

## *L'impiego di fondi comunitari in operazioni Venture Capital può portare ad una maggiore efficienza e profittabilità degli investimenti?*

di Federico Pino

*Esiste una varietà di operatori piuttosto ampia che investono direttamente nelle aziende a capitale di rischio. La Comunità ha recentemente predisposto una misura per sostenerne l'attività. Occorre tuttavia considerare che linguaggio e modalità operative dei burocrati sono distanti dal mondo reale e dalle effettive necessità del mercato. Esiste anche la possibilità di offrire uno strumento realmente applicabile in questo settore, peraltro ancora molto carente in termini di trasparenza: è necessario tuttavia comprenderne a fondo logiche di funzionamento e modus operandi. Sinora tuttavia, nessun fondo è nato avendo utilizzato questa misura.*

### *Cos'è il Venture Capital*

Esistono sostanzialmente due tipologie di investitori in società non quotate: i fondi di *Venture Capital* (di seguito VC) veri e propri e i fondi di *Buy-Out*. Entrambi prevedono di realizzare acquisizioni di partecipazioni in società non quotate, incrementandone il valore attraverso la gestione.

Nel mondo sono stati raccolti per questi specifici veicoli di investimento oltre 300 miliardi di dollari negli ultimi cinque anni. Si tratta di investitori di lungo periodo, che detengono una partecipazione dai tre ai cinque anni. Inoltre, a differenza di quanto accade con i fondi acquistabili allo sportello, presentano almeno due sostanziali differenze:

- sono fondi chiusi ovvero l'accesso è limitato solo ad alcuni investitori;
- investono nell'economia reale e non finanziaria.

Questa categoria di investitori ha quindi una rilevanza significativa in uno scenario macroeconomico: rappresenta cioè uno strumento flessibile a sostegno della crescita di piccole e medie aziende, ma soprattutto in questi ultimi anni va assumendo un ruolo sempre più operativo nel sostegno alla crescita aziendale. Ruolo che, dal punto di vista dell'economia nel suo complesso, rappresenta un elemento particolarmente utile, infatti offrono: primo, capitale di rischio a un settore di imprese notoriamente asfittico, ma soprattutto, assistenza e sostegno manageriale.

Sono inoltre, investitori estremamente accorti e capaci ove si consideri che, storicamente, i rendimenti delle operazioni da loro gestite è stato spesso superiore ai rendimenti di titoli quotati, con una erraticità dei corsi decisamente inferiore, così come può essere rilevato dall'esame del grafico qui sotto riportato.

Sinora, inoltre, hanno operato in un regime di massima concorrenza tra loro, godendo di una visibilità tutto sommato limitata. Sono poi caratterizzati da un altro aspetto positivo, quello di essere riusciti a produrre i propri risultati senza alcun sussidio pubblico.

Si procederà a una analisi separata dei due soggetti, in quanto le loro caratteristiche operative, oltre a renderli significativamente diversi per un investitore, creano profili di sostegno differenti in caso di interventi di politica economica.

### *I fondi di Venture Capital*

I fondi di VC hanno dimensioni che variano dai 50 milioni di euro sino al miliardo (in casi rarissimi), la dimensione media corrisponde a circa 200 milioni di euro.

Acquisiscono partecipazioni in aziende di alta tecnologia: la *ratio* è di sfruttare quanto possibile le opportunità offerte da questo tipo di aziende. Appare evidente che una società che realizzi e sia in grado di commercializzare un nuovo standard tecnico o un prodotto completamente innovativo, ha a disposizione il mondo intero come mercato di riferimento. Tale prospettiva permette, da un lato, rendimenti elevatissimi per gli investitori, dall'altro, rischi altrettanto elevati di *default*. Per raggiun-

gere simili risultati è necessario operare attraverso un'azione congiunta di aumenti di capitale ripetuti e sostegno manageriale, tale da permettere di imprimere un'accelerazione significativa al processo di crescita dell'azienda. Azienda che, pertanto, viene per così dire "allevata" dai VC: ovvero deve essere ancora di dimensioni non significative (15-20 milioni di euro massimo), se non addirittura una *start-up*, dove l'imprenditorialità dei proprietari è fondamentale, così come le prospettive concrete di crescita e la professionalità della squadra dirigente.

