorare nel periodo necessario per portare a termine la fase d'analisi. Un responso negativo preclude qualsiasi uscita dallo stato di criticità. L'approfondimento dell'analisi e lo studio di scenari futuri in presenza d'incombenti tensioni finanziarie d'impossibile risoluzione potrebbe anzi rappresentare una sorta d'accanimento terapeutico nei confronti dell'impresa, con conseguente perdita di valore per gli *stakeholder*.

<sup>142</sup> S. Slatter, *op. cit.*

Verificato questo primo aspetto cruciale, ha inizio la vera e propria **diagnosi** preliminare che deve:

- identificare le cause della crisi al fine d'individuare le possibili soluzioni;
- analizzare i rapporti di forza con gli *stakeholder* e gli eventuali accordi già stipulati con parte di essi, al fine di considerare le loro relazioni con il piano di ristrutturazione;
- analizzare le caratteristiche dell'attività; la ricerca delle possibili soluzioni deve prendere le mosse dall'approfondita conoscenza dell'ambiente competitivo che domina il settore e dei *driver* dell'attività. Questa analisi dovrà affrontare temi come le prospettive future del settore nel quale l'impresa opera, la natura del prodotto (maggiore o minore sensibilità a variazioni di prezzo), la composizione del mercato (frammentazione, rapporti di forza con i concorrenti...), l'impatto dei cambiamenti tecnologici in corso...;
- analizzare la struttura dei costi e dei prezzi: strategie di *turnaround* di breve periodo (come la riduzione dei costi) volte a generare cassa possono non essere implementate in situazioni in cui la struttura dei costi fissi non sia particolarmente flessibile per esigenze di mercato. Questo è uno degli elementi che influenzano maggiormente le successive strategie e può rendere frequentemente irrealizzabile il processo di *turnaround*.

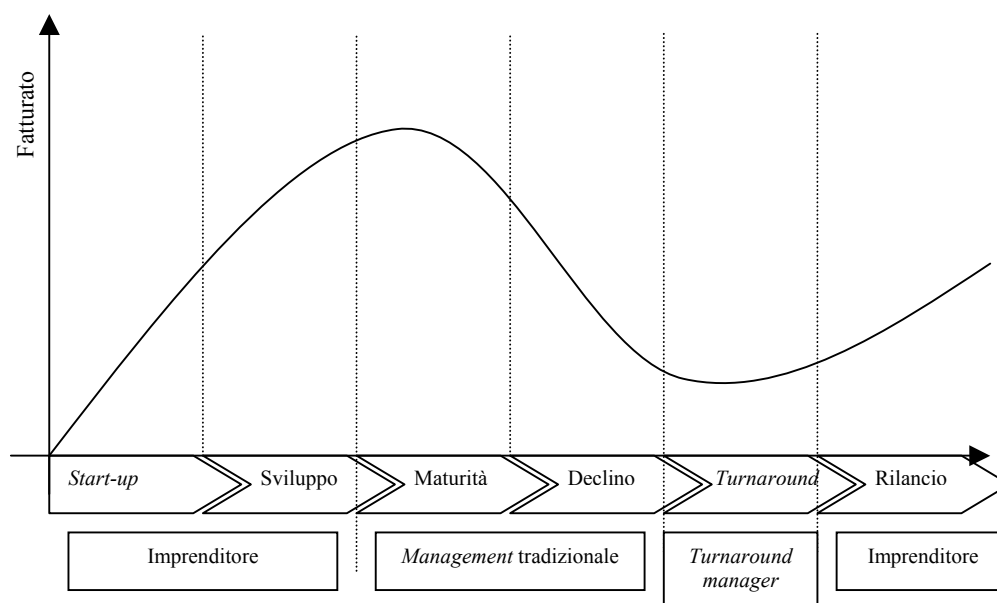
Contestualmente alle analisi sopra descritte, un ruolo estremamente rilevante è assunto dalla verifica del costo opportunità del processo di *turnaround*, in relazione anche al tempo e alle opzioni d'uscita che si hanno a disposizione e ai rischi a queste correlate. Tipiche *way out* possono essere:

- la dismissione totale o parziale delle attività;
- l'implementazione di strategie di ristrutturazione di breve periodo al fine di arrestare l'inevitabile perdita di valore, ristabilire una situazione d'equilibrio economico-finanziario minimale e cedere le attività a terzi;
- l'implementazione di strategie di ristrutturazione di lungo periodo, che prevedono l'uscita dalla situazione di crisi, il rilancio dell'attività e il mantenimento dell'equilibrio raggiunto;
- la strutturazione di soluzioni di carattere liquidatorio;
- la strutturazione di soluzioni di carattere giudiziale (concordato preventivo, fallimento...)

Tra le attività che vengono svolte in questa fase, ricopre un ruolo importante anche la verifica delle capacità del *management* e della struttura organizzativa nel suo complesso di affrontare una situazione di criticità. Non viene effettuato un giudizio sulla competenza complessiva del *management*, quanto sulla sua adeguatezza nella difficile contingenza. Ottimi *manager* in grado di gestire alla perfezione situazioni di normalità possono non avere le caratteristiche per far fronte a situazioni d'emergenza, d'instabilità e forte incertezza (e viceversa).

