

COMPETITIVITÀ E INCENTIVI ALLE IMPRESE

a cura dell'Associazione
"Studi e Ricerche per il Mezzogiorno"



Anna Gervasoni, Direttore Generale AIFI

FINANZA PER LO SVILUPPO E DIMENSIONE D'IMPRESA: INTERVISTA AD ANNA GERVASONI, DIRETTORE GENERALE AIFI

Laureata in Economia e Commercio nel 1984 all'Università Bocconi di Milano ed attuale direttore generale dell'Associazione Italiana per il Private Equity ed il Venture Capital (AIFI), docente universitario alla Cattaneo di Castellanza, la Professoressa Anna Gervasoni ha contribuito con una sua intervista allo sviluppo degli studi condotti da SRM sulle connessioni tra finanza innovativa e dimensioni di impresa nel Mezzogiorno in occasione della pubblicazione che SRM effettuerà questo Autunno in merito alle problematiche dimensionali del tessuto economico meridionale.¹

Nell'ottica di esaminare gli strumenti finanziari utili a favorire la crescita delle PMI meridionali si è ritenuto interessante effettuare un'intervista ad uno degli esponenti più importanti nel panorama della finanza innovativa in Italia e la scelta è caduta sulla professoressa Anna Gervasoni per l'appunto.

Nonostante l'Associazione abbia sede in Lombardia e conti la maggior parte dei propri associati nel Nord Italia, sono ben chiare alla professoressa Gervasoni le problematiche che limitano la crescita di strumenti di finanza innovativa nel Mezzogiorno.

Come evidenziato anche nell'articolo correlato all'intervista, la professoressa distingue bene due tipologie di vincoli che alimentano il problema: *la domanda e l'offerta* di finanza innovativa. Appare evidente dall'intervista che per quanto concerne la domanda, il Mezzogiorno potrebbe essere un ottimo bacino di sviluppo per il *private equity* ma le prospettive reddituali e la bassa apertura delle imprese limitano l'applicazione di tali strumenti. Le prospettive reddituali si riducono ulteriormente inoltre se si pensa al fatto che la maggior parte degli operatori ha sede nel Nord Italia per cui i costi di *scouting* lievitano in modo notevole.

¹ SRM, (2010), *Il Sud in Competizione: la varietà dei modelli dimensionali esistenti e la scelta allocativa delle imprese*, Napoli, Giannini

In questa prospettiva, la professoressa Gervasoni non esita ad affermare che la soluzione migliore al problema sarebbe quella di favorire lo sviluppo di strutture pubblico-private locali dotate di una managerialità propria degli operatori privati.

In quest'ottica la professoressa, giudica positiva l'iniziativa del fondo *High Tech* per il Sud in quanto basato su meccanismi di mercato anche se non indirizzato alla creazione di operatori locali che possano mettere radici sul territorio. Lamenta invece un non buon utilizzo dei fondi strutturali per il Sud chiedendo alle regioni di dotare i propri bandi per lo sviluppo del *private equity* di regole idonee a garantire la redditività operativa ai gestori (stabilendo che le commissioni vengano applicate sul *commitment* anziché sul versato come invece generalmente viene stabilito nei bandi).. Favorevole infine al Fondo per le PMI specie se questi si orienti maggiormente verso finanziamenti indiretti al capitale tramite la creazione di operatori qualificati che possano accompagnare le PMI verso un percorso di crescita finanziariamente ed economicamente sostenibile.

Più problematica appare la situazione per lo sviluppo del *venture capital* in quanto in questo caso, manca quella cultura alla managerialità necessaria a che le idee dei ricercatori vengano tradotti in veri e propri *business*.

In conclusione dall'intervista emerge chiaramente che se non inizia a svilupparsi quella cultura manageriale e finanziaria propria di sistemi economici avanzati difficilmente si può avere una crescita delle imprese nonché dell'industria del *private equity* e del *Venture Capital* ed in questo senso per la professoressa Gervasoni appare determinante la presenza di operatori molto vicini alle esigenze specifiche del territorio.