Esempi tipici di operazioni di VC sono la nascita del colosso *Sun Microsystem* negli USA – leader nei sistemi operativi – oppure *ElEn* in Italia, società di Firenze, leader nel mondo nei sistemi di depilazione laser.

### *I fondi di Buy-Out*

In questo caso si entra nell'aristocrazia dei signori del capitale, i *money manager*: si vuole alludere a coloro i quali siedono al tavolo delle negoziazioni con i grandi capitani di industria dai quali acquisiscono quote se non la totalità dei loro imperi, o ex-imperi come talvolta accade.

Se è vero che questi signori si trovano a gestire fondi che vanno dai 300 milioni – nel qual caso sono però considerati una sorta di paria della categoria – ai 10 miliardi di euro, la dimensione media in realtà è pari a 750 milioni. E come operano? In generale acquisiscono partecipazioni di maggioranza in aziende di dimensioni medio-grandi. Anzi tanto più sono grandi meglio è, per due principali motivi:

- l'investimento è a minor rischio: è difficile che un'azienda grande come SEAT possa fallire; sebbene forse il caso FIAT procuri qualche apprensione;
- la visibilità dei gestori è assicurata.

Il processo operativo si fonda sulla creazione *in primis* di una operazione finanziaria estremamente sofisticata: occorre, per garantire ai propri investitori ritorni adeguati, raccogliere quanto più possibile capitale di debito presso istituzioni finanziarie, senza che questo produca un indebitamento eccessivo per

l'azienda da acquisire. In passato, questo processo provocava delle transazioni *monstre* – del tipo di 10% di *equity* e 90% di capitale di debito – dove poi le banche rovesciavano su investitori creduloni buona parte dell'onere del finanziamento, emettendo i cosiddetti *junk-bonds*<sup>1</sup>.

Di norma, le acquisizioni riguardano aziende che sono interessate da passaggi generazionali o che ricerchino un partner finanziario forte per un piano di crescita aggressivo. Esistono, peraltro, anche operatori che non disdegnano, anzi ricercano, situazioni fallimentari o pre-fallimentari.

Il meccanismo in base al quale tali operazioni raggiungono una redditività interessante è piuttosto semplice: ogni azienda viene acquistata o venduta in funzione di un multiplo della sua redditività. Un po' come un *tot* al metro quadrato. Qualsiasi operatore, quindi, deve migliorare la redditività dell'azienda acquisita in breve tempo, avendo cura di rimborsare anche il debito contratto con le banche finanziatrici. Ove però il debito sia ingente anche a parità di redditività della società, l'investitore otterrà un rendimento che sia veramente interessante, solo rimborsando il prestito.

Operazioni note al pubblico, portate a termine da questi operatori, sono in Italia l'acquisto della SEAT, ma negli USA i casi sono innumerevoli, dalla linea aerea *Continental* al polo alimentare *Kraft*, e altre.

### *Le differenze*

Al di là di modalità operative diverse, è significativo esaminare le conseguenze che investimenti realizzati dai due operatori possono avere in termini reali sull'economia: i VC operano su aziende nuove o in formazione e hanno dunque un impatto si-

<sup>1</sup> I *junk-bonds*, letteralmente obbligazioni spazzatura, sono obbligazioni emesse da società i cui dati economici presentano seri rischi che tali obbligazioni non saranno onorate. Investire su questi titoli può rappresentare un rischio significativo. Peraltro, sono offerte a un tasso di interesse molto superiore alle medie di mercato per renderle attraenti.

gnificativamente maggiore in termini di ricchezza reale, creata per la comunità e per i propri investitori. I fondi di *Buy-Out*, per la natura stessa del proprio operare, hanno una ricaduta profondamente diversa sull'economia reale: anzi tutto accade di sovente che – al fine di migliorare la redditività a breve dell'azienda acquisita – operino selettivi tagli occupazionali, ma soprattutto avviene che la ricchezza creata sia a tutto vantaggio degli investitori e di qualche appartenente al *top management*. Invece, il fondo di *Venture Capital*, oltre a creare occupazione aggiuntiva e altamente qualificata, determina effetti positivi a cascata nella filiera produttiva dei fornitori. Ad esempio, in relazione all'insediamento della *STM Microelectronics* a Catania, sono nate alcune decine di piccole società che lavorano nell'indotto, senza peraltro svilupparsi in maniera totalmente *captive* e pertanto pericolosa.

