

Le scelte finanziarie connesse con le opzioni di crescita internazionale delle piccole e medie imprese.

Chiara Della Bella*

Sintesi: Questo contributo si concentra sullo studio delle problematiche finanziarie connesse con la trasformazione di imprese a prevalente vocazione domestica in imprese a proiezione internazionale, sviluppando un modello di analisi del set di alternative che si dischiudono ad un'impresa caratterizzata da una opzione latente di crescita internazionale. Esso vuole contribuire al dibattito relativo al miglioramento della competitività internazionale del sistema industriale domestico analizzando il tema dei supporti decisionali in grado di rappresentare all'imprenditore rischi e benefici della scelta di internazionalizzazione¹.

Bozza

Non citare senza l'esplicito consenso dell'Autore

Professore Ordinario di Finanza aziendale, Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia (chiara.dellabella@unimore.it)

Ai fini della realizzazione di questo scritto l'Autore ha beneficiato del confronto con: F. Ginelli CFO Piazza Sempione SpA; M. Frigerio, Metallurgica Frigerio SpA; F.Nardi, CFO Cobra Automotive SpA; R. Sirtori, AD Sircatene SpA; G. Montorsi, CFO Caprari Spa; T. Cepelli e D. Bardini, rispettivamente DG e CFO Antichi Pellettieri SpA; F. Annettoni e G. Corti, rispettivamente AD e DA di CEA – Costruzioni Elettromeccaniche Annettoni SpA; S. Conti, DG Conti Complet SpA; L. Malberti, Presidente di Rimadesio SpA; A.R. Salerno. Ad essi va il più sentito ringraziamento. L'Autore rimane il solo responsabile delle affermazioni contenute in questo scritto.

¹ Il presente contributo si sviluppa nell'ambito del Progetto di ricerca FIRB 2003 "Ridisegno dell'infrastruttura finanziaria nelle reti di imprese: alla ricerca di nuove soluzioni finanziarie, istituzionali e informatiche per sostenere la crescita, l'innovazione, le riorganizzazioni aziendali e la gestione dei rischi".

Le scelte finanziarie connesse con le opzioni di crescita internazionale delle piccole e medie imprese.

di

Chiara Della Bella

1. La ridotta competitività internazionale del sistema industriale italiano: razionamento di capitali o di supporti decisionali ?

La *performance* delle imprese italiane sui mercati esteri viene di frequente interpretata alla luce di un inadeguato sistema di finanziamenti a sostegno dell'export o dell'investimento diretto all'estero. E' questa una problematica che tuttavia riguarda prevalentemente le imprese che già operano sui mercati internazionali e che si trovano a competere con concorrenti che godono di un maggiore supporto da parte del proprio sistema finanziario domestico. In questo senso l'analisi riguarda come migliorare la *performance* delle imprese italiane che già hanno una significativa proiezione internazionale.

Tuttavia il miglioramento della *performance* competitiva internazionale del sistema paese passa anche attraverso l'aumento del numero delle imprese che avviano con successo un processo di internazionalizzazione. Per queste imprese il primo ostacolo alla scelta di internazionalizzarsi non è costituito tanto dalla disponibilità di risorse finanziarie a supporto dell'export o dell'investimento diretto all'estero, bensì dal fatto che tale scelta comporti un salto di continuità rispetto alla gestione "solo domestica".

Questo contributo si concentra sulle problematiche connesse alla trasformazione di imprese a prevalente vocazione domestica in imprese a proiezione internazionale. L'analisi muove dalla considerazione che non sia il razionamento dei capitali la causa della ridotta propensione dell'impresa ad internazionalizzarsi, quanto piuttosto la mancanza di adeguati supporti decisionali in grado di rappresentare all'imprenditore i rischi ed i benefici differenziali della scelta di internazionalizzare l'impresa rispetto a quella di non internazionalizzare.

La competitività internazionale del nostro sistema industriale è emersa come criticità a far tempo dalla fine degli anni Novanta, quando si è manifestata la c.d. *crisi da globalizzazione*, che può essere sinteticamente stilizzata in quattro principali evidenze:

1. il saldo di bilancia commerciale mantenutosi ampiamente superiore ai 20 miliardi di € nella seconda metà degli anni Novanta, prende a flettere dal 1999, assumendo a partire dal 2004 segno negativo (Cfr. Tab.1.1, Interscambio commerciale dell'Italia);
2. i dati relativi all'evoluzione della quota (di mercato) dell'export italiano nel mondo mostrano una riduzione di circa $\frac{1}{4}$ negli ultimi dieci anni (il valore della quota passa da 4,7% relativo al 1996 a 3,4% relativo al 2006, Cfr Tab.1.2, Quote di mercato dell'Italia su export e import mondiale);

3. le rilevazioni disponibili sulla natalità aziendale e sulla produzione mostrano che, nel complesso del settore manifatturiero italiano, il numero delle imprese attive si è ridotto del 6,3% tra l'anno 2000 e il 2004, mentre il volume della produzione è diminuito del 4,9%²;

4. infine, le evidenze raccolte sull'andamento della produzione e sull'evoluzione della occupazione in alcuni dei settori più violentemente colpiti dalla aggressività della concorrenza internazionale (settori tessile-abbigliamento e pelli-calzature) mostrano una perdita di circa ¼ del valore aggiunto in termini reali (6,8 miliardi di €) e di 89.000 occupati nel quinquennio 2000-2005³.

E' opinione condivisa che le principali cause di questa rilevata debolezza competitiva siano di natura strutturale ed attengano a due profili morfologici caratteristici del nostro sistema industriale: la prevalenza di imprese di piccola dimensione; e la specializzazione in settori maturi. Ciascuno di questi profili ha riflesso sulle performance delle imprese in ambito competitivo internazionale e sulle problematiche specifiche sulle quali intervenire per migliorarle.

a) la piccola dimensione

Con particolare riguardo all'aspetto dimensionale, le evidenze disponibili mostrano come la piccola dimensione sia un caratteristica che permane nel nostro sistema industriale, a differenza dei sistemi industriali dei Paesi nostri concorrenti. I dati relativi alla distribuzione degli occupati per dimensione d'azienda, evidenziano come il 56% degli occupati trovi occupazione presso imprese che impiegano meno di 50 addetti (Cfr. Tab. 1.3, Ripartizione degli addetti per categorie dimensionali di impresa). Tale incidenza risulta circa doppia rispetto a quella rilevabile in Germania (23% ca) e Francia (30% ca) e comunque superiore a quella di Spagna e Portogallo (50%)⁴.

La piccola dimensione, se da un lato conferisce maggiore flessibilità produttiva al sistema, dall'altro ne limita l'efficienza, in quanto rende più difficile lo sviluppo di prodotti e tecniche innovative, e la competitività internazionale, tenuto conto dei vincoli che essa pone alle modalità di internazionalizzazione e penetrazione sui mercati esteri. Un'analisi sui problemi dell'internazionalizzazione legati alle dimensioni condotta dall'ICE mostra infatti che:

- le imprese di minore dimensione tendono ad avere una minore propensione all'export, rispetto alle imprese di maggiore dimensione. Ne fornisce evidenza al riguardo il fatto che nel 2000 il 92% delle imprese di grande dimensione vendeva parte dei suoi prodotti all'estero, a fronte dell'83% di quelle medie e di "solo" il 61% delle imprese di piccola dimensione;

² Così M.G. Calza, A. de Panizza, S. Rossetti, "Dinamica dell'internazionalizzazione delle imprese manifatturiere italiane nel periodo 2000-2004", in *L'Italia nell'economia internazionale*, Rapporto ICE 2006-2007, pg. 195..

³ Così M. Fortis, *Concorrenza asiatica: in 5 anni perso un quarto del valore aggiunto della moda italiana*, Fondazione Edison, Quaderno n° 5, Settembre 2006, pg. 2 e sgg.

⁴ Ancor più rilevante, poi, il fatto che tale caratteristica rimane sostanzialmente invariata nel tempo: "il peso delle piccole imprese nel 2003, ultimo anno per cui è disponibile un confronto fra paesi, è infatti sostanzialmente analogo a quello del 1996. Tale peso è invece diminuito in maniera significativa negli altri stati europei; la Spagna, in particolare, ha sperimentato una riduzione della quota sull'occupazione delle imprese più piccole superiore a tre punti percentuali". Rapporto ICE 2006 "L'Italia nell'economia internazionale", cap. 8, pg. 503.

- la piccola dimensione condiziona la capacità di raggiungere mercati distanti. In proposito, si nota infatti che nelle classi dimensionali inferiori (sino a 50 addetti) oltre il 62% delle imprese esporta in aree vicine (Unione Europea *core* e Europa Centro-orientale⁵), mentre in media solo il 38% delle imprese con meno di 50 addetti raggiunge mercati extra-europei a fronte del 60% delle imprese di maggiori dimensioni;

- la dimensione e la localizzazione svolgono un ruolo importante nel determinare la volatilità della presenza della impresa sui mercati esteri, tenuto conto della maggior instabilità della presenza sui mercati esteri da parte delle imprese di minore dimensione. Dati riferiti al 2002 mostrano che circa un quarto delle imprese che hanno esportato in uno dei quattro anni precedenti non ha poi svolto attività di esportazione nell'anno immediatamente successivo e che, simmetricamente, circa un quarto delle imprese esportatrice in un dato anno non aveva svolto tale attività nell'anno precedente. Ciò a differenza delle imprese di maggiore dimensione che sono state costantemente attive sui mercati esteri. Il basso grado di persistenza sui mercati esteri induce anche una minor crescita delle esportazioni e di riflesso dell'occupazione: le imprese che hanno esportato in tutti gli anni hanno registrato un incremento del 4,5% del numero di addetti e un incremento delle esportazioni maggiore⁶.

In effetti, a conferma di quanto già ICE rilevava nel 2002, anche la dinamica più recente della dinamica dell'export italiano per categorie dimensionali di impresa mostra le difficoltà incontrate dalle imprese di minore dimensione. Tale dinamica (Cfr. Tab 1.4, Ripartizione delle esportazioni italiane per classe dimensionale delle imprese esportatrici) mostra come negli ultimi anni le imprese di minore dimensione abbiano subito una perdita di quota sul valore delle esportazioni italiane. Tra il 2000 ed il 2004 il peso delle esportazioni realizzate dalle piccole imprese (con meno di 50 addetti) si è ridotto del 9% circa, passando dal 31,5% relativo al 2000 al 28,8% relativo al 2004, a beneficio delle maggiori imprese, la cui quota sull'export domestico totale cresce nello stesso periodo dal 41,3% al 43,7⁷. Se ne deve concludere che l'incremento di fatturato all'export realizzato dalle piccole imprese esportatrici è inferiore al tasso di incremento dell'export medio del sistema, a causa della maggiore difficoltà incontrata da questa categoria di imprese nel fronteggiare la concorrenza internazionale.

La debole *performance* sui mercati esteri delle imprese di piccola dimensione evidenzia l'esistenza di **vincoli** ad una crescita "naturale" verso l'internazionalizzazione. Con ciò si vuole intendere la circostanza secondo cui non è sufficiente all'imprenditore lo stimolo al profitto (inteso come possibilità di realizzare investimenti a valore attuale netto positivo) per avviare un processo di internazionalizzazione quando questo comporti una radicale trasformazione dell'impresa e non semplicemente un investimento marginale. In questa prospettiva la debole performance delle imprese di piccola dimensione non sarebbe necessariamente riconducibile a un set di minori opportunità di sviluppo internazionale dischiuse a tali imprese, giacché i vuoti di offerta lasciati nelle produzioni di nicchia dovrebbero semmai essere maggiori rispetto a quelli dischiusi alle produzioni di più ampia scala, ma piuttosto ad una sorta di ritrosia dell'imprenditore ad assumere decisioni di natura straordinaria per via dei vincoli che la piccola dimensione comporta. Esempi di tali vincoli possono essere individuati ne:

⁵ Di fatto si tratta dei Paesi membri dell'Unione Europea nella sua composizione a 27.

⁶ ICE, 6. Dimensioni d'impresa, in ICE- Istituto Nazionale per il Commercio Estero, Sintesi del Rapporto sul commercio con l'estero, 2003;

⁷La riduzione di peso rilevata tra il 2000 e il 2004 si inserisce peraltro in una tendenza rilevabile già dalla metà degli anni novanta.

- la carenza di competenze manageriali, legate sia al modello prevalentemente familiare dell'impresa di piccole dimensioni, sia alle inevitabili diseconomie di scala che i costi di *overheads* generano nella piccola dimensione;
- la natura dei rischi connessi all'attività di investimento a supporto della internazionalizzazione, assimilabile per certi versi all'avvio di iniziative imprenditoriali (rischio di start up);
- il modello di *governance* delle imprese, prevalentemente fondato su modelli di proprietà chiusi i quali limitano le fonti di finanziamento a supporto del processo di internazionalizzazione alla capacità di indebitamento dell'impresa e all'autofinanziamento.

Il superamento di questi vincoli non può che avvenire per "salti", giacchè:

- la dotazione di capacità manageriali richiede il raggiungimento di una dimensione aziendale minima in tempi rapidi;
- l'assunzione di rischi di start up richiede il reperimento di capitale di rischio adeguato;
- la disponibilità a modificare il modello di *governance* richiede la consapevolezza da parte dell'imprenditore dei vantaggi connessi con l'adozione di un criterio di separazione fra le scelte di impresa (che ha necessità di investire a supporto dell'internazionalizzazione) e quelle dell'azionista di controllo (che può disinvestire parte del patrimonio personale immobilizzato nella partecipazione al capitale d'impresa, riducendo il rischio del proprio portafoglio).

Le discontinuità gestionali che una crescita per salti comporta trovano a loro volta un ostacolo nell'assenza di adeguati modelli per le decisioni, in grado di identificare i benefici e i rischi differenziali delle diverse alternative a disposizione dell'imprenditore. In particolare le decisioni di natura straordinaria si caratterizzano per tre principali profili:

- a) la natura irreversibile di tali scelte;
- b) le conseguenze di tali scelte sulla capacità di reddito esistente dell'impresa;
- c) la non necessaria coincidenza fra i benefici per l'impresa e per l'imprenditore.

Tali profili fanno sì che anche quando l'imprenditore sia in grado di identificare precisi percorsi strategici di sviluppo internazionale suscettibili di generare benefici in capo all'impresa vi rinunci per la difficoltà di valutare il *trade-off* rischi/benefici in capo a sé stesso.

b) la specializzazione in settori maturi

Meno univoche sono invece le evidenze connesse alle problematiche causate dalla prevalente appartenenza delle nostre imprese ai settori c.d. tradizionali e specializzati. Poiché se è vero, da un canto, che in questi settori si è avuta una elevata riduzione di produzione e occupazione (come *supra* mostrato), è d'altro canto anche vero che proprio nei settori tradizionali continua a concentrarsi la maggior parte del surplus commerciale, e che da questi pare essere partita più di recente una ripresa di competitività. (Cfr. Tab. 1.5: Il commercio estero dell'Italia per settori. Valori delle esportazioni e saldi).

Dopo il primo impatto negativo, la *crisi da globalizzazione* sembra aver innescato un processo di "distruzione creatrice" del tessuto industriale, il quale porta ad una riqualificazione del sistema produttivo in favore delle imprese in grado di reggere le nuove sfide competitive.

La riqualificazione del sistema sta passando attraverso una variegata molteplicità di azioni, che spaziano da: l'efficientamento delle strutture e dei processi produttivi, ottenuto attraverso l'uso di semilavorati importati a basso costo oppure attraverso la delocalizzazione di fasi del processo produttivo in Paesi con minori costi di produzione; all'*up grading* qualitativo delle produzioni e all'incremento della differenziazione⁸; allo sviluppo di strategie di internazionalizzazione volte ad un maggior presidio della clientela estera, da ottenersi attraverso un accresciuto radicamento commerciale nei mercati esteri.