Si potrebbe sostenere che esista un diverso *management* per ogni fase della vita dell'impresa.

**Tav. 5.4: diversi approcci manageriali per diverse fasi del ciclo di vita**



L'analisi sopra accennata è ancora più necessaria in situazioni avanzate di crisi, nelle quali, molto spesso, si è già verificata un'emorragia di *manager* ed altre risorse chiave. Si consideri poi che il *management*, quando anche non sia stato la causa prima della crisi, non si è forse mostrato in grado di riconoscerne tempestivamente i sintomi o di intraprendere i cambiamenti di rotta necessari per riportare la situazione in equilibrio. Per questo motivo, a ragione o a torto, il "vecchio" *management* ha generalmente perso credibilità nei confronti dei terzi, diventando il capro espiatorio della situazione. La sua sostituzione assume pertanto un forte valore simbolico e fornisce all'ambiente un segnale tangibile del cambiamento che è in corso (ricerche in contesti internazionali sulla riuscita dei processi di *turnaround* mostrano come in più del 70% dei casi il cambio del *top management* avrebbe portato alla realizzazione di un *turnaround* di successo<sup>143</sup>).

Bisogna peraltro sottolineare che non tutta la letteratura è concorde: alcuni autori sostengono, infatti, che il nuovo *management* tenderebbe a distruggere i modelli di comportamento esistenti accrescendo di conseguenza il livello d'instabilità ed incertezza di un'organizzazione di per sé sottoposta a forte *stress*<sup>144</sup>.

Il criterio principale che deve essere seguito è sempre e comunque il buon senso: quando il declino e la crisi non sono attribuibili al *management* (e questo fatto viene riconosciuto dagli *stakeholder*) o comunque quando esso avesse competenze specifiche difficilmente acquisibili sul mercato (appartenenza ad un settore particolare, possesso di forti conoscenze e contatti di mercato...), la sostituzione del

<sup>143</sup> D. Schendel, G. R. Patton e J. Riggs, *Corporate turnaround strategies: a study of profit decline and recovery*, Journal of general management, 1976, come pure D.B. Bibeault, *Corporate turnaround: how managers turn losers into winners*, Beard Books, December 1998.

<sup>144</sup> I. F. Kesner e D. R. Dalton, *Top management turnover and Ceo succession: an investigation of the effects of turnover on performance*, Journal of Management Studies, 1994.

*management* potrebbe portare ad effetti negativi. Le strategie di mantenimento delle risorse aziendali in questi casi appaiono più valide, soprattutto se ai *manager* “storici” si affianca una figura d’alto livello con competenze specifiche in situazioni di criticità.

In ogni caso è fondamentale che il *team manageriale* chiamato a gestire il processo di ristrutturazione sia motivato e consapevole degli obiettivi da raggiungere.

Contestualmente alle attività di diagnosi preliminare, devono essere attuate azioni volte a stabilizzare la situazione (**gestione della crisi**). Le componenti chiave di questa fase sono:

- individuazione delle necessità finanziarie immediate attraverso la redazione di un *budget* di cassa settimanale o quindicinale che copra un arco temporale di 2-4 settimane e che venga poi confrontato con il corrispondente dato consuntivo. Viene inoltre implementata una procedura d’autorizzazioni incrociate che dovrebbe consentire esclusivamente i pagamenti ritenuti necessari (stipendi, fornitori strategici particolarmente rilevanti, eventuali piani di rientro già concordati...) che, in linea di principio, dovrebbero essere inclusi nel *budget* di cassa. Quest’aspetto è oggetto di particolare attenzione da parte delle banche qualora sia loro chiesta l’apertura di nuove linee di credito volte a consentire lo svolgimento del periodo d’analisi e fronteggiare la gestione *day by day* durante tale fase. Accanto alla gestione dei flussi finanziari di breve periodo, sono generalmente messe in atto anche delle azioni volte a generare cassa in tempi più lunghi come la riduzione dei giorni d’incasso, il rallentamento dei pagamenti a fornitori, la riduzione delle giacenze di magazzino;
- devono essere posti in atto una serie di controlli da parte del *top management* che, oltre ad includere strumenti di verifica e gestione dei flussi finanziari a breve, mirino a ridurre le uscite mediante il blocco delle assunzioni e dei passaggi di qualifica del personale, il blocco degli investimenti non essenziali ed uno stringente controllo dell’area “acquisti”;
- per riequilibrare i margini di breve periodo vengono attuate azioni per la riduzione dei costi fissi analizzandone la struttura in dettaglio (ma con rapidità) e verificandone i margini di riduzione sulla base delle ridimensionate necessità dell’azienda.