Silicon Valley negli USA è nata in virtù dell'esistenza in parallelo di atenei molto validi e disponibilità di capitali. In verità poi, la localizzazione di tante aziende *high-tech* proprio in quella zona, fu anche dovuta alla decisione presa dai gestori di VC di non viaggiare più di due ore in macchina per visitare le società nelle quali investire: tutte le nascenti aziende furono quindi costrette a stabilire la propria sede, rispettando questo vincolo. Nella zona di *Cambridge*, in Inghilterra, oltre 1.600 aziende sono nate da investimenti di VC in *spin-off*<sup>2</sup> di progetti di ricerca dei vari college.

### *Cosa ha fatto l'Unione Europea*

L'Unione ha emanato un regolamento, [n. 1685/2000] nel quale si fa esplicito riferimento alla possibilità che fondi strutturali vengano investiti dai governi regionali in fondi.

La Comunità, tra i vari prodotti esistenti, ha fatto riferimento a strumenti di investimento appositamente istituiti per

<sup>2</sup> Per *spin-off* s'intende l'enucleazione di un gruppo – quanto più possibile completo – delle professionalità necessarie a completare il progetto su cui si lavora. Si parla di *spin-off* anche per il distacco da grandi aziende di porzioni della propria attività, attraverso la creazione di società *ad hoc*.

fornire capitale o altre forme di capitale di rischio alle Piccole e Medie Imprese (PMI)<sup>3</sup>.

### *La misura*

Questa normativa prevede che i privati debbano contribuire per un importo pari ad almeno il 30% del contributo messo a disposizione dal soggetto pubblico e che tali capitali siano gestiti da professionisti indipendenti, la cui scelta dovrà essere oggetto di appalto specifico. La destinazione di questi fondi è chiara:

- acquisizione di partecipazioni di minoranza;
- investimenti in società *start-up* o in fase di espansione;
- localizzazione degli investimenti nell'area geografica di competenza del soggetto pubblico investitore.

Il fondo, oggetto del coinvolgimento dell'entità pubblica, deve quindi risultare come entità giuridica indipendente e disciplinata da accordi tra gli azionisti, come in un qualsiasi fondo di investimento chiuso. D'altra parte la misura prevede anche la possibilità di investire in istituzioni finanziarie già esistenti; in questo caso tuttavia, il coinvolgimento pubblico dovrà essere oggetto di convenzione attuativa specifica, che preveda, tra l'altro, la tenuta di una contabilità separata, la quale distingua le nuove risorse investite nel fondo, da quelle inizialmente esistenti nell'istituzione.

Il fondo, pur essendo già destinatario di capitali pubblici, non sarà discriminato nella richiesta di eventuali fondi strutturali a sostegno della crescita di aziende nella quali andrà a investire.

### *Le criticità*

Il regolatore comunitario pur avendo abbastanza chiara la differenza tra VC e *Buy-Out*, ha però presente in particolare le ricadute economiche delle due diverse tipologie di operazioni. Ai fini di un più diffuso sviluppo economico di una regione ap-

<sup>3</sup> Per una riflessione sul finanziamento alle imprese, cfr. *infra*: F. Galizia, "Flussi di finanziamento alle imprese. Offerta insufficiente o scarsa domanda?", cap. III, pp. 117 ss.

pare più coerente sostenere lo sviluppo di aziende in grado di raggiungere rapidamente posizioni di leadership a livello mondiale. Sebbene sia risaputo che tale opportunità sia per natura congenita limitata del tutto o quasi al settore dell'alta tecnologia: tutto ciò nel regolamento non viene fatta la benché minima menzione! Per assurdo quindi, il soggetto pubblico può andare a scegliere un operatore, che investa in società che producono olio di oliva o marmo. Rischia cioè di figurare come un piano di finanziamenti a pioggia, gestiti tuttavia da operatori terzi rispetto al pubblico e pertanto meno politicamente esposti in caso di insuccesso.