Diverse indagini campionarie danno evidenza della portata di tale attività di ristrutturazione in corso: la *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* condotta annualmente dalla Banca d'Italia su oltre 4.000 aziende mostra i principali mutamenti qualitativi intervenuti sul tessuto industriale domestico. Tra il 2000 e il 2006, nota l'Indagine, più della metà delle imprese industriali ha introdotto importanti cambiamenti di strategia, ed è cresciuta, soprattutto per le aziende più grandi, la presenza sui mercati internazionali, con investimenti diretti o attraverso collaborazioni con altre imprese (Cfr. Graff. 1 e 2). I cambiamenti di strategia hanno riguardato il rinnovamento della gamma di prodotti offerti (30,8%), gli investimenti nel marchio (15,3%) e l'avvio di operazioni di internazionalizzazione (7,3%). Contemporaneamente è cresciuta la quota di imprese con attività produttive all'estero (dal 5,4% all'8,0%) e che ha collaborazioni con imprese straniere. A simili conclusioni giunge anche l'*Indagine sulle imprese italiane* condotta a cadenza triennale dall'Osservatorio sulle piccole e medie imprese di Capitalia⁹, la quale rileva la crescita delle operazioni di penetrazione commerciale, alle quali ha fatto ricorso circa il 35% delle imprese del campione (contro il 25% circa della precedente rilevazione).

A evidenza della realizzazione delle citate strategie di riqualificazione, una importante evidenza è infine costituita dall'incremento dei Valori Medi Unitari (VMU)¹⁰ delle esportazioni italiane, che consegue allo stabilizzarsi della quota in valore delle esportazioni italiane in presenza di una loro riduzione in termini quantitativi. La tab. 1.6 Valori medi unitari delle esportazioni europee mostra il progresso realizzato in tale parametro dalle esportazioni domestiche, specie a confronto con i principali *competitors*, il quale viene prevalentemente interpretato come conseguenza di un *upgrading* qualitativo delle produzioni e quindi del cumularsi di un vantaggio qualitativo dell'export domestico rispetto a quello dei concorrenti¹¹. Tale progressivo *up grading* qualitativo delle produzioni domestiche consegue dunque in parte alla uscita dal mercato delle produzioni più standardizzate e

⁸ Sul tema si vedano, tra gli altri: M. Bugamelli, "Prezzi delle esportazioni, qualità dei prodotti e caratteristiche di impresa: un'analisi su un campione di imprese italiane", *Tema di discussione*, Banca d'Italia, n. 634, giugno 2007; A. Borin, B. Quintieri "Prezzi più alti o qualità migliore? Il caso delle esportazioni italiane di calzature", in ICE, *L'Italia nell'economia internazionale*, Rapporto ICE 2005-2006; G. Conti, M. Cucculelli, M. Paradisi, "Internazionalizzazione e strategie delle imprese nei settori tradizionali", in *L'Industria*, n° 1, 2007; S. Menghinello, P. Papa, "Globalizzazione dei mercati e modelli di comportamento delle imprese nei settori del Made in Italy tradizionale", in *L'Italia nell'economia internazionale*, Rapporto ICE 2006-2007, pg. 339.

⁹ Ci si riferisce all'ultima indagine disponibile, IX Rapporto, pubblicato nell'ottobre 2005. L'indagine di tipo campionario si fonda su dati qualitativi e quantitativi di circa 5.000 imprese manifatturiere con più di 10 addetti.

¹⁰ I Valori Medi Unitari sono ottenuti dal rapporto tra valori e quantità esportate. La loro dinamica non è quindi di univoca interpretabilità tenuto conto che il loro andamento nel tempo dipende sia dal *pricing* applicato dalle imprese esportatrici sia dal mix dei beni esportati. Sul tema si veda il contributo di A. Borin, B. Quintieri, "Prezzi più alti o qualità migliore? Il caso delle esportazioni italiane di calzature", in Rapporto ICE 2006 "L'Italia nell'economia internazionale", cap.6, pgg. 401 e sgg.

¹¹ Così ad esempio, E. Marvasi, *Qualità: la risposta italiana alla concorrenza cinese?*, in Rapporto ICE 2007 "L'Italia nell'economia internazionale", cap.4, pgg. 207 e sgg.

qualitativamente meno elevate, in parte a decisioni di riposizionamento competitivo in segmenti di mercato meno soggetti alla concorrenza (di prezzo) dei paesi emergenti.

La ripresa di competitività internazionale del sistema industriale domestico passa dunque attraverso un processo di ristrutturazione che nel modificare le condizioni dell'offerta di beni, modifica anche le imprese che costituiscono tale sistema. Recenti rilevazioni documentano la maggiore dimensione, produttività e dotazione di risorse specializzate che caratterizzano le imprese *internazionalizzate* rispetto a quelle non internazionalizzate. In Tab1.7 (Indicatori economici delle imprese manifatturiere esportatrici a confronto con le non esportatrici) a questo riguardo, è riportato un confronto tra imprese manifatturiere italiane esportatrici e non. In particolare sono messi a confronto parametri dimensionali e di produttività di imprese appartenenti a diverse classi dimensionali. Come si può notare, per ogni classe dimensionale, la media impresa esportatrice risulta di dimensione (per numero di occupati) non inferiore all'omologa impresa non esportatrice, talché la sua produttività, come misurata dal rapporto "valore aggiunto per addetto", tende ad essere maggiore (nel complesso del sistema pari a + 60%). Inoltre, una recente indagine¹² incentrata sulle imprese europee conferma le evidenze relativamente alle imprese italiane e mostra parimenti che lo stesso fenomeno si riscontra anche negli altri Paesi europei (Cfr. Tab.1.8, Indicatori economici delle imprese manifatturiere europee internazionalizzate a confronto con le non internazionalizzate).

La *performance* internazionale delle imprese operanti nei settori maturi è dunque strettamente legata ad una loro riqualificazione di produzioni ad elevato valore aggiunto o ad elevata componente di servizio; profili entrambi dai quali dipende anche la performance domestica delle stesse imprese.

Emerge infatti dall'analisi del modello di specializzazione del tessuto industriale italiano, come la debole *performance* internazionale non possa essere disgiunta da una progressiva erosione delle quote di mercato e delle performance sul mercato domestico. Questa circostanza fa sì che l'impresa di piccole dimensioni non internazionalizzata mentre deve fronteggiare i rischi di una crescente competizione è anche oggetto di attenzione da parte di *competitors* nazionali od esteri interessati ad acquisirne le quote di mercato. Accade così che il mercato del controllo di tali imprese – pur in presenza di rischi crescenti di mantenimento della posizione competitiva sul mercato domestico – evidenzia premi crescenti, legati al *momentum* favorevole ad una crescita esterna da parte di *competitors* esteri o nazionali.

Questa circostanza è destinata a generare una sorta di divaricazione degli effetti della accresciuta competizione sul mercato domestico sul valore dell'impresa stand alone e sul valore del pacchetto azionario di controllo dell'impresa stessa se ceduta dall'imprenditore ad un concorrente. Mentre infatti il valore d'impresa *stand alone* è legato alla capacità di reddito prospettica che in un contesto di pressione competitiva crescente e di sviluppo inerziale di impresa non può che ridursi, il valore del pacchetto di controllo è invece legato al costo opportunità che i concorrenti dovrebbero sostenere qualora volessero realizzare la crescita sul mercato domestico per via organica. Il premio riconosciuto nel mercato del controllo è funzione del costo (in termini di investimenti, di perdite, di tempi) che il potenziale acquirente dovrebbe sostenere per "strappare" all'impresa domestica la quota di mercato che essa controlla. Questa divaricazione fra *drivers* di valore è destinata ad essere solo temporanea, ma può generare in capo all'imprenditore una sorta di illusione sul reale

¹² T. Mayer, G. Ottaviano, *The happy Few: New Facts on the Internationalisation of European Firms*, Bruegel Blueprint, n.3, Brussels, 2007.

valore della propria impresa. Illusione che si traduce nella sottovalutazione dei rischi connessi a non reagire alla competizione internazionale. Basti qui ricordare il caso del settore della distribuzione di prodotti surgelati. Imprese multinazionali interessate ad entrare in Italia in questo settore erano interessate ad acquisire piccole imprese che gestivano singole fasi della c.d. catena del freddo, così da acquisire l'intero controllo della filiera. Nella fase di ingresso delle imprese estere i prezzi negoziati sul mercato del controllo delle imprese domestiche di piccole dimensioni della catena del freddo erano lievitati considerevolmente. Successivamente a questa fase, invece, i prezzi sul mercato del controllo sono crollati - una volta formata la filiera l'interesse dei nuovi entranti per le altre imprese del settore è praticamente crollato – ed è iniziata la fase di guerra competitiva che ha finito per deteriorare significativamente i valori delle imprese rimaste indipendenti.

Di qui un ostacolo all'internazionalizzazione legato alla “falsa” prospettiva per l'imprenditore di poter sempre e comunque realizzare un valore di uscita dal proprio investimento nel capitale di impresa che apprezzi più la posizione competitiva raggiunta che non le prospettive reddituali inerziali. A ciò si aggiunge l'incapacità di cogliere appieno i vantaggi di un percorso di internazionalizzazione i quali sono legati oltre che ai risultati realizzati sui mercati esteri anche al mantenimento del posizionamento competitivo sul mercato domestico. In questa prospettiva i flussi differenziali generati dall'investimento all'estero rischiano di essere sottovalutati, in quanto misurati come semplice differenza fra i flussi attesi dall'internazionalizzazione ed i flussi correntemente generati dall'impresa, mentre una corretta determinazione dei flussi differenziali dovrebbe fondarsi su una prospettiva c.d. *with and without* la quale faccia emergere il deterioramento dei flussi che si realizzerebbe sul mercato domestico in assenza di uno sviluppo internazionale, a supporto del quale si sia intervenuti sui prodotti, sui processi e sui servizi che qualificano in senso di maggior valore aggiunto le produzioni di impresa.

2. Il modello di analisi proposto

Ai fini di una migliore comprensione delle problematiche che attengono alle scelte di internazionalizzazione delle imprese si ritiene opportuno fare ricorso ad una semplice modellizzazione delle alternative strategiche a disposizione dell'imprenditore. Le ipotesi sottostanti al modello sono così sintetizzabili:

- a. un'azienda con opportunità di realizzare investimenti a VAN positivo per il tramite del processo di internazionalizzazione dispone di componente di valore solo "latente", in grado di tradursi in vantaggio per l'imprenditore in relazione a come tale opzione di crescita è finanziata;
- b. gli investimenti necessari a cogliere l'opzione di crescita richiedono una massa critica ed un respiro temporale non marginali rispetto al capitale investito ed alla capacità di reddito dell'impresa ante internazionalizzazione;
- c. gli investimenti a supporto dell'internazionalizzazione si caratterizzano per una contenuta o nulla recuperabilità in caso di cessione o di interruzione del percorso di internazionalizzazione (pertanto non sono collateralizzabili);
- d. gli investimenti a supporto dell'internazionalizzazione si caratterizzano per un profilo di rischio in buona misura diversificabile e per questa ragione possono trovare in investitori finanziari specializzati i soggetti disposti a finanziare tali investimenti;
- e. gli investimenti di internazionalizzazione possono essere realizzati anche da altri soggetti imprenditoriali legati all'impresa da accordi di partnership al prezzo tuttavia di realizzare alleanze stabili e di riconoscere al partner adeguata redditività;
- f. gli investimenti a supporto dell'internazionalizzazione difendono la capacità di reddito domestica dell'impresa a prescindere dal successo sui mercati esteri, in quanto riqualificano prodotti, processi e servizi d'impresa;
- g. le imprese che operano in settori caratterizzati da opzioni di crescita all'estero sono soggette al rischio di dover difendere la capacità di reddito sul mercato domestico in assenza di una politica attiva di internazionalizzazione;
- h. i rischi di non mantenere la capacità di reddito esistente sul mercato domestico non sono correlati ai rischi di successo/insuccesso del processo di internazionalizzazione.

Ciascuna di queste ipotesi merita un breve commento.

a. Un'azienda che ha opportunità di realizzare investimenti a VAN positivo per il tramite del processo di internazionalizzazione dispone di una componente di valore "latente" positiva (opzione di crescita).

L'internazionalizzazione è un'opzione strategica a disposizione di imprese che operano in mercati di nicchia con produzioni di elevata qualità e che hanno esaurito le opportunità di crescita sul mercato domestico. Normalmente questa tipologia di imprese si caratterizza per:

- modelli di proprietà chiusi (la società non è quotata ed è soggetta a controllo familiare);
- una redditività dei mezzi propri superiore al costo del capitale ($Roe_{spread} = Roe - c.o.e. > 0$);
- buoni margini di autofinanziamento;
- assenza di prospettive, sul mercato domestico, di reinvestimento dei margini di autofinanziamento a saggi di rendimento superiori al costo del capitale;

Bozza

- contenuto livello di debito;
- esigenze di investimento per realizzare la internazionalizzazione che eccedono la capacità di autofinanziamento dell'impresa.

Queste condizioni fanno sì che il valore dell'*equity* (S) di impresa possa essere ricondotto alla somma di due componenti:

- il valore c.d. *steady state*, ovvero senza crescita, che corrisponde alla capitalizzazione dei redditi correnti di impresa ($S_{\text{steady state}} = E_0 / \text{coe}$);
- il valore delle opportunità di crescita sui mercati esteri (= valore della *growth option* = GO). Tale valore è funzione del fatto che la opzione si configuri *in the money*, il che accade quando il valore attuale degli investimenti a supporto della internazionalizzazione (che costituiscono lo *strike price* dell'opzione di crescita) è inferiore al valore attuale lordo dei flussi in entrata connessi all'opzione di crescita stessa.

Di qui:

$$S = S_{\text{steady state}} + \text{GO}.$$

L'imprenditore può seguire due percorsi differenti per "monetizzare" la *growth option*. Esercitare l'opzione, ovvero avviare il processo di internazionalizzazione effettuando gli investimenti necessari, o cedere il 100% del capitale della società a terzi facendosi riconoscere nel prezzo di cessione il valore della opzione di crescita. Naturalmente il c.d. mercato del controllo riconosce nei prezzi il valore delle opzioni di crescita a disposizione dell'impresa in quanto si tratti di opportunità esclusive *firm specific*.

Inserto Testimonianza raccolta presso l'impresa A

La strategia aziendale è volta a cogliere tutte le opportunità disponibili all'azienda che la nostra famiglia ha creato e sviluppato, e tra queste non escludiamo la possibilità di acquisizioni di aziende complementari (per disponibilità di marchi e/o per gamma di prodotto) sul mercato domestico o estero. Peraltro non escludiamo nemmeno a priori, qualora se ne presentasse la possibilità, la possibilità di cedere l'azienda, se questo potesse avvenire a condizioni per noi molto convenienti.

b. Gli investimenti necessari a cogliere l'opzione di crescita richiedono una massa critica ed un respiro temporale non marginale

Normalmente gli investimenti di internazionalizzazione richiedono investimenti che eccedono la capacità di autofinanziamento dell'impresa e la capacità dell'imprenditore di rifinanziare l'impresa per il tramite di aumenti di capitale. Ciò fa sì che il finanziamento degli investimenti di internazionalizzazione necessari a sfruttare le opzioni di crescita comporti sempre una modifica nel profilo di *governance* aziendale, in quanto comporta il ricorso a forme di *funding* c.d. "straordinarie" a medio e lungo termine.

Questa circostanza reca con sé due diverse conseguenze:

- a) l'avvio del processo di internazionalizzazione comporta da parte dell'imprenditore la scelta di abbandonare il modello di proprietà chiuso;
- b) il ritorno atteso dall'investimento di internazionalizzazione deve essere rilevante in termini assoluti, così da giustificare il "salto" strategico da parte dell'impresa.

Se si considera poi che l'investimento a supporto del processo di internazionalizzazione:

- richiede tempi non brevi prima di offrire ritorni all'impresa e che uno slittamento nei tempi di manifestazione dei risultati positivi è una delle maggiori cause di incertezza relativamente ai ritorni dell'investimento;
- normalmente si caratterizza per due diversi possibili esiti (di successo o di insuccesso), cosicché il risultato medio atteso non configura lo scenario più probabile, ma uno scenario di impossibile realizzazione¹³;
- richiede competenze manageriali da acquisire all'esterno, in grado di minimizzare i rischi di *execution* di un piano di internazionalizzazione;

si può comprendere quali siano le resistenze dell'imprenditore a realizzare tali investimenti. L'impossibilità di dividere l'investimento in *steps* adottando politiche "wait and see" a differenti stadi di sviluppo, così da evitare di continuare ad investire laddove non si siano ottenuti risultati, unita ad un profilo dell'investimento di internazionalizzazione del tipo "hit or miss" ed alla necessità di adeguare le competenze gestionali, fa sì che la scelta di internazionalizzare costituisca una vera e propria sfida imprenditoriale.