Al fine di verificare la sostenibilità del piano di ristrutturazione ed individuare la necessità di cassa di medio–lungo periodo, viene redatto un *business plan* pluriennale che espliciti le proiezioni per l’arco temporale necessario a rimborsare i crediti oggetto di riscadenziamento (tipicamente 5-8 anni). Il *business plan* dovrebbe:

- incorporare la strategia individuata per uscire dalla situazione di crisi;
- evidenziare gli effetti del cambiamento organizzativo previsto dal piano di ristrutturazione;
- essere flessibile per consentire di realizzare delle analisi di sensitività e per recepire quelle modifiche al piano di ristrutturazione, rese sovente necessarie “in corso d’opera” dalla necessità di mediare gli interessi degli *stakeholder* aderenti al piano.

Il *business plan* non esaurisce la propria funzione esclusivamente nell’aspetto modellistico ma, rappresentando il percorso ideale da seguire per portare a termine il processo di *turnaround*, deve essere il perno degli obiettivi e delle responsabilità del *management* e deve consentire la verifica *step by step* dell’evoluzione del progetto di

ristrutturazione (dando così la possibilità d'attivare eventuali correttivi qualora la realtà si discostasse da quanto preventivato).

Nella fase d'analisi non si può trascurare la **gestione degli stakeholder**.

Nella critica situazione d'avvio del processo di *turnaround*, la relazione con i portatori d'interessi può essere giunta in una fase di più o meno forte tensione, in funzione dello stadio nel quale si trova la crisi. «Il loro potere nei confronti dell'azienda è massimo durante il superamento della crisi aziendale (...) L'appoggio dei creditori al *management* è indispensabile in quasi tutti i casi. Per ottenerlo, il *management* deve motivare i creditori ed evitare pressioni tendenti alla restituzione anticipata dei prestiti»<sup>145</sup>. Nella maggior parte dei casi, i più evidenti sintomi della crisi indicati in precedenza (come il congelamento delle linee di fido, il ricorso massiccio al *factoring*, i ritardi nel pagamento dei fornitori...) si sono già palesati e ciò significa che chi interagisce con la società ha già posto in essere una serie d'azioni a protezione del proprio credito. Così il fornitore che non viene pagato da mesi da un lato pretende pagamenti pronta cassa a fronte delle future forniture e contestualmente agisce in via legale per vedere soddisfatto il suo credito pregresso, fatta salva l'ipotesi di stipulazione di un piano di rientro. Sul fronte bancario tipicamente si assiste alla progressiva riduzione degli affidamenti salvo buon fine attraverso il pagamento da parte dei clienti delle fatture "scontate" alla società ed alla richiesta di rientro dagli scoperti di conto corrente. L'arrivo di un *advisor* e l'avvio di un processo di ristrutturazione ha generalmente un effetto di riduzione dello stato d'ansia che questa situazione provoca negli *stakeholder* i quali, a fronte dell'implementazione delle misure di *cash flow management* descritte in precedenza, consentono generalmente la progressiva normalizzazione dei rapporti di fornitura ed il ripristino parziale delle linee di fido autoliquidanti. Un altro elemento che comporta una riduzione dello stato di tensione è la comunicazione tra l'*advisor* e gli *stakeholder*: il primo, che deve essere in grado di garantire la propria indipendenza, s'impegna generalmente a mantenere un costante flusso informativo, rendendo i creditori e gli altri soggetti maggiormente partecipi dell'intero processo, che viene così reso trasparente nei loro confronti.

La fase d'analisi deve portare all'identificazione della strategia ritenuta migliore per superare la crisi e riportare l'impresa in uno stato d'equilibrio. Nella pratica, tale strategia, tipicamente di medio periodo, è accompagnata da azioni di portata più "tattica" che siano in grado di sostenere le necessità di cassa e consentire il superamento della fase d'emergenza. In linea di principio la strategia d'ampio respiro prevede l'isolamento del *core business* o di quella parte di esso che possiede i margini profittevoli. In tale ambito si concentreranno le azioni volte a ripristinare l'equilibrio economico: pertanto è in questa direzione che si indirizzeranno gli sforzi per ridurre i costi, rivedere il *layout* produttivo, rinnovare o modificare le strategie commerciali e di *marketing*, razionalizzare la gamma prodotti... L'obiettivo è di massimizzare i punti di forza e contestualmente ridurre o eliminare quelli di debolezza, così da ottimizzare la catena del valore. Le altre attività o *business unit* saranno oggetto di cessione o di chiusura, in funzione delle possibilità d'alienazione (presenza di potenziali acquirenti, situazione del mercato di riferimento, tempi e costi collegati al processo di cessione...) ed alla maggiore o minore convenienza ad intraprendere un processo di liquidazione

---

<sup>145</sup> A. E. Breiter, *Ristrutturazioni aziendali: come gestirle con successo*, Economia e management, 3/1994

volontaria delle stesse (costi di smantellamento, accessibilità delle procedure per la mobilità del personale, oneri di bonifica ambientale...).