La stessa professionalità dell'operatore, ma soprattutto l'area di intervento del fondo, restano avvolte in una certa fumosità: potrebbe così acquisire contemporaneamente partecipazioni in settori economici, assolutamente incoerenti tra loro. È ovvio che la capacità di gestire lo sviluppo di una piccola impresa, operante in settori tradizionali, è sostanzialmente e profondamente diversa da quella che serve per accompagnare la crescita di un'azienda dedicata all'alta tecnologia. Fatto che comporta rischi finanziari non indifferenti per il soggetto pubblico. Inoltre, si ha a che fare con una misura che prevede una soglia invalicabile del 49%: mentre qualsiasi gestore di capitali sa che dover operare con una simile limitazione è una assurdità, infatti, tale pesante limitazione:

- diminuisce il rendimento dell'investimento;
- diminuisce la capacità negoziale del gestore nei confronti dei manager;
- limita le possibilità di finanziamento e quindi, di crescita della società stessa.

In conclusione, resta da analizzare il problema più rilevante: la gestione di questi capitali investiti in fondi deve essere assimilata a quella dei finanziamenti strutturali. Si tratta di un complesso sistema di norme contabili e di destinazione altamente cogenti, le cui maggiori difficoltà risultano essere:

- *rintracciabilità delle spese effettuate*: ora i finanziamenti alle aziende medio piccole servono per tutte le necessità di queste entità. Quindi: o i controllori di Bruxelles si accontentano del bilancio d'esercizio oppure risulta diffi-

cile stabilire quanto dell'aumento di capitale sottoscritto dal fondo sia andato a pagare gli stipendi e gli affitti e quanto sia stato invece finanziato dal contributo all'aumento di capitale da parte di altri investitori;

- *localizzazione degli investimenti effettuati*: gli investimenti per sviluppare l'azienda in questione devono realizzarsi solo e esclusivamente nell'area geografica di appartenenza del soggetto pubblico di un sito produttivo. Ma se il *management* ritiene di localizzare altrove un sito produttivo, per assicurare lo sviluppo e la continuità della gestione aziendale, questo risulta impedito dalla norma. Con il rischio che in breve tempo la società stessa sia magari costretta a chiudere i battenti.

### *Cosa può fare ancora l'Unione Europea*

Diverse sono le considerazioni che possono essere mosse in relazione all'ipotesi di sostenere lo sviluppo di determinate aree mediante l'utilizzo di fondi di *Buy-Out*, piuttosto che di *Venture Capital*. E questo vale in assoluto, perché non si può proporre un modello di sviluppo identico per tutte le aree geografiche.

In coerenza con quanto esposto circa le diverse modalità operative, occorre ipotizzare scenari diversi di utilizzo o anche di sostegno all'uso di questi operatori. I fondi di *Venture Capital* e *Buy-Out* possono essere strumenti utilissimi, ma devono essere correttamente incanalati, per favorire realmente lo sviluppo dell'economia comunitaria. Logiche applicative concrete non sono finora emerse, anzi si è assistito a un procedere episodico e quasi a tentoni. Ciò che l'Italia può concretamente realizzare nel corso del semestre di presidenza è a fil di logica solo un'avvio, ma può rivelarsi basilare per lo sviluppo di politiche economiche nazionali e locali innovative.