Inserto Testimonianza raccolta presso l'impresa B

Un aspetto critico al fine dell'incremento della competitività internazionale delle PMI italiane sta nel rovesciamento dell'approccio commerciale seguito. Troppo di frequente le piccole e medie imprese tendono a subire l'iniziativa commerciale, limitandosi ad una ricezione passiva degli ordini posti dagli intermediari commerciali; mentre l'attuale contesto più che mai richiede che l'impresa – anche piccola – si faccia soggetto attivo, assumendo l'iniziativa, proponendosi commercialmente alle controparti estere ed investendo nella struttura di distribuzione. Ciò presuppone una attenzione specifica agli aspetti commerciali della gestione, i quali devono puntare a evidenziare le specificità qualitative del prodotto offerto, tutelandone la originalità, tramite una politica di registrazione ed imposizione dei propri marchi commerciali, e valorizzandola, attraverso una distribuzione specializzata, che appoggi il meno possibile su strutture indirette (quali distributori/agenti esteri). Molto meglio cercare di sviluppare all'estero strutture distributive proprie, tese a valorizzare la specificità caratterizzante della offerta, sia essa legata alla natura del cliente -utilizzatore ovvero alla sua appartenenza settoriale¹⁴. Certo, poiché le strutture distributive dirette all'estero richiedono un impegno economico ingente, spesso proibitivo per le aziende di minore dimensione, una soluzione potrebbe essere costituita da logiche "consortili" che porti le aziende ad associarsi per complementarità, al fine di condividere l'utilizzo della rete estera, condividendone i costi fissi di struttura. Ma soluzioni di questo tipo vengono realizzate raramente.

Ciò spiega anche perché l'attitudine a valutare l'opportunità di un percorso di internazionalizzazione sia strettamente legata ad una visione imprenditoriale che concepisce come insostenibile nel medio e lungo termine la posizione "di benessere" raggiunta dalla propria impresa sul mercato domestico. Se l'impresa ha già sfruttato per intero le opportunità di crescita sul mercato interno e nel prossimo futuro non può che

¹³ Se un'investimento può avere due soli possibili esiti, poniamo VAN pari a 100 in caso di successo e VAN pari a -100 in caso di insuccesso, e le probabilità associabili a ciascuno di questi possibili esiti sono tali da determinare un VAN medio atteso positivo, come ad esempio accadrebbe per via di una probabilità di successo del 60% (VAN medio atteso = $100 \times 60\% + -100 \times 40\% = 20$), il VAN medio atteso non corrisponde ad uno scenario possibile. Lo sviluppo binomiale degli esiti dell'investimento fa sì che l'investimento possa solo essere di successo (VAN = 100) o di insuccesso (VAN = -100).

¹⁴ Molti produttori italiani di beni strumentali operano in nicchie di prodotto speciali (*customised*), non servite dai grandi produttori internazionali (*produttori di scala*) a motivo della loro limitatezza.

subire l'aggressione di concorrenti esteri, lo sviluppo internazionale pur rimanendo una sfida diviene l'unica alternativa ad una strategia di arrocco sul mercato domestico. La sfida dell'internazionalizzazione opera cioè in due direzioni. L'internazionalizzazione attiva, ovvero la internazionalizzazione promossa dall'impresa, è la reazione al rischio di subire passivamente i processi di internazionalizzazione altrui.

Inserto L'internazionalizzazione e le società della "moda" italiane

Un fitto elenco di aziende italiane attive nel settore della "moda" ha annunciato, nel corso dell'ultimo anno, l'avvio di importanti trasformazioni nell'organizzazione interna. Soci-fondatori cedono il controllo operativo a manager professionisti, il capitale azionario si apre all'ingresso di nuovi soci, si programmano operazioni di quotazione al mercato di Borsa. Sembra che il settore sia anticipatore della ondata di ristrutturazione a lungo attesa del sistema industriale italiano, ancora dominato da aziende di piccola dimensione, non quotate, a gestione familiare.

Fattore scatenante della trasformazione è il mutamento di contesto. "Furla, come molte altre aziende nel settore, è un'azienda internazionalizzata, ma ora necessita di una struttura organizzativa più ampia e meglio organizzata per gestire la domanda proveniente dall'Asia. Una decina di anni fa, quasi tutto il fatturato era realizzato in Italia, mentre ora se ne realizza qui solo il 35%. Il Giappone, con una quota del 20%, è il secondo mercato. Se partiamo dal presupposto che per sopravvivere bisogna essere globali, dobbiamo affrontare il problema e trovare delle soluzioni." Per questo in giugno la società ha nominato P. Fontanelli, manager esterno, Amministratore Delegato con il compito di proseguire lo sviluppo della società e del *brand* Furla su tutti i mercati e di accompagnare il passaggio dalla gestione familiare ad una più manageriale della società.

Un altro manager esterno, M. Norsa è stato nominato Amministratore di Ferragamo per riorganizzare l'azienda e prepararla alla quotazione in Borsa. L'operazione può essere un modo per consentire a qualche membro della famiglia azionista di smobilizzare (parte del) la propria partecipazione a un prezzo di mercato, ed un mezzo attraverso cui le società aumentano la propria disciplina interna. Ma soprattutto è uno strumento che può consentire di realizzare l'ampliamento di dimensioni richiesto dal nuovo contesto. "La maggior parte delle imprese italiane del settore italiane e francesi sono cresciute sino a un certo punto con una organizzazione limitata. Ma ora lo sviluppo in Asia o negli USA richiede personale dedicato. La competizione per avere spazio e visibilità nei *department store* è divenuta molto aggressiva e non può essere gestita con una persona che si reca in viaggio una o due volte all'anno."

Testi delle interviste raccolti da A. Michaels, Milan's catwalk leads ever more often to the borse, Financial Times, October 5, 2007.

Naturalmente questa propensione ad accogliere la sfida dell'internazionalizzazione per anticipare una flessione di risultati o comunque un impoverimento del business domestico¹⁵ è legata alla capacità dell'imprenditore di avere una chiara visione del business nel medio-lungo termine.

¹⁵ Non necessariamente la pressione competitiva sul mercato domestico comporta una flessione degli utili dell'impresa. Può anche generare un maggiore fabbisogno di capitale (ad esempio maggiori crediti alla clientela, maggiori assortimenti di magazzini, etc.) che si traducono in un incremento di capitale investito e che a parità di reddito riducono tuttavia il ritorno sul capitale dell'impresa.

Inserto L'ingresso di L Capital in Piazza Sempione

Nel marzo 2007 il fondo di *private equity* L Capital ha acquisito una quota di partecipazione al capitale di Piazza Sempione, con l'obiettivo di fornire il supporto economico e strategico per la realizzazione del piano industriale a cinque anni. Tale piano ha come obiettivo superare il raddoppio del fatturato attraverso il consolidamento e lo sviluppo dei mercati e l'implementazione del format *retail* e della rete distributiva. Seguendo la ripartizione per aree geografiche che assegna agli USA il 60% dell'export globale, il 30-35% all'Europa e la quota rimanente al Giappone, il piano prevede di realizzare nel mercato americano il segmento più articolato del progetto di sviluppo. L'operazione prospettata prevede di realizzare nel prossimo triennio una graduale trasformazione della presenza nei *department stores*, passando dall'attuale centinaio di *soft shops* in altrettanti *hard shops* con personale dedicato, ai quali si aggiungerà una rete di circa 18 negozi, per i quali il format più corretto sarà messo a punto attraverso test condotti nei *malls* del lusso. Nell'ambito del consolidamento della presenza sui mercati europei, invece, grossi investimenti saranno destinati all'Inghilterra, ove, grazie alla presenza presso Harrod's e Liberty, è programmata una replica del modello americano. Aperture sono programmate per l'Est Europa, mentre per Far e Middle East sono già attive tutte le connessioni che porteranno a realizzare le prime azioni visibili entro la fine del 2007.

c. Gli investimenti a supporto dell'internazionalizzazione si caratterizzano per una contenuta o nulla recuperabilità in caso di cessione;

Buona parte degli investimenti richiesti per l'implementazione di strategie di internazionalizzazione si caratterizza per un basso grado di collateralizzabilità. Essa deriva principalmente dal fatto che gran parte degli investimenti necessari al radicamento dell'impresa nei mercati esteri ha natura intangibile e specifica, talché difficilmente si concretizza nell'acquisizione di *assets* mobilizzabili in caso di insuccesso della strategia. Molto frequentemente, ai fini della penetrazione e del controllo dei mercati esteri, si rende necessario sostenere costi (aventi natura di investimento) finalizzati a promuovere presso i clienti finali la conoscenza dell'impresa e dei suoi prodotti, quali sono tipicamente: i costi di campagne pubblicitarie e promozionali attraverso i *media* adatti; i costi del personale tecnico distaccato presso i potenziali clienti; i costi da sostenere per la formazione e il mantenimento di *business developer*, supportati da un livello di conoscenze specialistiche adeguato alla complessità tecnica del prodotto.

Testimonianza raccolta presso l'impresa C

Ai fini della penetrazione in nuovi mercati esteri lo sforzo economico principale consiste nell'affiancare la rete commerciale indiretta di agenti e distributori con nostro personale tecnico, il quale realizza (gratuitamente): il montaggio e la messa in funzionamento dei macchinari; l'addestramento del personale dei clienti all'utilizzo; l'assistenza post vendita. Si tratta di oneri importanti sia in senso assoluto, sia relativamente alla limitatezza della nostra struttura, tenuto conto che tale personale viene distaccato temporaneamente dalla nostra struttura produttiva domestica, presso cui è stabilmente inserito.

Un basso grado di collateralizzabilità degli *assets* implica, come noto da tempo nella letteratura finanziaria, maggiore difficoltà nel reperimento di risorse finanziarie, a motivo della impossibilità per il finanziatore di disporre di beni e/o risorse su cui rivalersi in caso di insuccesso della iniziativa finanziata.

d. *Gli investimenti a supporto dell'internazionalizzazione si caratterizzano per un profilo di rischio diversificabile*

La rischiosità connessa con la realizzazione di strategie di internazionalizzazione è elevata e superiore a quella connessa con lo svolgimento di attività domestiche. Una recente indagine volta ad indagare i fattori alla base della probabilità di sopravvivenza delle imprese italiane mostra come - a parità di altre condizioni - essere una impresa esportatrice (e fare investimenti diretti esteri) riduca la probabilità stimata di sopravvivenza¹⁶. Ai fini della sostenibilità di tale rischio, tuttavia, conta il fatto che esso sia gestibile e, dal punto di vista finanziario, diversificabile, in modo tale da poter essere gestito attraverso una opportuna composizione di portafoglio.

Nella prospettiva del finanziatore, pertanto, tale rischio diviene tollerabile se gestito attraverso una opportuna diversificazione, la quale assicura – attraverso il combinarsi delle probabilità - il sussidio dei progetti andati male da parte di quelli di successo. Per questa ragione i finanziatori richiedono sul singolo progetto rendimenti estremamente elevati, di norma nell'ordine di un multiplo pari a 3x – 4x il costo del capitale. Nella Tab. che segue sono riportati a titolo di esempio i tassi di rendimento richiesti da investitori in *private equity* differenziati in relazione al tipo di conferimento realizzato e alla fase del ciclo di vita dell'azienda finanziata. Se si tien conto che i conferimenti di capitale finalizzati al finanziamento di strategie di internazionalizzazione sono di norma ricompresi nel c.d. *expansion financing*, per cui risultano richiesti tassi di rendimento medi nell'ordine del 20% - 30% , ben si comprende la dimensione della redditività minima richiesta dai finanziatori per partecipare al finanziamento di strategie di internazionalizzazione.

Tab.2.1 : Tassi di rendimento richiesti da investitori in *private equity*

Tipo di conferimento/fase del ciclo di vita aziendale	Tasso medio annuo %	Holding period atteso
<i>Seed and start up</i>	50-100	> 10
<i>First stage</i>	40-60	50-100
<i>Second stage</i>	30-40	4-7
<i>Expansion</i>	20-30	3-5
<i>Bridge and mezzanine</i>	20-30	1-3
<i>LBO's</i>	30-50	3-5
<i>Turnarounds</i>	> 50	3-5

Fonte: J. A. Timmons, *New venture Creation. Entrepreneurship for the 21 st Century*, Irwin McGraw Hill, 1999.

¹⁶G. Giovanetti, G. Ricciuti. M. Vilucchi, “Dimensione, Innovazione e Internazionalizzazione. Un’Analisi di Sopravvivenza delle Imprese Italiane”, in *L’Italia nell’economia internazionale*, Rapporto ICE 2006-2007, pg. 386-391.

Inserto Il contributo del *private equity* all'internazionalizzazione delle imprese europee

I *private equity investors* consentono alle imprese partecipate il conseguimento di importanti progressi sul fronte dell'internazionalizzazione e del miglioramento della *performance* economica in generale. Lo evidenziano recenti ricerche pubblicate dall'EVCA (Associazione europea degli investitori in *private equity* e *venture capital*) e dalla BVCA (Associazione inglese degli investitori in *private equity* e *venture capital*).

La prima ricerca citata, condotta su un campione di 364 imprese europee¹ partecipate da investitori istituzionali in capitale di rischio durante il periodo 1995-2001, mostra come esse abbiano significativamente incrementato la propria "propensione all'export": tra le imprese in fase di *start up/seed financing*² partecipate la quota delle esportatrici è cresciuta da 37,2% relativo all'anno di ingresso del finanziatore a 59,7% nel 2001, con un incremento del 60%; mentre tra le imprese in fase di espansione la quota delle esportatrici è passata dal 55% relativo all'anno dell'ingresso del finanziatore al 72% nel 2001, con un incremento del 31%. Inoltre per entrambe le tipologie di imprese si rileva un incremento importante nella quota di fatturato esportato, la quale passa dal 17,2% al 30,6%, nel caso delle imprese in fase di *start up/seed financing*, e dal 26,4% al 38% per le imprese in fase di espansione. Merita di essere osservata inoltre la performance post investimento di queste imprese: il tasso di crescita medio annuo conseguito nei primi quattro anni successivi all'investimento risulta pari a 120% per le imprese in fase di *start up/seed financing*, e pari a 33% per le imprese in fase di espansione. Per il 90% delle imprese del campione la crescita nel fatturato viene giudicata non inferiore a quella conseguita dai concorrenti, mentre per il 57% essa viene giudicata maggiore.

La seconda ricerca citata, condotta su un campione di 1.300 imprese inglesi partecipate da investitori istituzionali in capitale di rischio durante il periodo 2001-2006 mostra come esse abbiano sviluppato il proprio fatturato all'export ad un tasso elevato (+ 6% in media annua per le imprese in fase di espansione, + 11% per le imprese in fase di *start up/seed financing*) e significativamente superiore al tasso medio di crescita dell'export del Regno Unito. Anche nel caso delle imprese inglesi la ricerca evidenzia la favorevolezza della performance post investimento, evidenziando la velocità di sviluppo del fatturato delle imprese del campione (+9% in media annua, che per il 73% delle imprese indagate conseguito tramite crescita organica) e lo sviluppo del processo di accumulazione come rilevabile dal tasso di crescita media annua degli investimenti (+18% per le imprese in fase di espansione, + 8% per le imprese in fase di *start up/seed financing*).

Autore	Numero di imprese del campione	Periodo di osservazione	Paese	Tipologia di intervento	Incremento della quota di imprese esportatrici	Incremento medio annuo fatturato esportato	Incremento medio annuo export Paese	Incremento della quota di fatturato esportato su fatturato totale
EVCA	245	1995-2001	EU	Venture capital	60%	n.d.	n.d.	58%
	119		EU	Private equity	31%	n.d.	n.d.	38%
BVCA	396	2001-2006	UK	Private equity	n.d.	6%	2%	n.d.
	904	2001-2006	UK	Venture capital	n.d.	11%	2%	n.d.
PEM	33	1998-2007	IT	Private equity	n.d.	14,60%	7,4%*	17,2%

*CAGR del volume delle esportazioni del campione di imprese benchmark.

¹ Le imprese del campione provengono da 18 Paesi europei, ma con una netta prevalenza di imprese francesi (16,5%), tedesche (19%), inglesi (24%).