PARTE I: SCENARIO – PROBLEMI DI DOMANDA ED OFFERTA IN ITALIA

Potrebbe darci indicazioni sull'attuale situazione del *private equity* in Italia e perché, specie nel Mezzogiorno stenta a decollare?

Il *private equity* nel senso più ampio del termine (quindi dal *management buy out* alle operazioni di *early stage*), in Italia ha uno sviluppo abbastanza buono anche se l'offerta (che allo stato attuale normalmente produce circa 300 operazioni l'anno) potrebbe essere ulteriormente ampliata a fronte di una domanda potenziale di imprese nettamente più alta. Il motivo per cui in Italia il *private equity* (e la finanza innovativa più in generale) non è riuscito a generare una massa critica pari a quella di altri paesi (come la Francia ad esempio dove si realizzano in media circa 2000 operazioni l'anno) è essenzialmente legato a due circostanze: 1) ci sono ancora troppi vincoli all'ingresso di nuovi soci; 2) rendimento troppo basso.

Tali limiti sono ancora più evidenti del Mezzogiorno dove, oltre a problemi di domanda ci si scontra di fronte ad una chiara carenza strutturale dell'offerta di finanza innovativa.

Uno dei problemi da lei citati è il vincoli all'ingresso di capitale esterno. Potrebbe spiegarne le motivazioni e quale potrebbe essere la soluzione?

Rispetto all'offerta standard di un fondo di *private equity* le imprese italiane, nonostante si siano avuti molti cambi generazionali, sono ancora molto restie all'apertura ad azionisti esterni. Non a caso la maggior parte delle operazioni che vengono effettuate in Italia sono del tipo *buy-out* visto che l'imprenditore è molto più propenso a "vendere l'azienda" che a crescere (ed a dover dividere le proprie idee ed i modelli gestionali con quelli di un operatore di *private equity*). In genere ciò deriva dalla propensione dell'imprenditore italiano a "non voler condividere la *governance*" con l'esterno. Inoltre c'è da dire che un operazione di *private equity* comporta tutta una serie di vincoli (quali ad esempio la certificazione di bilancio, la selezione qualificata dei manager, la non possibilità di commistione tra fiscalità di impresa e fiscalità familiare etc..) ai quali difficilmente l'imprenditore italiano vuole sottoporsi. Si tratta tuttavia di problematiche ampiamente superabili nel momento in cui le necessità finanziarie dell'impresa sono tali da rendere estremamente vantaggiosi gli effetti di un apertura del proprio capitale. Tuttavia tale situazione non si verifica troppo spesso.

Quanto al problema del rendimento?

Altro problema importante deriva dai bassi livelli di rendimento. Il rendimento medio delle operazioni di *private equity* degli ultimi anni nei mercati internazionale (in genere anche nei tempi più duri) si è attestato intorno al 10-15% (per cui mediamente un operatore, dopo 5 anni dall'investimento, si aspetta un rendimento del 10%). Il problema non è solo quanti imprenditori riescono a garantire tale soglia di rendimento ma anche quanti di essi "vogliono" garantirle, nel senso che spesso ci si scontra con imprenditori che non vogliono crescere ai ritmi richiesti. Ciò porta ad un sostanziale problema di *eccesso di domanda sull'offerta*. La domanda potenziale è molto elevata, tuttavia molte delle imprese che costituiscono tale domanda non soddisfano i *target* di rendimento richiesti dagli operatori di *private equity* abbandonando l'offerta. Questo problema è internazionalmente risolto attraverso il sostegno pubblico tramite un meccanismo misto pubblico privato

Potrebbe definire le caratteristiche di questo intervento pubblico?