Come detto il *business plan* deve mostrare gli effetti del piano di ristrutturazione da un punto di vista industriale (recupero dell'efficienza, dismissioni, cambiamento del *mix* di prodotti, riduzione dei costi fissi...) e anche finanziario. La **ristrutturazione finanziaria**, infatti, è d'importanza vitale al fine del buon esito della ristrutturazione industriale in quanto consente di "acquistare" il tempo necessario per implementare le strategie di medio-lungo periodo, di ridefinire i rapporti con gli *stakeholder* inquadrandoli nell'ambito degli accordi stipulati e, infine, di finanziare la ristrutturazione industriale. Le strategie di ristrutturazione finanziaria possono essere di breve e di lungo periodo.

#### Strategie di breve periodo:

- devono tenere in considerazione i diversi privilegi degli *stakeholder*. Un eventuale piano con i fornitori o con le banche non può, infatti, prescindere dalla diversa tutela che il legislatore ha dato ad alcuni di loro (tipicamente il personale, gli artigiani, i finanziatori garantiti da ipoteca o da altre garanzie reali e comunque tutte le categorie rientranti tra i creditori privilegiati) anche per i rischi connessi al caso in cui il processo di ristrutturazione non avesse buon fine e la società divenisse oggetto di procedura concorsuale;
- dopo la concessione di forme di rifinanziamento a brevissimo tali da consentire lo svolgimento della fase d'analisi (si veda quanto indicato in precedenza), il processo di ristrutturazione finanziaria deve includere, oltre alle strategie di lungo periodo descritte più avanti, il ripristino delle condizioni finanziarie necessarie per consentire il ritorno a regime dell'attività. Potrà pertanto essere chiesto agli istituti di credito il ripristino totale o parziale delle condizioni di autoliquidante presenti prima della crisi, comunque in misura tale da consentire lo smobilizzo dei crediti. In situazioni di maggiore difficoltà si deve ipotizzare la richiesta di nuova finanza ma è arduo che le banche rispondano positivamente (il peso del *business plan* e delle assunzioni sottostanti nel dimostrare la possibilità di rientro di tali finanziamenti diventa rilevante);
- nel rapporto con gli altri *stakeholder* (tipicamente i fornitori) vengono in questa fase stipulati piani di rientro che hanno una scadenza generalmente più breve (uno o due anni) rispetto a quelli concordati con il "ceto" finanziario. A differenza delle banche, infatti, i fornitori sono restii a concedere credito per lunghi periodi con possibili eccezioni qualora esistesse una forte dipendenza del fornitore dall'impresa in crisi e fossero garantite richieste di forniture minime per il periodo di riscadenziamento tali da giustificare il sacrificio.

#### Strategie di lungo termine:

- accanto al ripristino delle condizioni finanziarie di breve necessarie per la continuazione dell'impresa, il debito bancario alla data d'inizio del processo di *turnaround* è generalmente oggetto di consolidamento, secondo un piano d'ammortamento le cui forme tecniche e la cui durata variano in funzione della capacità dell'impresa ristrutturata di generare *cash flow*. Si assiste, in via di principio, alla rinegoziazione degli interessi a tassi inferiori a quelli di mercato o, a volte, all'eliminazione degli stessi, a forme di ristrutturazione del debito differenziate in funzione dei diversi privilegi e delle garanzie a questi sottostanti, alla rinuncia agli interessi moratori ed al riscadenziamento dei mutui passivi. A fronte del piano di consolidamento possono essere fornite delle garanzie che non insisteranno su beni immobili (in quanto per lo più già

oggetto d'ipoteche di gradi diversi e quindi non capienti), come pure delle forme di tutela indiretta quali *warrant* sulle azioni della società o garanzie personali dei soci;

- ▶ nella prassi anglosassone un'altra formula usata di frequente è la conversione di debito bancario in capitale, meccanismo che in Italia, per l'atteggiamento delle banche restie a ricoprire il ruolo d'azionista, non ha fino ad ora trovato grande applicazione (per quanto le regole per la separazione tra banche ed industria siano meno restrittive nel caso dell'acquisizione di partecipazioni per effetto di piani di consolidamento o di ristrutturazione).

Gli interventi di risanamento devono essere condivisi dagli *stakeholder*, condizione necessaria per il buon esito del processo di ristrutturazione. Questo aspetto trova spesso esplicitazione nella convenzione bancaria che regola i rapporti con gli istituti finanziari e negli accordi destinati a riscadenziare il debito esistente con i fornitori ed a regolare le nuove forniture. Una delle questioni dibattute riguarda il grado d'accettazione di tali accordi, vale a dire se si debba coinvolgere il 100% degli *stakeholder* o solo una percentuale significativa. È evidente che un'accettazione e quindi una condivisione plebiscitaria annulla il rischio che qualche "battitore libero" intraprenda autonomamente un'azione esecutiva e renda precario l'intero processo di risanamento ma nella prassi, data l'oggettiva difficoltà nel raggiungere o convincere la totalità degli *stakeholder*, si tende ad ottenere il maggior numero d'adesioni, senza porsi come obiettivo imprescindibile un accordo unanime.