² *Private equity* means the equity financing of unquoted companies at many stages in the life of a company from start up to expansion or even Management Buy-Outs (MBOs) or Buy-Ins (MBIs) of established companies. *Venture capital* is a subset of private equity, covering the seed to expansion stages of investment

e. Gli investimenti di internazionalizzazione possono essere realizzati anche da soggetti terzi al prezzo tuttavia di realizzare alleanze stabili e di riconoscere al partner adeguata redditività

Gli investimenti di internazionalizzazione richiedono competenze e conoscenze dei mercati esteri di cui l'impresa di nicchia normalmente non dispone e che spesso volte non è neppure in grado di acquisire dall'esterno. Per questa ragione l'esperienza già maturata da altre imprese può rappresentare un importante riferimento nel processo di internazionalizzazione, in grado di minimizzare i rischi dell'impresa. Laddove cioè i problemi di mancanza di competenze ed i rischi dell'investimento di internazionalizzazione sono ritenuti insostenibili dall'imprenditore, una soluzione alternativa consiste nell'adottare soluzioni di *governance* in grado di ridurre i rischi imprenditoriali. A questo riguardo una delle soluzioni possibili è quella di aderire ad un gruppo promotore di uno sviluppo federale. Il modello di gruppo federale può essere così sinteticamente descritto:

- un gruppo che già dispone di consolidata esperienza sui mercati esteri, acquisisce pacchetti di maggioranza di società specializzate di nicchia operanti nello stesso settore, con l'obiettivo di sfruttarne le opzioni di crescita internazionale;
- l'imprenditore dell'impresa di nicchia cede il controllo al gruppo federale, (realizzando quindi a livello familiare un disinvestimento), mantiene la gestione della propria impresa e partecipa ai risultati dello sviluppo internazionale per la quota residua di partecipazione;
- il gruppo che ha acquisito il controllo effettua direttamente gli investimenti a supporto dello sviluppo internazionale dell'impresa, accollandosene i rischi e trattenendone un margine e quindi variabilizza i risultati del processo di internazionalizzazione in capo all'impresa di cui ha acquisito il controllo;
- nel prezzo di acquisto della partecipazione di controllo, il gruppo federale riconosce un premio di maggioranza connesso alle sinergie indivisibili che è in grado di generare, ma non riconosce il valore dell'opzione di crescita. Ciò in quanto di tale opzione continuerà a beneficiare (ancorché solo pro quota di minoranza) l'imprenditore che ha ceduto.

L'esempio più comune di sviluppo di questo tipo riguarda il settore del tessile abbigliamento di lusso. Il gruppo Federale acquisisce partecipazioni di controllo di società di nicchia ed effettua direttamente gli investimenti necessari a dotare tali imprese di una rete distributiva internazionale. Il volume di investimenti e di rischi è tale che il gruppo non è in grado di realizzare risultati simili per il tramite di semplici alleanze.

Inserto Un esempio di Gruppo federale

Antichi Pellettieri costituisce il primo esempio di polo integrato della pelletteria italiana. Esso è un Gruppo nato attraverso acquisizioni successive di società attive nella produzione e distribuzione di borse e piccola pelletteria, calzature nonché abbigliamento in pelle e in tessuto. Le società acquisite presentano caratteristiche comuni. Esse infatti: sono contraddistinte da una consolidata tradizione nel "saper fare" nello specifico settore merceologico; dispongono di marchi molto conosciuti in ambiti geografici specifici; presentano potenzialità distributive e di ampliamento della gamma di prodotto non interamente espresse; si posizionano nel medesimo segmento del mercato del lusso (c.d. lusso accessibile), ancorché ciascuna attraverso la propria specifica individualità. Le acquisizioni di Antichi Pellettieri prevedono l'acquisto di quote di maggioranza, ma richiedono la disponibilità del socio fondatore – manager a rimanere in azienda con quote di minoranza al fine di

contribuire personalmente allo sviluppo del Gruppo. A tali imprenditori il Gruppo offre il proprio supporto finanziario e gestionale nello svolgimento delle attività accentrate (pianificazione della produzione, degli acquisti di materie prime, marketing e comunicazione) e la propria esperienza nella gestione del modello di business realizzato, che prevede il controllo diretto sulla fase a maggior valore aggiunto del ciclo produttivo e commerciale, tra cui segnatamente la distribuzione. In tale ambito in particolare il Gruppo svolge la funzione di accompagnare l'azienda acquisita nella realizzazione del salto dimensionale/gestionale connesso con l'implementazione di una rete distributiva diretta, l'ampliamento della gamma di offerta e lo sviluppo della presenza internazionale.

f. Gli investimenti a supporto dell'internazionalizzazione difendono la capacità di reddito domestica dell'impresa a prescindere dal successo sui mercati esteri

La distinzione fra investimenti a supporto dell'attività domestica ed investimenti a supporto della internazionalizzazione d'impresa non è sempre facilmente marcabile. Si pensi ad esempio a tutti quegli investimenti che attengono ai processi aziendali (es. gestione dei magazzini) o alla ricerca e sviluppo sul prodotto o alla politica di immagine aziendale. Questi investimenti che sono indispensabili per poter realizzare un processo di internazionalizzazione manifestano delle importanti ricadute anche sul mercato domestico. Per questa ragione, normalmente le imprese che intraprendono una via di internazionalizzazione, non vedono nell'espansione all'estero una politica alternativa rispetto a quella della difesa delle posizioni (di eccellenza sul mercato domestico), ma semmai una politica complementare.

E' questo un elemento spesso trascurato nella politica di internazionalizzazione e che consiste nel generare benefici sul mercato domestico a prescindere dal successo realizzato sui mercati esteri. Un adeguamento dei processi aziendali, un miglioramento della ricerca sul prodotto, una politica di immagine meglio definita, costituiscono delle esternalità di cui l'impresa che avvia un processo di internazionalizzazione finisce per godere anche sul fronte domestico.

g. Le imprese che operano in settori caratterizzati da opzioni di crescita all'estero sono soggette in assenza di una politica attiva di internazionalizzazione al rischio di dover difendere la capacità di reddito sul mercato domestico per effetto della tentata crescita dei concorrenti

Le considerazioni svolte al punto precedente, con riguardo ai benefici che l'avvio di un processo di internazionalizzazione è in grado di generare a supporto del rafforzamento competitivo dell'impresa anche sul fronte domestico, trovano indiretta conferma quando si considerino i rischi cui si esporrebbe l'impresa che decidesse di non avviare il processo di internazionalizzazione.

Il principale rischio è quello di subire la concorrenza promossa sul mercato interno da *competitors* esteri che hanno scelto di adottare una politica di internazionalizzazione attiva. Per contrastare tale rischio l'impresa deve comunque difendersi investendo sui processi, sulla ricerca e sviluppo, sull'immagine, etc., realizzando cioè comunque una parte di quegli investimenti che il processo di internazionalizzazione richiede ma che non sono esclusivamente mirati ad esso.

La presenza di una sovrapposizione, almeno parziale, degli investimenti a supporto del processo di internazionalizzazione con quelli di natura difensiva da intraprendere nel caso di aggressione sul mercato domestico da parte di imprese estere, se da un lato spiega i

vantaggi che l'avvio di un processo di internazionalizzazione – qualunque siano i suoi esiti – sia in grado di generare sul fronte domestico, dall'altro spiega perché la scelta strategica di non internazionalizzare non necessariamente equivalga ad una scelta di continuità della gestione di tipo ordinario. Se ad internazionalizzarsi è il mercato cui l'impresa appartiene prima o poi le conseguenze sono destinate a prodursi anche sul mercato domestico, a prescindere dalle scelte dell'impresa in merito all'avvio di un percorso di internazionalizzazione attiva..

b.I rischi di non mantenere la capacità di reddito esistente sul mercato domestico non sono correlati ai rischi di successo/insuccesso del processo di internazionalizzazione.

Nel mentre gli investimenti a supporto del processo di internazionalizzazione, almeno parzialmente, si sovrappongono a quelli che sarebbero comunque necessari a difendere l'impresa dalla competizione promossa da imprese estere sul mercato domestico, la probabilità di successo o di insuccesso dell'impresa sui mercati esteri non è correlata alla probabilità di aggressione del mercato domestico da parte di concorrenti esteri. Sotto il profilo dei rischi la gestione domestica e quella internazionale sono in genere non correlate, per due principali ragioni che è bene qui evidenziare:

- generalmente l'impresa eccellente di nicchia dispone di una rilevante quota di mercato domestico e ciò la espone al rischio di dinamica della domanda nazionale. Il rischio di impresa coincide con il rischio di mercato. La probabilità che entrino sul mercato nazionale concorrenti esteri è funzione invece della dimensione assoluta del mercato nazionale, dei margini realizzabili rispetto ai mercati esteri, dalle specificità della domanda, etc. ;
- sui mercati esteri l'impresa dispone, specie nelle prime fasi di internazionalizzazione, di quote di mercato marginali il che può consentire che si manifesti una domanda crescente pur in un mercato a domanda sostanzialmente stabile.

La non correlazione fra probabilità di successo sui mercati esteri e grado di protezione del mercato interno fa sì che il processo di internazionalizzazione costituisca una via di diversificazione dei rischi aziendali.

* * * *

Sulla base di queste ipotesi sono identificabili le alternative strategiche riportate nel Grafico 3. Il Grafico evidenzia quattro differenti livelli di decisione (snodi dell'albero) così sintetizzabili:

(INSERIRE IL GRAFICO 3 QUI)

I Livello. Al primo livello l'imprenditore deve valutare l'opzione di vendita dell'azienda, trovandosi quindi a scegliere fra la possibilità di:

- 1.a) cedere l'intera azienda, facendosi riconoscere dall'acquirente un premio comprensivo dell'opzione di crescita latente di cui gode l'impresa;
- 1.b) non cedere l'azienda, e decidere se e quando sfruttare l'opzione di crescita;

II Livello. Al secondo livello l'imprenditore, che abbia optato per il mantenimento dell'azienda (soluzione 1.b), si trova a dover valutare l'opzione della internazionalizzazione, trovandosi quindi a scegliere fra la possibilità di:

- 2.a) non intraprendere il processo di internazionalizzazione;
- 2.b) intraprendere il processo di internazionalizzazione;

La soluzione 2.a espone l'impresa a due possibili scenari alternativi: riuscire a mantenere la capacità di reddito raggiunta sul mercato domestico senza investimenti difensivi; o dover difendere la capacità di reddito con investimenti addizionali.

III Livello. Al terzo livello, all'imprenditore che abbia optato per la realizzazione della strategia di internazionalizzazione, si dischiude l'opportunità di scelta fra due modalità alternative di finanziamento, rispettivamente caratterizzate da:

3.a) il ricorso ad un finanziatore esterno e dalla realizzazione in proprio degli investimenti a supporto dell'internazionalizzazione;

3. b) la cessione del controllo dell'azienda ad un soggetto che realizzi presso altre entità gli investimenti a supporto della internazionalizzazione (quali, ad esempio, quelli richiesti dalla creazione della rete distributiva) e faccia godere la impresa di cui ha acquisito il controllo dei benefici di tali investimenti sia pure a margine ridotto.

IV Livello. Al quarto livello, l'imprenditore, dopo aver optato per il ricorso a finanziamenti di terzi a supporto degli investimenti di internazionalizzazione (opzione 3.a), deve decidere la tipologia di finanziamento, scegliendo fra la possibilità di:

4.a) ricorrere ad aumenti di capitale con rinuncia al diritto di opzione, entro i limiti del mantenimento del controllo della società post aumento di capitale;

4.b) ricorrere a finanziamenti a titolo di debito addolciti con *debt sweetener*.

Il modello decisionale rappresentato nel grafico configura un albero delle decisioni. Gli snodi dell'albero rappresentano soluzioni alternative mutuamente escludentesi. La decisione finale dell'imprenditore può essere ricostruita muovendo dai rami dell'albero sino a risalire al tronco dello stesso.

Questa impostazione consente di cogliere come, escludendo l'opzione dello snodo 1 di cedere la società a terzi facendosi riconoscere l'opzione di crescita, la scelta immediatamente successiva che l'impresa deve compiere è fra internazionalizzare e non internazionalizzare. Tale decisione dovrebbe fondarsi sulla scelta che massimizza il valore per l'imprenditore. Tuttavia è possibile che tanto la scelta di internazionalizzare quanto la scelta di non internazionalizzare generino un valore attuale netto negativo per l'imprenditore. In questo caso la decisione dovrebbe portare a selezionare l'alternativa che minimizza le perdite per l'imprenditore. Se infatti l'impresa, scegliendo di non internazionalizzarsi, è esposta a un concreto rischio di dover effettuare investimenti a fondo perduto a difesa della capacità di reddito raggiunta, potrà preferire la scelta di internazionalizzazione qualora i risultati attesi siano negativi ma inferiori rispetto agli investimenti a fondo perduto che l'opzione di non internazionalizzazione comunque richiederebbe.

Per queste ragioni, è importante identificare le condizioni alle quali il percorso di internazionalizzazione determina un Valore Attuale Netto dell'investimento per l'imprenditore pari a zero. Il capitolo seguente illustra il caso di un finanziamento dell'investimento all'estero per il tramite di un aumento di capitale sottoscritto da un *private equity investor* a condizioni tali da rendere il VAN dell'opzione di crescita per l'imprenditore pari a zero.

3. Investimento di internazionalizzazione a VAN positivo interamente trasferito al *private equity investor*

Questo capitolo vuole mostrare come per una impresa che disponga di una opzione di crescita internazionale *in the money* (= con valore attuale netto positivo), il ricorso a finanziatori esterni per il reperimento del capitale necessario a realizzare l'investimento può azzerare il valore dell'opzione di crescita per via del fatto che il costo marginale del capitale da raccogliere esternamente è più elevato del costo del capitale reperibile internamente, via autofinanziamento o attraverso aumenti di capitale sottoscritti dall'imprenditore. Ciò è tipico delle situazioni in cui i finanziatori *esterni* all'azienda godono di una minore disponibilità di informazioni circa le prospettive aziendali future (c.d. *hidden information*) e di una minore possibilità di intervenire nella gestione aziendale (c.d. *hidden action*) patendo il rischio di subire perdite economiche in conseguenza della asimmetrica posizione in cui si trovano rispetto al socio di controllo. In tali contesti il ricorso a fonti di finanziamento esterne (siano esse fonti di capitale azionario ovvero di debito) comporta che l'impresa incorra in costi di transazione, che innalzano il costo di raccolta marginale del capitale.

Sia dunque data una opzione di crescita internazionale così caratterizzata.

L'impresa dispone di un capacità di reddito corrente pari a 2 dalla propria attività sul mercato domestico. Il costo dei mezzi propri di impresa (c.o.e.) è pari al 10%. L'impresa non ha opportunità di investimento a VAN positivo sul mercato domestico. Dunque $S_{\text{steady state}} = 2/10\% = 20$. L'impresa ha un valore contabile di mezzi propri (BV) pari a 10. Il Roe è dunque pari al 20%.

L'impresa reinvestendo per intero gli utili ed effettuando ulteriori investimenti per 4 (da raccogliere all'esterno) è in grado di realizzare una crescita degli utili del 18,67% all'anno per i prossimi cinque anni. Grazie a questo sviluppo l'impresa al termine del quinto anno avrà raggiunto una capacità di reddito di 4,70 ed avrà esaurito le opportunità di crescita all'estero. I flussi di reddito saranno nuovamente distribuibili per intero non disponendo l'impresa di opportunità di investimento a valore attuale netto positivo né all'interno né all'estero.

Il valore attuale netto dell'investimento può essere così calcolato. Il montante dell'*equity* di impresa all'anno 5 per effetto del (*la mancata distribuzione di*) reinvestimento dei dividendi distribuiti al costo del capitale è pari a 32,2 (= $20 \times (1+10\%)^5$). Il valore atteso a termine della strategia di sviluppo internazionale è pari a 47,0 (= $S = E/\text{coe} = 4,7/10\%$). L'incremento di valore è pari a 14,8 (= $47,0 - 32,2$). Il valore attuale di tale incremento è pari a 9,2 (= $14,8/(1+10\%)^5$). L'investimento di fondi esterni è pari a 4 e dunque il valore attuale netto dell'investimento è pari a 5,2. Il tasso interno di rendimento dell'investimento (IRR) è il 30%. ($14,8/(1+30\%)^5 = 4$)

Dunque l'opzione di crescita internazionale è *in the money*, qualora si trascurino i costi di transazione connessi alla raccolta di finanziamenti da fonti esterne.