Il meccanismo ideale come detto è quello misto pubblico/privato, già adottato ampiamente e con successo a livello internazionale (attraverso diverse modalità) da paesi quali Israele, Francia, Germania, Inghilterra etc.. Il 50% dei fondi è di provenienza pubblica (ed è a tasso di rendimento bloccato) ed il 50% dei fondi è di provenienza privata. Il basso costo del finanziamento pubblico consente di soddisfare la duplice finalità di:

- 1) garantire il rendimento richiesto ai finanziatori privati;
- 2) chiedere allo stesso tempo una crescita aziendale inferiore agli standard del mercato del *private equity* (visto che comunque nel complesso il costo di finanziamento per l'operazione è più bassa).

Il punto che tuttavia ci tengo a precisare è che il denaro pubblico deve essere comunque gestito da un operatore privato professionale, questo perché l'operatore privato è dotato di meccanismi di incentivazione dei manager (quali il *carried interest*) tali che questi sono spinti ad operare affinché l'impresa cresca nell'interesse di tutti gli azionisti quindi dell'imprenditore e dell'operatore di *private equity*. Il rischio che si deve evitare è quello di creare strutture pubbliche che operano senza logiche di mercato.

Qual è la situazione in merito ai fondi pubblici italiani? Si stanno muovendo in questo senso?

Questo schema che noi abbiamo proposto più volte non è mai passato se non per un caso virtuoso che è quello del Fondo hi-tech per il Sud. Ci sono almeno due possibilità a livello nazionale in cui il meccanismo potrebbe essere applicato:

- 1) Sulla parte dedicata al Fondo dei fondi del fondo Tremonti per la capitalizzazione delle imprese.
- 2) Sulla strumentazione che fa capo al Ministero dello sviluppo economico a valere sul vecchio Fondo della finanza di impresa e che andrebbe oltremodo gestito secondo questa modalità. Il problema qui è che tali fondi sono via via assorbiti dalle varie situazioni di emergenza che colpiscono il paese.

Quanto al sostegno regionale invece?

Quanto alle regioni si apre un discorso molto importante in quanto a questo livello di governo c'è una ampia disponibilità di finanziamenti provenienti dall'Unione Europea (si pensi ai fondi strutturali ed ai fondi per l'innovazione), ma che a causa dell'inappropriatezza dei bandi finiscono per essere inutilizzati e quindi ritornare all'Unione europea. I bandi in effetti spesso non tengono conto di quelle che sono le reali esigenze di un operatore di *private equity* e delle problematiche di gestione di un fondo. Le faccio un esempio: le commissioni di gestione. La formula standard per il calcolo delle commissioni è che queste vengano applicate al *commitment* ossia alla somma che il privato decide di impegnare per l'intero investimento. Stabilire invece che esse vengano applicate sul versato (poiché *l'investment period* è in media di tre anni ed il versamento è graduale) non consente all'operatore di ottenere le commissioni di gestione necessarie per la sua operatività. Ne consegue che conoscere le caratteristiche operative dei fondi diventa di assoluta importanza. Questo tema della stesura dei bandi è talmente importante che ho fatto una proposta all'interno della Commissione Innovazione di Confindustria (presieduta dalla dottoressa Bracco) in base alla quale si crei un servizio centrale al fine di stabilire i *format standard* per la stesura di tali bandi da parte degli organi regionali.

Un tema toccato nella nostra ricerca sulla competitività delle imprese è quello delle reti e dei distretti di imprese. Qual è il legame tra operazioni di *private equity* e sistemi distrettuali o di reti?

Quanto ai distretti, difficilmente un fondo tende a concentrarvi

i propri investimenti in quanto ha bisogno di diversificare il rischio. Ovviamente ciò non esclude investimenti in singole realtà operanti in un distretto. Quanto alle reti, esse potrebbero essere un utile strumento purché permettano di creare strutture e quindi veicoli giuridici (quali spa di dimensioni appetibili) in cui il fondo può investire (in quanto non dimentichiamo che il fondo non può investire in un accordo ma solo in spa). Va evidenziato infine che il creare delle aziende locali strutturate può favorire un ulteriore sviluppo del proprio indotto e quindi favorire la crescita dei distretti e del territorio in cui opera.