La gestione delle diverse fasi del processo è generalmente affidata ad un *advisor* esterno che assiste la società nella predisposizione degli strumenti di controllo e del *business plan*, coordinando le attività dei diversi professionisti coinvolti nell'operazione (revisori, consulenti fiscali e legali, *team* di *M&A*) sulla base del piano di ristrutturazione identificato. L'*advisor* inoltre gestisce i rapporti con parte degli *stakeholder* (tipicamente gli istituti di credito ed eventualmente i fornitori più significativi). Nel mondo anglosassone questo ruolo, oltre che essere ricoperto da una società di consulenza, viene svolto anche da figure professionali denominate *company doctor*. Entrambi i soggetti si avvalgono di solito del supporto di uno o più *team* di consulenti specializzati nelle operazioni di finanza straordinaria in situazione di forte tensione finanziaria (*turnaround team*).

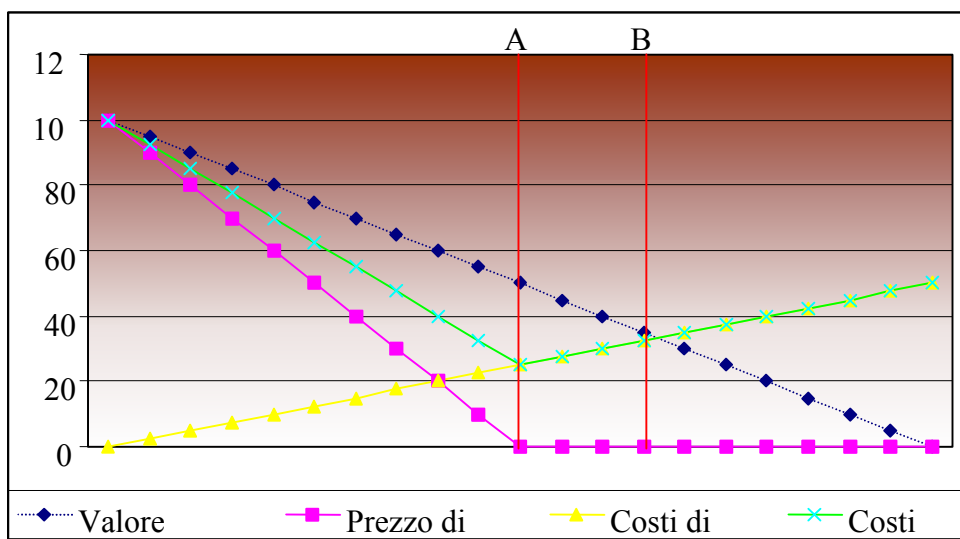
## **5.6 - Le operazioni di *M&A* in situazioni di crisi: le *distressed debt transaction***

Alcuni fattori concomitanti (il *boom* del mercato dell'*M&A*, la presa di coscienza del frequente insuccesso delle procedure concorsuali, come pure una certa riluttanza da parte del sistema bancario ad utilizzare i tradizionali strumenti di recupero) hanno contribuito alla diffusione in Italia delle operazioni di *distressed debt transaction*, attività di *M&A* mediante le quali un soggetto terzo rispetto all'impresa in crisi acquista il debito finanziario della società ad un valore inferiore rispetto al nominale al fine di pervenire al controllo dell'impresa, rilanciarla o realizzarne gli *asset* in tempi brevi.

Tale metodologia d'intervento è praticabile solo fino ad un certo livello di gravità della crisi oltre il quale è compromessa la convenienza di un'acquisizione, i cui costi sarebbero superiori al valore. Si può esprimere questo concetto con un grafico che riporti la curva del costo totale dell'operazione (linea verde), quale somma del prezzo d'acquisto (linea rosa) e dell'investimento per completare il *turnaround* (linea gialla).

Nel punto in cui la retta di costo totale interseca la curva del valore (linea blu) si raggiunge un livello d'indifferenza (punto B), oltre il quale non conviene più acquistare l'impresa "in funzionamento" ma risulta più vantaggioso attendere il fallimento e comprare i singoli beni in sede d'asta fallimentare. Il punto di massima convenienza ad acquistare (punto A) è invece quello in cui è maggiore la distanza tra la curva del valore e quella del costo<sup>146</sup>.

Tav. 5.5: quando conviene attivare operazioni di M&A in situazioni di crisi



Le acquisizioni d'aziende in situazioni di crisi, pur mantenendo per alcuni aspetti lo schema classico dei processi di M&A<sup>147</sup> hanno delle **peculiarità** che meritano di essere sottolineate:

- come più volte indicato in precedenza il fattore tempo è un elemento cruciale. Il processo d'acquisizione, generalmente piuttosto lungo, nelle *distressed debt transaction* è radicalmente abbreviato per tenere in conto tale fattore;
- la trattativa è influenzata dallo squilibrio nei rapporti tra acquirente e venditore. Da una parte, infatti, l'investitore ha un interesse relativo in quanto confronta l'IRR (*Internal Return Rate*, tasso interno di rendimento finanziario) dello specifico investimento con quello di altri investimenti alternativi sul mercato, mentre dall'altra il venditore vede spesso il fallimento come unica alternativa alla cessione;
- i soggetti al tavolo delle trattative non sono esclusivamente gli azionisti ma spesso sono coinvolti altri *stakeholder*; quando la crisi è in uno stadio avanzato o le implicazioni occupazionali sono rilevanti, l'acquirente più che con gli azionisti tratta con i creditori, con le organizzazioni sindacali, con gli enti pubblici (Comuni, Ministero dell'Industria...), con il liquidatore o, al limite, con gli organi delle procedure concorsuali. Pertanto la trattativa non è necessariamente incentrata sul prezzo delle azioni della società *target* ma sul "costo dell'azienda",