Si consideri ora il caso del ricorso ad un *private equity investor*.

Immagineremo dapprima che l'investitore conferisca il capitale necessario al finanziamento dell'opportunità di internazionalizzazione nella forma di capitale di rischio, immaginando quindi che l'imprenditore sia disposto ad aprire il capitale sociale a nuovi soci (terzi).

Conformemente all'ipotesi *supra* descritta il ricorso al *private equity investor* modifica le condizioni di raccolta del capitale per l'impresa, a motivo del maggior costo richiesto da questo ultimo, e di qui le condizioni di convenienza dell'investimento per l'imprenditore. Si può mostrare infatti che esiste un legame diretto tra tasso di rendimento richiesto dal finanziatore e quota di partecipazione al capitale richiesta. Immaginando inizialmente per semplicità che il valore del conferimento iniziale e il valore a termine dell'azienda internazionalizzata siano dati, è chiaro che al crescere del premio al rischio richiesto dal finanziatore, e di qui del tasso di rendimento, deve crescere la quota di partecipazione che l'imprenditore deve essere disposto a cedere. Tale principio è formalizzato nella equazione (1) di seguito riportata.

Equazione. 1: Il tasso di rendimento richiesto dal finanziatore ne determina la quota di partecipazione al capitale, sulla base del valore atteso a termine dell'azienda "internazionalizzata" (al termine della strategia)

$$\% \text{ di partecipazione} = \frac{\text{Montante a termine}}{\text{TV}_{\text{internazionalizzata}}} = \frac{\text{Inv.} * (1 + \text{IRR})^n}{\frac{\text{E}_{\text{steady state}}}{\text{C.O.C.}}} \quad (1)$$

Dove:

% di partecipazione = quota proporzionale di partecipazione al capitale dell'azienda finanzianda richiesta dal finanziatore;

Montante a termine = Valore a termine dell'investimento in capitale di rischio realizzato dal finanziatore;

$\text{TV}_{\text{internazionalizzata}}$ = Valore a termine dell'azienda internazionalizzata,

Inv = Investimento del finanziatore, e cioè il valore del conferimento iniziale di capitale da questo apportato.

Una semplice esemplificazione (fondata sui dati dell'esempio e contenuta nel Riquadro 1) consente di dare evidenza di questa relazione.

Riquadro 1

Sia A. l'impresa totalitariamente controllata da un imprenditore e caratterizzata dalla opzione di crescita internazionale prima descritta. In applicazione dell'Equazione (1) se il finanziatore – a fronte di un conferimento iniziale pari a € 4 MI – richiedesse un rendimento pari a 20 % (cioè al minimo dell'intervallo di valori mostrato in Tab.), sarebbe necessario riconoscergli una quota di partecipazione pari almeno al 21,2%. Al crescere del rendimento richiesto sino ad un valore pari a 30% (cioè quindi al massimo dell'intervallo di valori mostrato in Tab.), sarebbe invece necessario riconoscergli una quota di partecipazione pari al 31,6%.

E ₀	€ 2 MI
E _n	€ 4,7 MI
CAGR utile	18,7%
Conferimento iniziale	€ 4 MI
N (anni)	5
c.o.e.	10%
Rendimento richiesto (IRR)	30%
Montante investimento	€ 14,85 MI
TV internazionalizzata	€ 47 MI
% di partecipazione	31,6%

Dall'applicazione della (1), infatti,

$$\text{Quota di partecipazione} = \frac{\text{€ 4 MI} \times (1+30\%)^5}{\text{€ 4,7MI}/10\%} = \frac{\text{€ 14,85 MI}}{\text{€ 47 MI}} = 31,6\%$$

Tuttavia al crescere della quota di partecipazione richiesta dal finanziatore, si riduce il rendimento che la strategia di internazionalizzazione così finanziata permette di conseguire all'imprenditore. Ciò, al di là delle implicazioni generate dall'apertura del capitale a terzi sulla *governance* aziendale, può costituire un ulteriore freno all'assunzione della strategia di internazionalizzazione. Nella prospettiva dell'imprenditore, infatti, la convenienza a realizzare la strategia, accettando una diluizione nella quota di controllo del capitale, dipende dal rendimento netto che essa gli permette di conseguire, a confronto con il rendimento che egli conseguirebbe "senza". Analiticamente,

Equazione 2: La convenienza per l'imprenditore a realizzare la strategia di internazionalizzazione con apertura del capitale all'apporto di terzi dipende dal confronto tra il valore a termine della sua partecipazione al capitale dell'impresa internazionalizzata e il valore a termine della quota di controllo dell'impresa non internazionalizzata

$$\text{Terminal Value}_{\text{noninternazionalizzata}} \leq \text{Terminal Value}_{\text{internazionalizzata}} * (\text{Quota \% controllo}_{\text{imprenditore}})$$

$$\frac{E_0}{\text{c.o.e.}} * (1 + \text{c.o.e.})^n \leq \frac{E_n}{\text{c.o.e.}} * (1 - \text{quota \% richiesta}_{\text{finanziatore}})$$

(2)

Dove:

Terminal Value_{non internazionalizzata} = Valore che l'impresa assumerebbe al termine dell'arco temporale coperto dalla strategia di internazionalizzazione ove non implementasse la strategia di internazionalizzazione;

Terminal Value_{internazionalizzata} = Valore che l'impresa assumerebbe al termine dell'arco temporale coperto dalla strategia di internazionalizzazione ove implementasse la strategia di internazionalizzazione;

Quota % controllo_{imprenditore} = quota di partecipazione dell'imprenditore al capitale dell'impresa dopo l'ingresso del finanziatore.

Riquadro 2

Proseguendo nell'esemplificazione dell'impresa A di cui al Riq.1, applicando la (2) vengono messi a confronto il valore a termine (del 100%) che l'impresa assumerebbe ove non realizzasse la strategia di internazionalizzazione con la quota parte di spettanza dell'imprenditore del valore a termine che l'impresa assumerebbe se si internazionalizzasse.

Sulla base dell'ipotesi di costanza delle condizioni competitive, il valore a termine dell'impresa non internazionalizzata sarebbe pari a € 32,2 MI (pari al montante del 100% del valore in t_0 (€ 20 MI = € 2 MI/10%) al costo del capitale 10% per il periodo di durata della strategia). Al contempo, il valore a termine della quota di partecipazione dell'imprenditore alla impresa internazionalizzata sarebbe pari a € 32,2 MI, tenuto conto che la sua quota di partecipazione sarebbe scesa a 68,4% (100% - 31,6%).

Poiché la quota parte di spettanza dell'imprenditore del valore a termine dell'impresa internazionalizzata equivale al 100% del valore dell'impresa non internazionalizzata, l'imprenditore è teoricamente indifferente alla realizzazione della strategia.

L'esemplificazione ha mostrato l'effetto che il finanziamento con ricorso al capitale di rischio fornito da un *private equity investor* può produrre sulla convenienza a realizzare investimenti di internazionalizzazione.

Poiché, come supra affermato, l'incremento nel costo del capitale da raccogliere esternamente è legato alla posizione del finanziatore (che riveste un ruolo di *outsider* rispetto all'imprenditore) e non alla forma tecnica del finanziamento, si può facilmente mostrare che anche il finanziamento attraverso raccolta esterna di capitale di debito condurrebbe ad analoghe conseguenze sulla convenienza a realizzare investimenti di internazionalizzazione, ogni volta che esso sia gravato da componenti di costo di transazione ed agenzia.

Si ipotizzi al riguardo che alternativamente un *private investor* sia disponibile a partecipare al finanziamento dello sviluppo internazionale dell'azienda A conferendo capitale di debito, grazie al quale l'impresa possa godere del beneficio della deducibilità fiscale degli oneri finanziari. A fronte di tale finanziamento, l'investitore richiede un tasso di remunerazione nominale sul debito pari a 7,5% annuo (componente fissa di remunerazione) cui si aggiunge una componente di remunerazione variabile (c.d. *debt sweetener*) rappresentata da una

Bozza

opzione *call*, che conferisce al finanziatore il diritto di acquistare alla scadenza del finanziamento (anno V) un numero di azioni pari al 20,7% del capitale ad uno *strike price* pari a 0. Alla scadenza l'investitore incasserà un montante complessivo pari alla somma del montante del debito ($=5,11 = 4 * (1,05)^5$) più il controvalore della quota di partecipazione detenuta nell'azienda internazionalizzata, grazie all'esercizio dell'opzione ($= 9,74 = 20,7\% * 47,06$), e cioè quindi un importo pari a 14,85, che rispetto al conferimento iniziale di 4 configurano un IRR per l'investitore pari al 30%.

Al contempo, l'imprenditore si troverebbe a disporre di una ricchezza pari a 32,2, derivante dal saldo netto tra il valore della sua quota di partecipazione al capitale dell'impresa internazionalizzata ($37,27 = (1-20,7\%)*47,06$) ed il montante del debito dovuto al finanziatore ($5,11 = 4 * (1 + 05\%)^5$). Tale valore di ricchezza corrisponde, come già prima mostrato, al valore del 100% del capitale dell'impresa non internazionalizzata. Anche in questo caso, dunque, l'investimento di internazionalizzazione non si configura come operazione conveniente per l'imprenditore.

4. Un esempio di applicazione del modello.

Il modo più semplice per comprendere l'operare del modello di scelte imprenditoriali proposto consiste nell'applicarlo all'esempio sviluppato nel precedente paragrafo.

Di seguito si ripercorrono dunque gli snodi decisionali proposti nell'albero riportato nel grafico 1.

Come già illustrato in precedenza la identificazione della strategia migliore va individuata risalendo dai rami dell'albero al tronco.

Il primo livello di analisi è dunque costituito dal livello quattro ed attiene alla scelta se ricorrere al finanziamento del *private investor* via *equity* o viceversa al finanziamento via debito + *debt sweetener*.

La soluzione del quarto livello di decisione, ovvero la scelta fra:

4.a. Ricorrere ad aumenti di capitale con rinuncia al diritto di opzione entro i limiti del mantenimento del controllo della società post aumento di capitale;

4.b. ricorrere a finanziamenti a titoli di debito ed a *debt sweetener*

Si ipotizzi di sviluppare il processo di scelta muovendo dalla opzione di crescita internazionale già descritta nel capitolo precedente e dalla quotazione delle condizioni e delle soluzioni contrattuali relativamente all'ingresso di un *private equity investor* uguali a quelle indicate nel precedente capitolo, ovvero condizioni tali da rendere nullo il VAN per l'imprenditore, qualunque sia la forma di finanziamento attivata.

Il calcolo riportato nel capitolo precedente non considera tuttavia il profilo di rischio tipico dell'investimento di internazionalizzazione, che – come ricordato in precedenza – si configura in genere come “*hit or miss*”. Si supponga dunque che l'opzione di crescita descritta costituisca l'esito favorevole dell'investimento (scenario *best*). Alternativamente, in caso di insuccesso (scenario *worst*) si immagini invece che l'investimento sia per intero non recuperabile ed incapace di indurre miglioramenti nella capacità di reddito. Dunque in caso di insuccesso il valore del 100% dell'*equity* a termine rimarrà esattamente pari a quello iniziale, nel caso di finanziamento via *equity* da parte del *private investor* ($S_n = S_0 = E_0/c.o.e. = 2/10\% = 20$), o pari a quello iniziale ridotto del montante del debito in caso di finanziamento via debito (considerato che a fronte del debito, in caso di insuccesso della strategia di internazionalizzazione non vi è capacità di reddito aggiuntiva in grado di elevare il valore dell'attivo di impresa).

Al verificarsi dello scenario *worst*, il *private investor* per poter dismettere la partecipazione di minoranza assunta cinque anni prima, dovrà riconoscere uno sconto al potenziale acquirente, sconto giustificabile sulla base della mancanza di liquidità di tale pacchetto azionario detenuto in una società priva di prospettive di crescita. In altre parole, si vuole sostenere che l'investitore che subentrasse al *private investor* in caso di insuccesso del piano sia disposto ad acquistare le azioni di minoranza solo se esse offrono un rendimento comprensivo di un rischio per la mancanza di liquidità.

Il calcolo è riportato nella tabella che segue.

Tabella 4.1: Rendimenti e suddivisione del valore di impresa fra *private investor* ed imprenditore nello scenario *worst*.

Private investor: finanziamento via equity, scenario worst		
S divisibile finale nello scenario <i>worst</i>	20	Si perde tutto l'investimento di internazionalizzazione, ma si mantiene la capacità di reddito originaria
Tasso di rendimento richiesto dall'investitore di minoranza	15,8%	
S di uscita finale	12,66	Ottenuto sulla base di un rendimento richiesto pari a 15,8% in sede di <i>exit</i> del <i>private investor</i>
<i>Exit value</i> per <i>private investor</i>	4,00	
IRR del <i>private investor</i>	0,0%	
S di pertinenza dell'imprenditore	14	
Perdita per l'imprenditore in valore attuale al t_0	11,50	
IRR imprenditore	-7,3%	
VAN imprenditore	-11,50	
Private investor: finanziamento via debito, scenario worst		
Montate del debito all'anno 5	5,11	Gli scudi di imposta sugli oneri finanziari vanno a ridurre il debito
S di pertinenza del <i>private investor</i>	4,14	Ottenuto utilizzando come valore per il 100% il valore divisibile finale scenario <i>worst</i>
S di uscita finale per il <i>private investor</i>	2,62	Ottenuto utilizzando come valore per il 100% il valore S di uscita finale, inclusive del premio per la liquidità richiesto dall'investitore di minoranza
S di pertinenza dell'imprenditore	10,75	Al netto del rimborso del debito e tenuto conto dell'esercizio dell'opzione <i>call</i> da parte del <i>private investor</i>
IRR imprenditore	-11,7%	
VAN imprenditore	-13,3	

Come si può verificare dalle risultanze rappresentate in tabella, al verificarsi dello scenario *worst* le condizioni pattuite sono tali da lasciare al *private investor*:

- nel caso di finanziamento via *equity*, la possibilità di smobilizzare l'investimento azionario iniziale (pari a 4) senza incorrere in minusvalenze (il prezzo di realizzo della partecipazione di minoranza dopo l'applicazione di un rendimento del 15,8% è ancora pari a 4);
- nel caso di finanziamento via debito + *debt sweetener*, la possibilità di integrare il rendimento del debito sino ad un saggio del 21%, per effetto dell'esercizio della *call option* pari al 20,7% del capitale della società con *strike price* pari a zero.

Sulla base di queste condizioni contrattuali l'imprenditore è destinato ad incorrere, al verificarsi dello scenario *worst* in risultati differenti in relazione alla forma di finanziamento adottata dal *private equity investor*. Infatti:

Bozza

- nel caso di finanziamento via *equity* l'imprenditore incorre in una perdita in termini di VAN pari a -11,5;
- nel caso di finanziamento via debito e *debt sweetener* l'imprenditore incorre in una perdita in termini di VAN pari a -13,3.

Supponendo ora che le probabilità di insuccesso dell'iniziativa di internazionalizzazione siano pari a 10% (e di conseguenza siano pari a 90% le probabilità di successo) si può determinare il valore attuale netto medio atteso dall'imprenditore nelle due alternative. Infatti:

- nel caso di finanziamento via *equity*, l'imprenditore si attende un Valore Attuale Netto medio atteso pari a $= \text{VAN scenario } best \times \text{probabilità scenario } best + \text{VAN scenario } worst \times \text{probabilità scenario } worst = 0 \times 90\% + -11,5 \times 10\% = -1,15$;
- nel caso di finanziamento via debito e *debt sweetener*, l'imprenditore si attende un Valore Attuale Netto medio atteso pari a $= \text{VAN scenario } best \times \text{probabilità scenario } best + \text{VAN scenario } worst \times \text{probabilità scenario } worst = 0 \times 90\% + -13,3 \times 10\% = -1,33$;

Dunque l'inserimento dello scenario di insuccesso della strategia di internazionalizzazione permette di concludere che la strategia migliore al quarto livello di analisi proposto dal grafico 1 nel caso di internazionalizzazione da realizzarsi per il tramite del ricorso ad un *private investor* è quella che fa uso del finanziamento via *equity* ($= -1,15$)

Si può ora passare al terzo livello di analisi.