Certamente lo strumento del *Venture Capital* presenta modalità di attuazione e soprattutto risultati, potenzialmente molto attraenti per governi locali. Sono cioè operatori, che, per la loro natura, sono in grado di far sviluppare aziende di alta tecnologia in aree fino a quel momento non interessate da tali set-

tori. La ricaduta occupazionale, in primo luogo, ma anche politica per chi ne sostiene la realizzazione, è evidente. Irlanda, regioni della Spagna e della Germania testimoniano come, anche senza l'apporto dei fondi comunitari, sia possibile raggiungere significativi livelli di sviluppo.

In relazione a questo risulterebbe opportuno che la Comunità potesse modificare i termini del regolamento e agevolare lo sviluppo di fondi: questo vale sotto l'aspetto normativo e fiscale. Alcuni interventi possono essere auspicabili per l'operatività stessa di tali strumenti e prevedono:

- maggiore rapidità nel definire obiettivi e modalità di selezione degli operatori: ad oggi in Europa nessun operatore di VC è nato utilizzando questi fondi messi a disposizione dalla Comunità. Significherà qualcosa o è solo incapacità dei gestori?
- disponibilità a fissare termini cogenti per l'utilizzo, con meccanismi di incentivazione/penalizzazione: sino a questo momento la Comunità non sorveglia e non incentiva minimamente l'utilizzo della misura. Il risultato è stato di trasformarla in lettera morta;
- maggiore disponibilità e cadenza annuale: per come agiscono i VC, è necessario ipotizzare un flusso certo e continuo di fondi, svincolandoli soprattutto dal capitolato relativo ai finanziamenti strutturali.

I fondi di *Buy-Out* possono essere invece strumentali a interventi in zone industriali in declino: grandi aziende con evidenti criticità operative e finanziarie possono trarre giovamento da interventi decisi e rapidi, presi da una gestione completamente nuova rispetto alla precedente. È chiaro che si andrebbe incontro a pesanti ristrutturazioni, licenziamenti, ma è altrettanto vero che grandi complessi industriali in declino potrebbero così non scomparire e anzi essere significativamente rilanciati. In questo caso occorre pensare a definire *ex-novo* interventi che prevedano:

- disponibilità di fondi comunitari a sostegno delle operazioni: è quindi opportuno ipotizzare strumenti, che affianchino l'operatività dei gestori di *Buy-Out*, sia direttamente nell'azienda acquisita, sia con integrazioni alle po-

litiche economiche locali onde favorire il reinserimento dei lavoratori licenziati;

- meccanismi di indirizzo della gestione delle operazioni di *Buy-Out*, anche prevedendo soglie di penalizzazione o di premio: si tratterebbe cioè di incentivare i gestori dei fondi a adottare strategie operative salvaguardanti la sostenibilità industriale del *business* acquisito, bilanciando così la necessità di dover creare ricchezza finanziaria per gli investitori nei fondi.

Si ritiene comunque basilare creare una cultura a livello comunitario, ma anche e soprattutto nazionale, di cosa sono e come operano questi fondi. Viceversa, l'utilizzo come mero sostegno agli interventi di politica economica potrà sempre dare luogo a equivoci e contrasti circa la conduzione degli interventi.

A margine di tutto ciò e relativamente alla situazione italiana, non può non essere evidenziata la cogente necessità di rivedere il diritto societario e la normativa fiscale per favorire lo sviluppo di interventi da parte di questi fondi. Due esempi per chiarire:

- diritto societario: le norme che regolano i fallimenti possono rappresentare un vincolo operativo forte per i gestori di VC, che istituzionalmente hanno una percentuale di *default* delle loro operazioni elevato;
- diritto fiscale: in Italia la tassazione per i guadagni da capitale realizzati dai fondi chiusi è del 12,5%, laddove nel resto dell'Europa è invece prossima allo zero (Lussemburgo, Olanda, Austria ecc.). Negli Stati Uniti è stata invece adottata la logica del "*pass through*", vale a dire che i fondi non pagano alcuna imposta e le tasse per i guadagni da capitale sono viceversa in carico al percipiente finale: in questo modo si è favorito l'investimento nei fondi di *Private Equity* di operatori quali i fondi pensione, le fondazioni, cui sono stati riconosciuti profili fiscali agevolati.