<sup>146</sup> I concetti di curva del prezzo, costo del *turnaround*, valore dell'azienda e i loro andamenti in relazione alle fasi della crisi finanziaria, sono puramente teorici. Nella realtà è pressoché impossibile individuare con precisione il punto di minimo, quello di rottura e quello di massima convenienza. Ciò nonostante rileviamo che gli operatori che intervengono in situazioni di criticità, assumono le decisioni d'investimento sulla base delle loro intuizioni in merito a tali variabili.

<sup>147</sup> In proposito si veda tra gli altri V. Conca, *Le acquisizioni*, Egea, Milano 2001.

comprensivo dei costi per il processo di “saldo e stralcio” dei debiti e di quelli per il rilancio e la ristrutturazione;

- la suddivisione dei rischi è parte della trattativa in modo più pressante di quanto non avvenga in situazioni di normalità.

Le **motivazioni** che possono spingere un investitore terzo ad acquisire una società in crisi possono ricondursi a:

- la necessità di salvaguardare la propria posizione all'interno di una filiera industriale (la crisi di un'azienda può avere delle importanti implicazioni per il potenziale acquirente, del quale l'azienda in crisi è fornitore o cliente strategico);
- la difesa di una esposizione in essere (l'acquirente è già molto esposto finanziariamente nei confronti dell'azienda in crisi e preferisce acquistare l'azienda piuttosto che rischiare importanti perdite sul credito);
- la salvaguardia dell'equilibrio di un comparto economico (è il caso tipico delle acquisizioni di banche in difficoltà incoraggiate dall'istituto centrale o dal governo);
- la possibilità di concludere un buon affare (sovente le situazioni di criticità rappresentano delle formidabili opportunità d'investimento proprio a causa della particolare posizione di debolezza negoziale della parte venditrice).

Il potenziale investitore può agire secondo un'ottica **industriale** (generalmente si tratta di un concorrente diretto dell'impresa in crisi interessato ad eliminare un *competitor* dal mercato, di un operatore in settori industriali attigui o dello stesso *management* dell'azienda): in questo scenario l'intervento d'acquisizione si inserisce nell'ambito di una strategia industriale complessiva, generalmente di lungo periodo, nella maggior parte dei casi volta all'integrazione o alla diversificazione. È peraltro difficile che un investitore industriale acquisti aziende decotte in quanto, generalmente, non possiede le competenze necessarie per gestirne il processo di rigenerazione del valore e non è disposto a sopportare i relativi rischi.

Vi sono poi alcuni **investitori istituzionali specializzati** in interventi su realtà in situazioni di crisi che, sulla base dell'approccio d'investimento adottato, si possono distinguere in:

- investitori finanziari “sviluppatori” che hanno un *modus operandi* molto simile all'investitore industriale ed un orizzonte d'uscita di 5-10 anni. Il loro obiettivo consiste nel concludere il processo di *turnaround* così da ripristinare il valore e poter rivendere un'impresa in equilibrio;
- investitori finanziari “speculatori”, che investono in aziende decotte con lo scopo di smembrarle e chiudere la parte rimanente, attraverso una liquidazione volontaria o un concordato preventivo, nell'ipotesi che il valore della somma delle parti sia superiore a quello dell'insieme. Queste figure intervengono anche nei casi in cui l'azienda abbia cessato di esistere ed i beni che ne facevano parte, si trovino già in regime di liquidazione, giudizialmente dichiarato o meno. In queste fattispecie l'ottica dell'investimento è inferiore ai 3-5 anni.

Nel mercato italiano sono ancora pochi i soggetti con caratteristiche ed *expertise* necessarie per la gestione di tali processi. Le uniche operazioni portate a termine nel nostro paese hanno visto la presenza di banche anglosassoni che, per effetto dell'operazione stessa, emettono documenti (*note*) che sono poi scambiati sul mercato. Un'altra figura che in Inghilterra e negli Stati Uniti ricopre un ruolo rilevante in queste transazioni è il cosiddetto *vulture capital fund*, un investitore istituzionale