La soluzione del terzo livello di decisione, ovvero la scelta fra:

- 3.a. ricorrere ad un finanziatore esterno e realizzare in proprio gli investimenti a supporto dell'internazionalizzazione;
- 3b. cedere il controllo dell'azienda ed aderire ad un "gruppo federal".

Il risultato medio atteso dall'imprenditore dal ricorso al *private equity investor* (opzione 3.a.) è negativo e pari a -1,15.

Per identificare la soluzione opportuna a questo livello è necessario valutare i risultati attesi dell'opzione 3b.

Al riguardo occorre costruire delle ipotesi ragionevoli.

L'adesione ad un gruppo federale comporta per l'imprenditore:

- a) l'immediata monetizzazione del premio di controllo ed il mantenimento di una partecipazione di minoranza;
- b) nessun rischio di investimento di internazionalizzazione, al di fuori di una quota di investimenti strettamente *firm specific* (attinenti al prodotto, ai processi, all'immagine, etc.);
- c) una crescita degli utili più contenuta rispetto al caso di realizzazione in proprio degli investimenti a supporto della internazionalizzazione.

Ai fini dell'analisi si è quindi considerato:

- a) il mantenimento da parte dell'imprenditore di una partecipazione pari al 49% del capitale della società;
- b) investimenti in capo all'azienda pari all'autofinanziamento;

- c) una minor crescita degli utili attesi rispetto a quella che si avrebbe nel caso di internazionalizzazione gestita per intero all'interno in misura pari al 7%, da cui un tasso di crescita medio composto degli utili pari a 17,4% in media annua.

Sulla base di queste ipotesi lo sviluppo del calcolo dei risultati attesi negli scenari *worst* e *best* è riportato di seguito¹⁷.

Tabella 4.2: Rendimenti e valori per l'imprenditore in ipotesi di cessione del controllo ed adesione ad un gruppo federale negli scenari *worst* e *best*

Cessione del controllo con riconoscimento del solo premio di controllo - Livello 3 - Set delle ipotesi	
E ₀	2
CAGR con investimento diretto	18,67%
n	5,00
E _n con investimento diretto	4,707
Sconto di CAGR nel caso di investimento parziale indiretto	7,00%
CAGR con investimento parziale indiretto	17,4%
E _n con investimento parziale presso controllante	4,453
Scenario <i>worst</i>	
S imprenditore scenario <i>worst</i>	9,8
IRR imprenditore	0%
VAN imprenditore	-3,71
Scenario <i>best</i>	
S divisibile finale scenario <i>best</i>	44,5
S imprenditore scenario <i>best</i>	21,8
IRR imprenditore	17,4%
VAN imprenditore	3,75

Ottenuto sulla base della capacità di reddito dell'azienda internazionalizzata attraverso investimenti parzialmente realizzati presso il gruppo controllante

L'analisi mostra come il Valore Attuale Netto per l'imprenditore sia negativo nello scenario *worst* (- 3,71), mentre è positivo (+3,75) nello scenario *best*.

Se si assume che le probabilità di successo della strategia di internazionalizzazione non mutino adottando questa prospettiva (circostanza che potrebbe essere smentita dalla maggiore esperienza che la nuova controllante ha accumulato nel processo di internazionalizzazione), se ne ricava che il risultato medio atteso dalla scelta di questa opzione di internazionalizzazione è pari a:

$$\text{VAN scenario } best \times \text{probabilità scenario } best + \text{VAN scenario } worst \times \text{probabilità scenario } worst = 3,75 \times 90\% + - 3,71 \times 10\% = + 3,00$$

¹⁷ L'analisi è volta a sviluppare per ogni livello decisionale (cioè, per ogni snodo dell'albero) una valutazione di convenienza sugli esiti differenziali delle due alternative considerate, in termini di capacità di creazione di ricchezza per l'imprenditore. Poiché a questo livello del processo decisionale l'imprenditore valuta le conseguenze derivanti (in termini di ricchezza netta creata) dalla realizzazione dell'opzione di internazionalizzazione attraverso l'adesione ad un "gruppo federale" rispetto alla realizzazione *stand alone*, l'apprezzamento della ricchezza avviene facendo riferimento all'incremento di valore ottenuto dall'imprenditore sulla sua quota di capitale aziendale (post cessione del controllo). Ciò trascura il provento derivante dalla cessione del controllo sulla base dell'ipotesi che esso avvenga a *fair value*, e dunque con creazione di VAN pari a 0 per l'imprenditore.

Dunque l'analisi al terzo livello condurre a preferire l'opzione *3.b. Cessione del controllo ed adesione ad gruppo federale*.

Si può ora passare al secondo livello di analisi.

La soluzione del secondo livello di decisione, ovvero la scelta fra:

2.a. non intraprendere il processo di internazionalizzazione

2.b. intraprendere il processo di internazionalizzazione.

Si è visto sino ad ora che nell'ipotesi che l'imprenditore decida di internazionalizzare la propria impresa, il set delle opportunità a sua disposizione fa sì che l'opzione preferibile consista nel cedere il controllo dell'impresa (mantenere il 49% del capitale) e partecipare alla crescita degli utili guidata dal gruppo federale di controllo. A questa opzione è associabile un VAN atteso pari a +3.

E' necessario ora valutare l'opzione alternativa che consiste nel non intraprendere la strategia di internazionalizzazione.

Va innanzitutto osservato che, anche nel caso in cui la società non si internazionalizzasse, essa dovrebbe comunque effettuare degli investimenti di natura difensiva (sul prodotto, sui processi e sull'immagine) finalizzati a valorizzare il profilo di eccellenza di impresa.

Questi investimenti in parte si sovrappongono agli investimenti di internazionalizzazione, ma il loro esito non è correlato al successo del percorso di internazionalizzazione dell'impresa, in quanto esso dipende principalmente dall'aggressività dei concorrenti esteri sul mercato domestico.

A questo riguardo sono state assunte le seguenti ipotesi relativamente agli esiti/scenari. Si suppone che l'impresa reinvesta per intero l'utile che produce nei prossimi anni, realizzando:

- nello scenario favorevole (c.d. di mantenimento della capacità di reddito) investimenti con VAN pari a zero (IRR degli utili trattenuti = $\text{coe} = 10\%$);
- nello scenario sfavorevole (c.d. di non mantenimento della capacità di reddito) investimenti a fondo perduto con VAN negativo (IRR degli utili trattenuti = 0)¹⁸.

La tabella che segue riporta il calcolo dei valori a termine, degli IRR e dei VAN nei due scenari descritti relativi all'opzione di non internazionalizzare.

¹⁸Nell'ipotesi c.d. di mantenimento, gli utili reinvestiti al costo del capitale (10%) consentono all'impresa di aumentare la propria capacità di produrre risultati del medesimo importo (10%), configurandosi tale reinvestimento degli utili per l'imprenditore come un impiego al costo del capitale (conservazione del valore). Nell'ipotesi di non mantenimento, invece, il reinvestimento degli utili ad un tasso di rendimento pari a 0, conserva la capacità di produrre risultati iniziale, configurandosi tale reinvestimento degli utili per l'imprenditore come un impiego a VAN negativo. In questo secondo scenario, inoltre, il reinvestimento degli utili a tasso zero, dissolve il differenziale di redditività (*ROE spread*) esistente ad inizio strategia. I calcoli a supporto di queste ipotesi sono sviluppati nell'Appendice 2.

Tabella 4.3: Rendimenti e valori per l'imprenditore in ipotesi di non internazionalizzazione

Ipotesi di mantenimento della capacità di reddito	
S _n con reinvestimento degli utili al c.o.e.	32,2
IRR imprenditore	10%
VAN imprenditore	0
Ipotesi di non mantenimento della capacità di reddito	
S _n con reinvestimento degli utili al tasso r = 0	20,0
IRR imprenditore	0%
VAN imprenditore	-7,58

Come illustrato in Tabella, al verificarsi dell'esito favorevole il VAN è pari a - 7,58, mentre nel caso dell'esito sfavorevole il VAN è pari zero.

Attribuendo allo scenario favorevole (c.d. di mantenimento della capacità di reddito) una probabilità del 95% si ottiene il seguente VAN medio atteso:

VAN scenario favorevole x probabilità scenario favorevole + VAN scenario sfavorevole x probabilità scenario sfavorevole = $0 \times 95\% + - 7,58 \times 5\% = - 0,38$.

Dunque al secondo livello di analisi emerge che l'imprenditore dovrebbe optare per la scelta di internazionalizzare (ed avendo optato per tale soluzione dovrebbe poi cedere il controllo della società, mantenere il 49% del capitale e lasciare guidare lo sviluppo internazionale al gruppo federale di appartenenza).

E' possibile quindi ora passare al primo (ed ultimo) livello di analisi.

La soluzione del primo livello di decisione, ovvero la scelta fra:

1.a. cedere l'intera azienda facendosi riconoscere dall'acquirente un premio comprensivo dell'opzione di crescita latente di cui gode l'impresa;

1.b. non cedere l'azienda e decidere se e quando sfruttare l'opzione di crescita internazionale.

L'analisi al punto precedente ha mostrato come tra le alternative che si dischiudono all'imprenditore nell'ambito della continuità dell'attività imprenditoriale domini la alternativa strategica che prevede la cessione del controllo ad un gruppo federale ed il mantenimento di una partecipazione di minoranza. Questa alternativa si fonda sul presupposto di poter godere (sia pur come minoranzista) della crescita degli utili che lo sviluppo internazionale dell'impresa potrà realizzare grazie sia agli investimenti realizzati dal gruppo di controllo sia a quelli sulla qualità del prodotto, sui processi e sull'immagine direttamente realizzati dall'impresa. Ad essa è attribuibile un VAN medio atteso pari a +3,0.

L'ultima alternativa da valutare consiste nella possibilità di cedere la totalità dell'impresa ad un soggetto che sia disposto a riconoscere nel prezzo di acquisto un premio rispetto alle due componenti di valore che anche il gruppo federale sarebbe disposto a riconoscere in caso di acquisto di un pacchetto di controllo non totalitario e che consistono rispettivamente in:

- a) il valore *steady state* dell'impresa, come giustificabile sulla base della capacità di reddito già raggiunta;

- b) il premio di controllo, come giustificabile dalle sinergie che l'acquirente potrebbe realizzare grazie alla realizzazione di economie di scopo e di scala.

Supponendo che il premio addizionale riconoscibile per l'acquisizione dell'intero capitale azionario da parte di un ipotetico acquirente strategico interessato ad esercitare l'opzione di crescita internazionale sia pari al 15% del valore *steady state* d'impresa si verrebbe ad una valorizzazione dell'opzione di crescita monetizzata con la cessione del 100% del capitale pari a 3 (Premio per la crescita internazionale = $S_{\text{steady state}} \times 15\% = 20 \times 15\% = 3$).

In questo caso – che raffigurerebbe un mercato del controllo delle imprese efficiente – vi sarebbe una perfetta equivalenza fra opzione 1.a. ed opzione 1.b. in termini di risultati medi attesi.

La scelta dell'imprenditore sarebbe dunque determinata dalla sua propensione/avversione al rischio. L'imprenditore più propenso al rischio preferirebbe l'opzione 1.b, la quale gli consentirebbe - in caso di manifestazione dello scenario *best* - la possibilità di monetizzare un valore attuale netto superiore a 3 (= 3,75 nello scenario *best*).

Tab. 4.4 : Sintesi dei risultati in termini di rendimento e creazione di valore attuale netto ritraibili dalle differenti opzioni strategiche

Risultati delle alternative strategiche in termini di IRR				
		<i>Worst</i>	<i>Best</i>	<i>Medio atteso</i>
<i>Probabilità degli scenari alternativi</i>		10%	90%	
Internazionalizzazione	Debito	-11,7%	10%	7,8%
	<i>Private equity</i>	-7%	10%	8,3%
	Adesione a Gruppo	0%	17%	15,6%
		Mantenimento	Non mantenimento	
<i>Probabilità degli scenari alternativi</i>		95%	5%	
Non Internazionalizzazione		10%	0%	9,5%

Risultati delle alternative strategiche in termini di VAN				
		<i>Worst</i>	<i>Best</i>	<i>Medio atteso</i>
<i>Probabilità degli scenari alternativi</i>		10%	90%	
Internazionalizzazione	Debito	-13,3	0,00	-1,33
	<i>Private equity</i>	-11,5	0,00	-1,15
	Adesione a Gruppo	-3,7	3,75	3,00
		Mantenimento	Non mantenimento	
<i>Probabilità degli scenari alternativi</i>		95%	5%	
Non Internazionalizzazione		0,00	-7,58	-0,38
Non Internazionalizzazione e cessione del 100%			valore crescita	3

5. Sensitività dell'ordine di scelta.

L'analisi compiuta nel paragrafo precedente consente di comprendere come il modello lavori in relazione al verificarsi di talune ipotesi di input.

Gli input utilizzati nel capitolo precedente sono così sintetizzabili nella tabella che segue:

Tab.5.1 : Set delle ipotesi. Input del modello per la risoluzione delle opzioni

Set delle ipotesi: input del modello per la risoluzione delle opzioni	
E ₀	2
CAGR degli utili con investimento diretto	18,67%
n (anni)	5,00
En con investimento diretto	4,707
Sconto di CAGR nel caso di investimento parziale indiretto (margine riconosciuto al gruppo federlae)	7,00%
CAGR degli utili con investimento parziale indiretto	17%
En con investimento parziale presso controllante	4,453
Investimento di internazionalizzazione lato <i>private investor</i> o finanziatore a titolo di debito c.o.e.	4 non recuperabile
S iniziale <i>steady state</i> a mani dell'imprenditore	10%
P/E <i>steady state</i>	20 =valore divisibile
Premio opzione crescita sul 100% S <i>steady state</i>	10
Premio controllo sul 100% di S <i>steady state</i>	15% = valore divisibile
Premio opzione crescita + controllo	15% = valore indivisibile
P/E con opzione di crescita e controllo	30%
P/E con solo controllo	13
S di uscita iniziale per il 100%	11,5
S di uscita iniziale per la cessione del controllo non totalitario (51%* S <i>steady state</i> + premio contr * S <i>steady state</i>)	26,0
S di minoranza a mani dell'imprenditore post cessione controllo non totalitario ante crescita	13,2 contiene solo il premio di controllo
S 100% post cessione pacchetto di controllo ante crescita	9,8
P/E implicito	23,0
Valore della crescita anticipato nel prezzo di uscita del 100%	11,5
BV	3,0
ROE	10
Roe spread iniziale	20,0%
Remunerazione azionista di minoranza che subentra al <i>private investor</i> in scenario <i>worst</i>	10,0%
	15,0%

Compreso il *modus operandi* del modello, è interessante notare come l'ordine di preferenza delle diverse opzioni di internazionalizzazione non sia funzione delle probabilità di successo o di insuccesso della strategia di internazionalizzazione, quanto piuttosto dei risultati attesi dalla strategia di internazionalizzazione in caso di successo.

La tabella che segue mostra, ad esempio, come, a parità di condizioni, un maggior saggio di crescita degli utili (nell'esempio +24,5% nel quinquennio invece di +18,7%), produrrebbe l'effetto di rendere indifferenti le opzioni di scelta al terzo livello di analisi:

3.a. ricorrere ad un finanziatore esterno e realizzare in proprio gli investimenti a supporto dell'internazionalizzazione;

3b. cedere il controllo dell'azienda ed aderire ad un gruppo federale

Esse infatti generano il medesimo risultato medio atteso (VAN +6,11).

Tab. 5.2: Sintesi dei risultati in termini di creazione di valore attuale netto ritraibili dalle differenti opzioni strategiche (maggiore crescita)

CAGR degli utili in caso di internazionalizzazione <i>stand alone</i>		24,5%		
Sconto di CAGR nel caso di investimento parziale indiretto		7%		
Risultati delle alternative strategiche in termini di VAN				
		<i>Worst</i>	<i>Best</i>	<i>Medio atteso</i>
<i>Probabilità degli scenari alternativi</i>		10%	90%	
Internazionalizzazione	Debito	-13,3	6,32	4,35
	<i>Private equity</i>	-10,7	7,97	6,11
	Adesione a Gruppo	-3,7	7,20	6,11
		Mantenimento	Non mantenimento	
<i>Probabilità degli scenari alternativi</i>		95%	5%	
Non Internazionalizzazione		0,00	-7,58	-0,38
Non Internazionalizzazione e cessione del 100%			valore crescita	3

La scelta fra le due alternative sarebbe ancora una volta funzione del grado di avversione al rischio dell'imprenditore. In ogni caso, qualunque sia la scelta della modalità di internazionalizzazione seguita (in via diretta o mediata attraverso l'adesione ad un gruppo federale) l'imprenditore dovrebbe sempre preferire la crescita all'estero e rifiutare le proposte di cessione totalitarie dell'impresa o resistere alla tentazione di non internazionalizzare.

Le probabilità di successo della strategia di internazionalizzazione concorrono a determinare la preferenza dell'imprenditore fra la scelta di internazionalizzare o non internazionalizzare.

La tabella che segue mostra come riducendo le probabilità di successo di poco al di sotto del 50% la scelta fra internazionalizzare (cedendo il controllo ed aderendo al gruppo federale) e non internazionalizzare (senza cedere l'impresa) mostrerebbero gli stessi risultati attesi.

Tab. 5.3: Sintesi dei risultati in termini di creazione di valore attuale netto ritraibili dalle differenti opzioni strategiche (bassa probabilità di successo della strategia di internazionalizzazione)

CAGR degli utili in caso di internazionalizzazione <i>stand alone</i>		18,7%		
Sconto di CAGR nel caso di investimento parziale indiretto		7%		
Risultati delle alternative strategiche in termini di VAN				
		<i>Worst</i>	<i>Best</i>	<i>Medio atteso</i>
<i>Probabilità degli scenari alternativi</i>		55%	45%	
Internazionalizzazione	Debito	-13,3	0,00	-7,37
	<i>Private equity</i>	-11,5	0,00	-6,36
	Adesione a Gruppo	-3,7	3,75	-0,38
		Mantenime	Non mantenimento	
<i>Probabilità degli scenari alternativi</i>		95%	5%	
Non Internazionalizzazione		0,00	-7,58	-0,38
Non Internazionalizzaz e cessione del 100%			valore crescita	3

6. Conclusioni.

L'identificazione di modelli per le decisioni a supporto delle scelte imprenditoriali relative al processo di internazionalizzazione costituisce il principale supporto di cui l'imprenditore necessita per scegliere consapevolmente se ed a quali condizioni accettare la sfida implicita nel salto gestionale, di *governance* e di rischio che l'internazionalizzazione comporta.

Questo contributo ha voluto offrire un modello di analisi del set di alternative che si dischiudono ad un'impresa caratterizzata da una opzione latente di crescita (internazionale). Il modello consente di cogliere l'effetto dei costi finanziari di transazione e mandato conseguenti alla necessità dell'impresa di effettuare investimenti che eccedono la sua capacità di reperire finanziamenti con forme ordinarie (o di finanziare gli investimenti via autofinanziamento).

Il modello può rappresentare la base su cui sviluppare un sistema esperto di valutazione delle conseguenze di soluzioni finanziarie alternative nella scelta delle strategie di internazionalizzazione che si dischiudono all'impresa. Il modello si presta anche a simulare il comportamento delle imprese al verificarsi di taluni scenari medio normali di distretto o di settore.

Il modello è stato costruito in forma tale da consentirne uno sviluppo per il tramite di simulazioni Montecarlo, che consentano analisi sofisticate del profilo di rischio di ciascuna opzione (tecniche di tipo VAR- Value at risk).

Il limite di questo modello è che esso tratta solo il profilo finanziario delle scelte imprenditoriali e assume come dato un set di opportunità di investimento, che caratterizzano un percorso strategico ben identificato. Il modello lavora dunque a valle di un sistema di analisi strategica a supporto dell'internazionalizzazione dell'impresa che deve trovare conforto negli strumenti tipici dell'analisi strategica e settoriale. Questa parte è per altro sviluppata in un'altra sezione di questa stessa ricerca.

Bibliografia

- Banca d'Italia, Relazione Annuale, 2006;
- A. Berger, G. Udell, The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt markets in the Financial Growth cycle, *Journal of Banking and Finance*, n. 22, 1998;
- M. Bugamelli, "Prezzi delle esportazioni, qualità dei prodotti e caratteristiche di impresa: un'analisi su un campione di imprese italiane", *Tema di discussione*, Banca d'Italia, n. 634, giugno 2007;
- BVCA, The Economic Impact of Private Equity in the UK, London, November 2006;
- G. Conti, M. Cucculelli, M. Paradisi, Internazionalizzazione e strategie delle imprese nei settori tradizionali, *L'industria*, n. 1, gennaio-marzo, 2007;
- Capitalia – Osservatorio sulle piccole e medie imprese, *Indagine sulle imprese italiane. IX Rapporto sul sistema produttivo e sulla politica industriale*, Roma, Ottobre 2005;
- EVCA, Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe, Nottingham, June, 2002;
- M. Fortis, *Concorrenza asiatica: in 5 anni perso un quarto del valore aggiunto della moda italiana*, Fondazione Edison, Quaderno n° 5, Settembre 2006;
- M. Fortis, *PMI, distretti e il declino che non c'era*, Fondazione Edison, Quaderno n° 14, Marzo 2007;
- M. Fortis, *L'Italia ai vertici mondiali nelle "4A"*, Fondazione Edison, Quaderno n° 7, Dicembre 2006;
- M. Fortis, S. Corradini, *L'Italia dei (pochi) pilastri e dei (tanti) distretti*, Fondazione Edison, Quaderno n° 8, Gennaio 2007;
- T. Gargiulo, F. Onida, F. Traù, *La capacità competitiva della filiera italiana del legno-arredamento*, F. Angeli, Milano, 2004;
- G. George, J. Wiklund, S. A. Zahra, *Ownership and the Internationalisation of Small Firms*,
- ICE – Istituto Nazionale per il Commercio Estero, Sintesi del Rapporto sul commercio con l'estero, 1999;
- ICE – Istituto Nazionale per il Commercio Estero, *L'Italia nell'economia internazionale – Rapporto ICE 2005-2006*, Roma, giugno 2006;
- ICE – Istituto Nazionale per il Commercio Estero, *L'Italia nell'economia internazionale – Rapporto ICE 2006-2007*, Roma, giugno 2007;
- T. Mayer, G. Ottaviano, *The happy Few: New Facts on the Internationalisation of European Firms*, Bruegel Blueprint, n.3, Brussels, 2007;
- K. H. Marks, L. E. Robbins, G. Fernandez, J. P. Funkhouser, *The Handbook of Financing Growth. Strategies and Capital structure*, Wiley, 2005;
- J. Mc Cahery, L. Renneboog, *Venture Capital Contracting and the valuation of High Technology Firms*, Oxford University Press, 2003;
- Private Equity Monitor, *L'impatto del Private equity sul grado di internazionalizzazione delle imprese*, LUIC, Castellanza, Dicembre 2007;
- R.T. Slee, *Private Capital Markets. Valuation, Capitalization and Transfer of Private Business Interests*, Wiley, 2004;
- J.A. Timmons, *New Venture Creation*, Irwin McGraw-Hill, 5° Ed, 1999,

Indice

1. La ridotta competitività internazionale del sistema industriale italiano: razionamento di capitali o di supporti decisionali ?
2. Il modello di analisi proposto
3. Investimento di internazionalizzazione a VAN positivo interamente trasferito al *private equity investor*
4. Un esempio di applicazione del modello.
5. Sensibilità dell'ordine di scelta.
6. Conclusioni.

Bibliografia

Appendice analitica 1. Le equazioni per la determinazione dei valori.

Appendice analitica 2. La determinazione dei valori di impresa nell'ipotesi di non internazionalizzare

Tabelle e grafici

Appendice analitica 1. Le equazioni per la determinazione dei valori

Nell'Appendice sono riportate le formule analitiche di determinazione dei valori su cui si basano le valutazioni di convenienza relative ai 4 snodi rappresentati nel processo decisionale modellizzato (albero delle decisioni) e discusse nel paragrafo 4. Esse sono riportate nell'ordine con il quale vengono espone nel testo.

Livello 4: la scelta della forma di finanziamento del private equity investor

4a) Finanziamento via equity – scenario best

$$S^i_{finale} = S^i_{internazionalizzata} * quota_i$$

Dove: S^i_{finale} = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore
 $S^i_{internazionalizzata}$ = Valore a termine dell'*equity* in ipotesi di successo della strategia di internazionalizzazione
 Quota $_i$ = quota di partecipazione al capitale sociale detenuta dall'imprenditore dopo l'aumento di capitale riservato al *private equity investor*

Nell'esempio: $46,70 * 68,4\% = 32,2$

$$VAN = \frac{S^i_{finale}}{(1 + c.o.e.)^n} - S^i_{iniziale}$$

Dove: S^i_{finale} = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore
 c.o.e. = costo del capitale proprio
 $S^i_{iniziale}$ = Valore iniziale dell'*equity* a mani dell'imprenditore

Nell'esempio: $\frac{32,2}{(1,1)^5} - 20 = 0$

$$IRR = \left(\frac{S^i_{finale}}{S^i_{iniziale}} \right)^{1/n} - 1$$

Dove: S^i_{finale} = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore
 n = durata del periodo di sviluppo della strategia di internazionalizzazione
 $S^i_{iniziale}$ = Valore iniziale dell'*equity* a mani dell'imprenditore

Nell'esempio: $\left(\frac{32,2}{20,00} \right)^{1/5} - 1 = 10\%$

4a) *Finanziamento via equity – scenario worst*

$$S^i_{finale} = S^i_{steadystate} * quota_i$$

Dove: S^i_{finale} = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore

$S^i_{steadystate}$ = Valore a termine dell'*equity* in ipotesi di insuccesso della strategia di internazionalizzazione (*steady state*)

Quota i = quota di partecipazione al capitale sociale detenuta dall'imprenditore dopo l'aumento di capitale riservato al *private equity investor*

Nell'esempio: $20 * 68,4\% = 13,68$

$$VAN = \frac{S^i_{finale}}{(1 + c.o.e.)^n} - S^i_{iniziale}$$

Dove: S^i_{finale} = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore

c.o.e. = costo del capitale proprio

$S^i_{iniziale}$ = Valore iniziale dell'*equity* a mani dell'imprenditore

Nell'esempio: $\frac{13,68}{(1,1)^5} - 20 = -11,5$

$$IRR = \left(\frac{S^i_{finale}}{S^i_{iniziale}} \right)^{1/n} - 1$$

Dove: S^i_{finale} = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore

n = durata del periodo di sviluppo della strategia di internazionalizzazione

$S^i_{iniziale}$ = Valore iniziale dell'*equity* a mani dell'imprenditore

Nell'esempio: $\left(\frac{13,68}{20,00} \right)^{1/5} - 1 = -7,3\%$

4a) Finanziamento via debito – scenario best

$$S^i_{finale} = S^i_{internazionalizzata} * quota_i - Debito_n$$

Dove: S^i_{finale} = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore

$S^i_{internazionalizzata}$ = Valore a termine dell'*equity* in ipotesi di successo della strategia di internazionalizzazione

Quota i = quota di partecipazione al capitale sociale detenuta dall'imprenditore dopo l'esercizio della *call option* da parte del *private equity investor*

Debito $_n$ = Montante del debito (comprensivo degli interessi maturati durante la sua durata) da corrispondere al *private equity investor*

Nell'esempio: $46,70 * 79,3\% - 5,11 = 32,2$

$$VAN = \frac{S^i_{finale}}{(1 + c.o.e.)^n} - S^i_{iniziale}$$

Dove: S^i_{finale} = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore

c.o.e. = costo del capitale proprio

$S^i_{iniziale}$ = Valore iniziale dell'*equity* a mani dell'imprenditore

Nell'esempio: $\frac{32,2}{(1,1)^5} - 20 = 0$

$$IRR = \left(\frac{S^i_{finale}}{S^i_{iniziale}} \right)^{1/n} - 1$$

Dove: S^i_{finale} = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore

n = durata del periodo di sviluppo della strategia di internazionalizzazione

$S^i_{iniziale}$ = Valore iniziale dell'*equity* a mani dell'imprenditore

Nell'esempio: $\left(\frac{32,2}{20,00} \right)^{1/5} - 1 = 10\%$

4a) *Finanziamento via debito – scenario worst*

$$S_{finale}^i = S_{steadystate}^i * Quota_i - Debito_n$$

Dove: S_{finale}^i = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore
 $S_{steadystate}^i$ = Valore a termine dell'*equity* in ipotesi di insuccesso della strategia di internazionalizzazione (*steady state*)
 Quota_i = quota di partecipazione al capitale sociale detenuta dall'imprenditore dopo l'esercizio della *call option* da parte del *private equity investor*
 Debito_n = Montante del debito (comprensivo degli interessi maturati durante la sua durata) da corrispondere al *private equity investor*

Nell'esempio $(20 * 79,3\%) - 5,11 = 10,7$

$$VAN = \frac{S_{finale}^i}{(1 + c.o.e.)^n} - S_{iniziale}^i$$

Dove: S_{finale}^i = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore
 c.o.e. = costo del capitale proprio
 $S_{iniziale}^i$ = Valore iniziale dell'*equity* a mani dell'imprenditore

Nell'esempio: $\frac{10,7}{(1,1)^5} - 20 = -13,3$

$$IRR = \left(\frac{S_{finale}^i}{S_{iniziale}^i} \right)^{1/n} - 1$$

Dove: S_{finale}^i = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore
 n = durata del periodo di sviluppo della strategia di internazionalizzazione
 $S_{iniziale}^i$ = Valore iniziale dell'*equity* a mani dell'imprenditore

Nell'esempio: $\left(\frac{10,7}{20,00} \right)^{1/5} - 1 = -11,7\%$

Livello 3: la scelta relativa all'ingresso nel gruppo federale o alla realizzazione in proprio della strategia di internazionalizzazione

3a) Cessione del controllo – scenario best

$$S^i_{finale} = S^G_{internazionalizzata} * quota_i$$

Dove: S^i_{finale} = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore
 $S^G_{internazionalizzata}$ = Valore a termine dell'*equity* dell'azienda internazionalizzata attraverso l'adesione a un gruppo in caso di successo della strategia di internazionalizzazione
 Quota $_i$ = quota di partecipazione al capitale sociale dell'azienda internazionalizzata detenuta dall'imprenditore dopo la cessione del controllo al gruppo

Nell'esempio $44,5 * 49\% = 22$

$$VAN = \frac{S^i_{finale}}{(1 + c.o.e.)^n} - S^i_{iniziale}$$

Dove: S^i_{finale} = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore
 c.o.e. = costo del capitale proprio
 $S^i_{iniziale}$ = Valore dell'*equity* a mani dell'imprenditore all'inizio del periodo di sviluppo della strategia (dopo la cessione della quota di controllo)

Nell'esempio: $\frac{22}{(1,1)^5} - (20 * 49\%) = 3,75$

$$IRR = \left(\frac{S^i_{finale}}{S^i_{iniziale}} \right)^{1/n} - 1$$

Dove: S^i_{finale} = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore
 n = durata del periodo di sviluppo della strategia di internazionalizzazione
 $S^i_{iniziale}$ = Valore dell'*equity* a mani dell'imprenditore all'inizio del periodo di sviluppo della strategia (dopo la cessione della quota di controllo)

Nell'esempio: $\left(\frac{22,0}{9,8} \right)^{1/5} - 1 = 17,4\%$

3a) Cessione del controllo – scenario worst

$$S_{finale}^i = S_{steady\ state}^G * Quota_i$$

Dove: S_{finale}^i = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore
 $S_{steady\ state}^G$ = Valore a termine dell'*equity* dell'azienda internazionalizzata attraverso l'adesione a un gruppo in caso di insuccesso della strategia
 Quota $_i$ = quota di partecipazione al capitale sociale dell'azienda internazionalizzata detenuta dall'imprenditore dopo la cessione del controllo al gruppo

Nell'esempio $20,0 * 49\% = 9,8$

$$VAN = \frac{S_{finale}^i}{(1 + c.o.e.)^n} - S_{iniziale}^i$$

Dove: S_{finale}^i = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore
 c.o.e. = costo del capitale proprio
 $S_{iniziale}^i$ = Valore iniziale dell'*equity* a mani dell'imprenditore