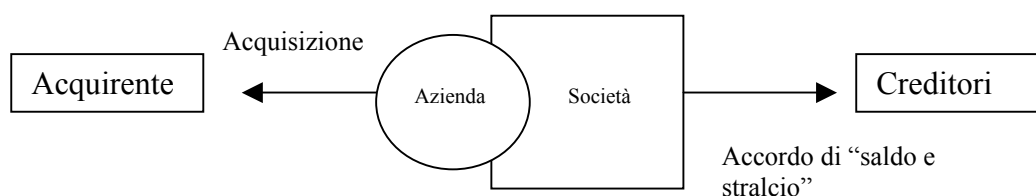
specializzati che investe in società in situazioni di criticità. Il presupposto principale dell'intervento di tali investitori risiede nel fatto che, a fronte dell'esistenza di un *business* con un potenziale, il valore della società in crisi è estremamente sottostimato e quindi l'*IRR* dell'investitore, in determinate condizioni, potrebbe raggiungere livelli molto elevati (essendo peraltro elevato anche il rischio)<sup>148</sup>. Purtroppo da questo punto di vista il mercato italiano «appare pressoché vergine e disponibile a nuovi ingressi che potrebbero essere sensibilmente incentivati da una modifica del quadro normativo, sulla base dell'atteso progetto di riforma della legge fallimentare. La creazione di un flusso di *deal* sufficiente potrebbe alimentare un processo di cartolarizzazione per la suddivisione del rischio, contribuendo al salvataggio e alla successiva creazione di valore per tutti gli *stakeholder*»<sup>149</sup>.

Le **modalità tecniche** d'intervento che generalmente vengono adottate sono riconducibili alle due fattispecie dell'acquisto dell'azienda (o del ramo d'azienda) e dell'acquisto dei crediti.

L'acquisto dell'azienda presenta le seguenti caratteristiche:

- l'acquisto del ramo aziendale “sano” è subordinato ad un accordo con i creditori che prevede un “saldo e stralcio” delle loro posizioni creditorie sino ad un ammontare pari al prezzo pagato per l'azienda;
- l'accordo di saldo e stralcio può essere il frutto di una concertazione stragiudiziale o di un concordato giudiziale;
- la società rimane in capo ai precedenti azionisti che, con la cassa generata dalla vendita, saldano i creditori e chiudono la società.

**Tav. 5.6: l'acquisto d'azienda in situazioni di *distressed M&A***



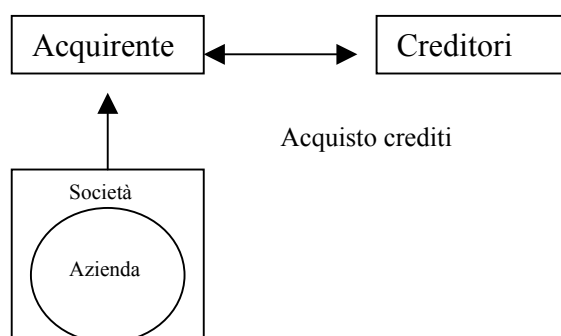
Nel caso dell'acquisto dei crediti si ha invece:

- l'acquisto pro soluto dell'indebitamento dai creditori pagato con uno sconto rispetto al suo valore nominale;
- il successivo (eventuale) acquisto dai soci o dai creditori pignorati delle azioni ad un prezzo simbolico o la stipula di un accordo con gli azionisti per la loro rinuncia diritto d'opzione in caso d'aumenti di capitale;
- la conversione parziale o totale dei crediti acquistati in capitale (l'acquirente dispone di crediti verso la società acquisita il cui valore nominale è superiore, a volte anche significativamente, al prezzo pagato per acquistarli: questo consente, nel caso di conversione degli stessi in capitale, un maggiore *leverage*).

<sup>148</sup> G. Rana e G. Gagliardi, *op.cit.*

<sup>149</sup> A. Danovi, *L'attività di Vulture Capital in Italia. Primi dati di una verifica empirica*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 6/2001.

Tav. 5.7: l'acquisto dei crediti in situazioni di *distressed M&A*



Un “normale” **contratto** per l’acquisizione di un’impresa, per quanto complesso, coinvolge in genere due sole parti, l’acquirente ed il venditore.

Il processo d’acquisizione di un’azienda in crisi, viceversa, non si conclude quasi mai con la stipula di un solo accordo tra due soggetti. Il contratto di cessione, anzi, in taluni casi non viene nemmeno stipulato o comunque assume un’importanza marginale. Spesso il contratto chiave è un accordo quadro multilaterale, in cui sono definiti tutti passaggi del processo, e viene sottoscritto dall’investitore, dai vecchi azionisti e dalle banche. Esso, inoltre, presenta una serie di condizioni (sospensive o risolutive) attinenti a fatti o atti che dipendono da terzi che non lo hanno sottoscritto.

Un tipico accordo di questo tipo è una convenzione tra le banche e la società in crisi, sottoscritto o meno dagli azionisti e dall’investitore, che regoli:

- la cessione di parte dei crediti bancari all’investitore per un certo prezzo;
- la successiva conversione di questo credito in capitale da parte dell’investitore;
- la ristrutturazione del rimanente indebitamento;
- l’erogazione di nuova finanza;

il tutto subordinato, oltre che all’accettazione da parte delle banche, all’accordo da parte degli altri creditori per lo stralcio del credito, all’accordo sindacale per una riduzione del personale, alla concessione d’interventi di mobilità o cassa integrazione...