Nell'esempio: $\frac{9,8}{(1,1)^5} - 9,8 = -3,71$

$$IRR = \left(\frac{S_{finale}^i}{S_{iniziale}^i} \right)^{1/n} - 1$$

Dove: S_{finale}^i = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore
 n = durata del periodo di sviluppo della strategia di internazionalizzazione
 $S_{iniziale}^i$ = Valore iniziale dell'*equity* a mani dell'imprenditore

Nell'esempio: $\left(\frac{9,8}{9,8} \right)^{1/5} - 1 = 0,0\%$

Livello 2: la scelta relativa alla non internazionalizzazione

2a) Mantenere la capacità di reddito

$$VAN = \frac{S_{finale}^i}{(1 + c.o.e.)^n} - S_{iniziale}^i$$

Dove: S_{finale}^i = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore
 c.o.e. = costo del capitale proprio
 $S_{iniziale}^i$ = Valore iniziale dell'*equity* a mani dell'imprenditore

Nell'esempio: $\frac{32,2}{(1,1)^5} - 20,0 = 0,0$

$$IRR = \left(\frac{S_{finale}^i}{S_{iniziale}^i} \right)^{1/n} - 1$$

Dove: S_{finale}^i = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore
 n = durata del periodo di sviluppo della strategia di internazionalizzazione
 $S_{iniziale}^i$ = Valore iniziale dell'*equity* a mani dell'imprenditore

Nell'esempio: $\left(\frac{32,2}{20,0} \right)^{1/5} - 1 = 10,0\%$

2b) Non mantenere la capacità di reddito

$$VAN = \frac{S_{finale}^i}{(1 + c.o.e.)^n} - S_{iniziale}^i$$

Dove: S_{finale}^i = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore
 c.o.e. = costo del capitale proprio
 $S_{iniziale}^i$ = Valore iniziale dell'*equity* a mani dell'imprenditore

Nell'esempio: $\frac{20,0}{(1,1)^5} - 20,0 = -7,6$

$$IRR = \left(\frac{S_{finale}^i}{S_{iniziale}^i} \right)^{1/n} - 1$$

Dove: S_{finale}^i = Valore a termine dell'*equity* di pertinenza dell'imprenditore
 n = durata del periodo di sviluppo della strategia di internazionalizzazione

Bozza

S_{iniziale}^i = Valore iniziale dell'*equity* a mani dell'imprenditore

Nell'esempio: $\left(\frac{20,0}{20,0}\right)^{1/5} - 1 = 0,0\%$

Appendice analitica 2: La determinazione dei valori di impresa nell'ipotesi di non internazionalizzare

Nel caso l'imprenditore decida di non implementare la strategia di internazionalizzazione, il rendimento ritraibile dallo svolgimento delle attività aziendali ed il livello di ricchezza creata dipenderanno dalla possibilità di mantenere (oppure no), il livello di redditività esistente al momento della conduzione della scelta lungo l'orizzonte temporale altrimenti coperto dalla strategia di internazionalizzazione.

A questo fine, si è ipotizzato che tale capacità dipenda dall'esito degli investimenti difensivi (in *upgrading* dei processi/prodotti) realizzati durante l'orizzonte della valutazione attraverso la politica di completa ritenzione degli utili.

Nello scenario favorevole, dunque, tali investimenti sono attesi generare un rendimento pari al costo del capitale ($r = \text{c.o.e.} = 10\%$). In virtù di tale rendimento, la capacità di reddito aziendale è attesa evolvere ad un saggio di crescita pari al costo del capitale stesso ($g = b \cdot r = 100\% \cdot 10\%$), come rappresentato in Tab.1.

Tab. 1: Evoluzione della capacità di reddito in caso di redditività degli utili trattenuti pari al costo del capitale

Anni	1	2	3	4	5	6
E	2,00	2,20	2,42	2,66	2,93	3,22
E trattenuto	2,00	2,20	2,42	2,66	2,93	n.d.
ΔE	0,2	0,22	0,242	0,27	0,29	
BV iniziale	10	12	14,20	16,62	19,28	22,21
BV finale	12,00	14,20	16,62	19,28	22,21	
ROE	20%	18%	17%	16%	15%	15%
ROE spread	10%	8%	7%	6%	5%	5%

Di qui il valore a termine dell'impresa pari a 32,2 ($S_n = E_n / \text{c.o.e.} = 3,22 / 10\%$).

Nello scenario sfavorevole, invece, il reinvestimento degli utili in investimenti difensivi è atteso generare un rendimento nullo ($r = 0\%$), con l'effetto di dissolvere per intero il ROE *spread* esistente ad inizio periodo., come rappresentato in Tab.2.

Tab. 2: Evoluzione della capacità di reddito in caso di redditività degli utili trattenuti pari a zero.

Bozza

Anni	1	2	3	4	5	6
E	2	2	2,00	2,00	2,00	2,00
E trattenuto	2	2	2,00	2,00	2,00	2,00
ΔE	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BV iniziale	10	12	14	16	18	20
BV finale	12	14	16	18	20	22
ROE	20%	17%	14%	13%	11%	10%
ROE spread	10%	7%	4%	3%	1%	0%

Di qui il valore a termine dell'impresa in ipotesi di insuccesso degli investimenti difensivi pari a 20 ($S_n = E_n/c.o.e. = 2,0/10\%$).

Tab.1.1: Intescambio commerciale dell'Italia

Dati in milioni di €

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Esportazioni	196.860	200.842	211.297	220.105	221.040	260.413	272.990	269.064	264.616	284.413	299.293	326.992
<i>Δ % rispetto al periodo precedente</i>		2,0%	5,2%	4,2%	0,4%	17,8%	4,8%	-1,4%	-1,7%	7,5%	5,2%	9,3%
Importazioni	173.354	165.930	184.678	195.625	207.015	258.507	263.757	261.226	262.998	285.634	309.292	348.348
<i>Δ % rispetto al periodo precedente</i>		-4,3%	11,3%	5,9%	5,8%	24,9%	2,0%	-1,0%	0,7%	8,6%	8,3%	12,6%
Saldo	23.506	34.912	26.619	24.480	14.025	1.906	9.233	7.838	1.618	- 1.221	- 9.999	- 21.356
<i>Δ % rispetto al periodo precedente</i>		48,5%	-23,8%	-8,0%	-42,7%	-86,4%	384,4%	-15,1%	-79,4%	n.s.	718,9%	113,6%

Fonte: Ministero del Commercio Internazionale

Tab. 1.2: Quote di mercato dell'Italia su export e import mondiale (prezzi correnti)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Quote % Italia su export mondiale	4,5%	4,7%	4,3%	4,5%	4,1%	3,7%	4,0%	3,9%	4,0%	3,8%	3,6%	3,4%

Fonte: Ministero del Commercio Internazionale

Tab.1.3: Ripartizione degli addetti per categorie dimensionali di imprese (Industria in senso stretto)

	2003	2004	2005	Δ 2003-2005	Peso % 2005	Σ Peso %
1	186.723	182.746	179.969	-3,6%	3,8%	3,8%
2-9	1.027.677	1.014.547	1.010.839	-1,6%	21,2%	25,0%
10-19	749.900	722.362	716.043	-4,5%	15,0%	40,1%
20-49	772.479	762.774	745.533	-3,5%	15,7%	55,7%
50-249	1.023.065	1.003.170	994.383	-2,8%	20,9%	76,6%
250- e più	1.175.840	1.137.753	1.111.209	-5,5%	23,4%	100,0%
Totale	4.935.684	4.823.352	4.757.976	-3,6%	100,0%	

Fonte: ISTAT.

Tab. 1.4: Ripartizione delle esportazioni italiane per classe dimensionale delle imprese esportatrici

Valori esportati e ricavi medi all'esportazione in milioni di €

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Piccole (meno di 50 addetti)	32,0%	31,8%	31,5%	30,5%	31,5%	30,5%	30,2%	30,0%	28,8%
Medie (fra 50 e 250 addetti)	27,3%	27,4%	27,4%	27,3%	27,2%	27,3%	27,2%	27,5%	27,5%
Grandi (oltre 250 addetti)	40,7%	40,8%	41,1%	42,2%	41,3%	42,2%	42,6%	42,5%	43,7%
Piccole e medie	59,3%	59,2%	58,9%	57,8%	58,7%	57,8%	57,4%	57,5%	56,3%

Fonte: Rapporto ICE, Graf. 8.2, pg. 502.

Tab. 1.5: Il commercio estero dell'Italia per settori. Valori delle esportazioni e saldi, 2006.

Dati in milioni di €

Settori Ateco	ESPORTAZIONI		IMPORTAZIONI		SALDO
		Peso %		Peso %	
Prodotti agricoli, dell'allevamento e della pesca	4.312	1,3%	9.689	2,8% -	5.190
Prodotti dell'industria estrattiva	1.083	0,3%	55.250	15,9% -	42.691
Prodotti dell'industria manifatturiera	315.533	96,5%	274.266	78,7%	41.024
Alimentari, bevande e tabacco	17.672	5,4%	21.886	6,3%	4.072
Prodotti tessili e dell'abbigliamento	27.184	8,3%	17.204	4,9%	10.856
Calzature e prodotti in pelle e cuoio	13.472	4,1%	7.445	2,1%	6.152
Prodotti chimici e farmaceutici	32.509	9,9%	44.400	12,7% -	10.865
Metalli e prodotti in metallo	37.382	11,4%	43.086	12,4% -	1.743
Macchine e apparecchi meccanici	66.223	20,3%	23.452	6,7%	38.000
Prodotti ICT, apparecchi elettrici e di precisione	29.701	9,1%	39.941	11,5% -	10.818
Mezzi di trasporto	35.162	10,8%	43.173	12,4% -	8.716
Altri prodotti	6.064	1,9%	9.144	2,6% -	2.512

Fonte: ISTAT

Tab.1.6: Valori Medi Unitari delle esportazioni europee

Indice (Base 2000 = 100)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Euro area (12 Paesi)	92,2	93,1	94,7	93,7	94,1	100,0	101,3	100,8	97,6	97,5	100,2	103,8
Euro Area (25 Paesi)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	100,0	101,4	100,4	96,6	96,4	99,7	103,2
Germania	96,4	95,2	95,1	95,4	95,5	100,0	102,5	102,6	101,3	101,4	103,8	107,2
Spagna	93,0	94,7	94,2	93,5	94,3	100,0	101,4	101,4	101,2	103,7	108,4	113,4
Francia	96,8	96,5	96,1	95,3	94,8	100,0	102,1	102,4	100,9	102,1	104,7	109,5
Italia	91,1	95,9	97,4	94,6	95,4	100,0	102,7	103,5	103,7	106,1	110,8	116,0

Fonte: Eurostat

Tab.1.7: Indicatori economici delle imprese manifatturiere esportatrici a confronto con le non esportatrici

Dati in milioni di €

	Dimensione media dell'impresa *	Valore aggiunto per addetto	Quota delle esportazioni sul fatturato (%)	Premio della dimensione ¹	Premio del valore aggiunto ²
Imprese esportatrici					
1-9	4,3	35,0	27,8	1,7	1,5
10-19	13,7	41,4	24,8	1,0	1,3
20-49	30,2	46,0	29,5	1,0	1,2
50-249	98,7	54,5	36,6	1,2	1,1
250- e più	742,2	63,9	40,4	1,2	0,9
Totale	31,0	53,6	36,0	6,7	1,6
Imprese non esportatrici					
1-9	2,6	23,3	0,0		
10-19	13,3	31,7	0,0		
20-49	29,1	39,5	0,0		
50-249	84,8	50,3	0,0		
250- e più	613,2	72,0	0,0		
Totale	4,6	32,5	0,0		

* Rapporto tra numero di addetti e numero di imprese

Fonte: ISTAT

¹ Il premio della dimensione è ottenuto dividendo per ogni classe il valore della dimensione media delle imprese esportatrici per quello delle non esportatrici² Il premio del valore aggiunto è ottenuto dividendo per ogni classe il valore della dimensione media delle imprese esportatrici per quello delle non esportatrici

Tab.1.8: Indicatori economici delle imprese manifatturiere europee internazionalizzate a confronto con le non internazionalizzate

Dati in milioni di €

Paese di origine	Premio di dimensione ¹	Premio di valore aggiunto ²	Premio di remunerazione ³	Premio di intensità di capitale ⁴	Premio di dotazione di risorse specializzate ⁵
<i>Esportatori</i>					
Germania	2,99	n.d.	0,01		
Francia	2,24	2,68	1,09	1,49	
Regno Unito	1,01	1,29	1,15		
Italia	2,42	2,14	1,07	1,01	1,25
Ungheria	5,31	13,53	1,44	0,79	
Belgio	9,16	14,80	1,26	1,04	
Norvegia	6,11	7,95	1,08	1,01	
<i>Investitori</i>					
Germania	13,19	n.d.			
Francia	18,45	22,7	1,13	1,52	
Belgio	16,45	24,7	1,53	1,03	
Norvegia	8,28	11,0	1,34	0,87	

Fonte: T. Mayer, G.Ottaviano, The Happy few: The Internazionalisation of European firms, Bruegel Blueprint 3, Bruegel 2007.

¹ Il premio di dimensione è ottenuto dividendo il numero di occupati delle imprese internazionalizzate per quello delle non internazionalizzate² Il premio di valore aggiunto è ottenuto dividendo il valore aggiunto delle imprese internazionalizzate per quello delle non internazionalizzate³ Il premio di remunerazione è ottenuto dividendo il salario delle imprese internazionalizzate per quello delle non internazionalizzate⁴ Il premio di intensità di capitale è ottenuto dividendo il valore dell'intensità di capitale delle imprese internazionalizzate per quello delle non internazionalizzate⁵ Il premio di dotazione di risorse specializzate è ottenuto dividendo il numero di occupati delle imprese internazionalizzate per quello delle non internazionalizzate

Grafico 1: Tipo di attività prevalente all'estero delle imprese industriali (20-49 addetti)

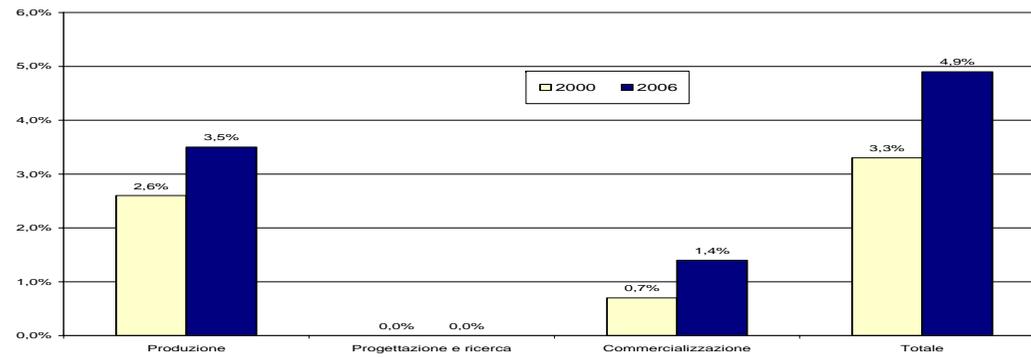


Grafico 2. Tipo di attività prevalente all'estero delle imprese industriali (50 addetti e oltre)

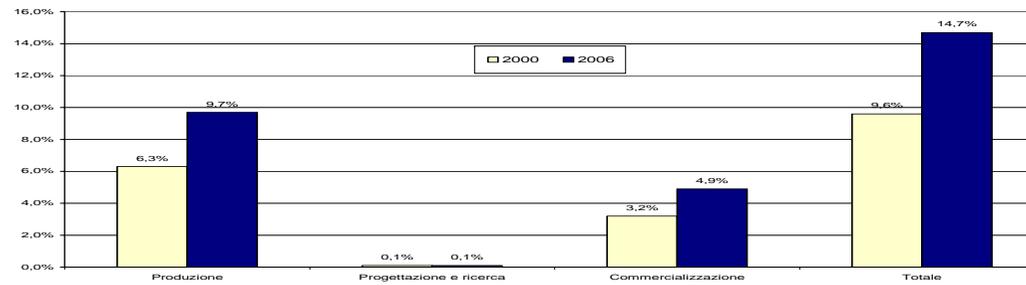


Grafico 3: Rappresentazione delle alternative strategiche nel processo di internazionalizzazione