Da quest’accordo quadro possono poi scaturire una serie di negozi bilaterali tra i vari soggetti:

- accordo di cessione delle azioni tra i vecchi soci e l’investitore;
- accordi di saldo e stralcio tra l’investitore e le singole banche e tra l’investitore ed i singoli creditori;
- accordo tra l’azienda e i sindacati...

Spesso, infine, la validità di ciascun accordo è subordinata all’esecuzione degli altri e tutti sono subordinati a che la società non sia assoggettata a fallimento.

Nei casi limite il soggetto legittimato a trattare con l’investitore è una procedura concorsuale, quindi il commissario/curatore e il giudice delegato. In tali situazioni il processo è più semplice e veloce e il culmine della trattativa diretta (o dell’asta) è la stipula di un contratto di cessione o d’affitto d’azienda con opzione per l’acquisto.

L’**affitto d’azienda** è un istituto contrattuale abituale nei processi d’acquisizione d’aziende in crisi. In una procedura concorsuale, come in una ristrutturazione stragiudiziale, l’affitto d’azienda da parte di una società appositamente costituita consente di isolare il *business* dai problemi finanziari. Questi restano a carico della vecchia società, la quale potrà affrontarli senza doversi più preoccupare della gestione

operativa. Dal punto di vista dell'investitore, tale strumento contrattuale è utile per arrestare il declino dell'azienda, limitando i rischi dell'investimento: esso consente, infatti, all'investitore di usufruire di un periodo di prova a basso costo durante il quale egli può verificare in concreto le possibilità di rilancio dell'azienda senza doversi coinvolgere (ed investire) a titolo definitivo.

## 5.7 - Conclusioni

Nel nostro contesto non mancano gli elementi che indurrebbero a privilegiare le operazioni di ristrutturazione stragiudiziale. Tra questi ricordiamo i tempi lunghi dei procedimenti fallimentari (per i quali l'Italia è stata più volte condannata in sede europea), le scarse probabilità di recupero che caratterizzano le procedure concorsuali ed il drastico ed irreversibile impatto di tali procedure sulla situazione occupazionale.

D'altra parte non sempre ciò che sarebbe auspicabile si realizza e risolvere extragiudizialmente le crisi d'impresa è un compito ancora arduo. In Italia le caratteristiche comuni dei processi di *turnaround* e, quindi, della risoluzione stragiudiziale delle crisi d'impresa sono, infatti, rintracciabili nella loro "atipicità" ed empiricità, peculiarità che hanno reso vane le ricerche di una procedura *standard* da poter adottare in situazioni di declino avanzato. Tali peculiarità sono da attribuire ad alcuni fattori, riconosciuti dalla dottrina e dalla prassi:

- la disciplina (soprattutto penale) legata alla procedura fallimentare è, come sottolineato recentemente «la ragione principale della scarsa diffusione dell'attività di *turnaround financing*»<sup>150</sup>;
- la carenza normativa in materia di ristrutturazioni d'impresa condotte al di fuori delle procedure concorsuali (che sono caratterizzate da una forte impronta liquidatoria e non recuperatoria) non agevola il lavoro degli operatori;
- la confusione relativa alle responsabilità dei principali attori della ristrutturazione, in particolare degli *advisor*, che ha limitato gli interventi strutturati di salvataggio. Se secondo taluni, infatti, «la responsabilità dell'*advisor* sarà verificata e valutata solo considerando la diligenza, la perizia e la prudenza, poste da parte di quest'ultimo nella realizzazione del piano [...] ma non anche in base all'esito che il piano stesso otterrà in concreto»<sup>151</sup>, secondo altri tale responsabilità è più estesa in quanto di mantiene un atteggiamento aprioristicamente «negativo sugli accordi di ristrutturazione, quasi che proseguendo questa strada callidamente ci si voglia sottrarre al vaglio giudiziale»<sup>152</sup>.

Dato questo quadro d'insieme, appare evidente come la possibilità d'impiegare strumenti finanziari innovativi o specifici da utilizzare in sede di ristrutturazione d'impresa sia remota. Le soluzioni adottate più comunemente rimangono quelle tradizionali che, anche dal punto di vista dei bilanci bancari, consentono una maggiore trasparenza: la dilazione del debito pregresso, la rinegoziazione dei tassi d'interesse al di sotto dei livelli medi di mercato, l'utilizzo di meccanismi di ristoro degli interessi al verificarsi di determinati eventi, l'erogazione di nuova finanza a fronte di garanzie

---

<sup>150</sup> A. Danovi, *op.cit.*, pag. 895.

<sup>151</sup> S. M. Masullo, M. Chiaia e G. Motti, *Crisi, ristrutturazione e rilancio dell'impresa*, Edizioni FAG, Milano 2001.

<sup>152</sup> P. Oliva, *Privatizzazione dell'insolvenza: inquadramento giuridico delle operazioni di ristrutturazione*, ne *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, 8/1999, pag. 825.

prestate da terzi o atipiche (quali, ad esempio, la surroga nei diritti d'alcuni creditori privilegiati).