PARTE II: IL MEZZOGIORNO – SCENARIO GENERALE

Passando più specificamente al Mezzogiorno. La finanza innovativa si scontra maggiormente con un problema di domanda o di offerta e cosa si potrebbe fare per risolverne le criticità?

Inizialmente lo vedrei come un *problema di offerta*. Il 30-35% delle operazioni vengono fatte in Lombardia e fin quando ci saranno operazioni fattibili in Lombardia e nelle zone limitrofe, difficilmente un operatore (ivi residente) sposterà la sua attenzione in altri posti che ne lievitano i costi di ricerca e di attuazione come nel Mezzogiorno fatta eccezione per alcuni casi:

- 1) La presenza un'operazione estremamente vantaggiosa in termini di rendimenti;
- 2) La presenza di un incentivo pubblico affinché ciò possa accadere come ad esempio è stato fatto con successo attraverso il Fondo per il sud dedicato all'*High Tech*

Pertanto, a Sud c'è un mercato potenziale molto elevato al quale tuttavia corrisponde un'offerta locale di operatori non sufficiente. Ne consegue che, a parte gli incentivi, a mio avviso, la soluzione migliore sarebbe quella di *creare strutture sedimentate localmente*. Una soluzione del genere comporterebbe ottimi vantaggi in termini di crescita dimensionale e culturale delle imprese nonché la possibilità di una migliore riallocazione del circuito del risparmio locale che attualmente segue destinazioni diverse dal proprio territorio.

Questo è, tra l'altro, un meccanismo utilizzato con successo in Francia per lanciare i cosiddetti fondi *proximité*. Il punto in ogni caso, come tra l'altro mostra l'esperienza estera, consiste non solo nel creare operatori con sede locale ma che questi siano anche *strutture qualificate* e che operino secondo logiche di mercato.

Prima ha citato il Fondo per il Sud. Qual è il suo stato di attuazione e secondo che modalità opera?

Il Fondo *high tech* per il Sud (che abbiamo impiegato ben 5 anni per far decollare!) ha avuto un successo straordinario proprio perché è stato scritto secondo logiche di mercato. La logica è stata quella di proporre un bando attraverso cui gli operatori fossero incentivati ad investire nel sud e nell'economia digitale. Sono stati stanziati 80 milioni pubblici a cui sono stati affiancati

80 milioni privati. Il bando ha visto 6-7 partecipanti di cui 4 hanno vinto e di cui tre (Vertis, Quantica, Intesa Sanpaolo Investimenti per il Sud) già sono operativi. Tale iniziativa non ha creato operatori dedicati (come prima ho indicato) anche se potrebbe comunque far nascere *team* e strutture, che pur non operative in loco, siano dedicate ad investimenti realizzabili in queste zone.

Quindi a suo avviso l'offerta di private equity nel Mezzogiorno va migliorata. Quali sono invece i problemi relativi alla domanda?

Ovviamente, pur essendoci un buon mercato potenziale nel Mezzogiorno, resta comunque il problema che trovare buoni occasioni di investimento è molto più difficile rispetto ad altre zone italiane. Questo accade perché in alcune aree meridionali ci si scontra con tutta una serie di *problemi di contesto* che limitano la competitività delle imprese che vi operano. Ci tengo a precisare tuttavia che il tasso di penetrazione nel Mezzogiorno è più elevato che nell'Italia settentrionale, nel senso che, pur essendo in numero inferiore, le imprese medie meridionali sono più propense ad utilizzare strumenti di *private equity*. Con questo voglio evidenziare che comunque, nel momento in cui si creano le opportunità, gli investimenti vengono fatti. Questo a maggior ragione rafforza l'idea di creare strutture di offerta dedicate in loco. Ma a questo punto entra in gioco anche un altro tema: quello delle *aggregazioni*. Sicuramente operazioni del genere possono creare un numero maggiore di occasioni di investimento aumentando la taglia dimensionale delle imprese.

Che ne pensa allora del Fondo italiano di investimento per le PMI? E' uno strumento che può agevolare lo sviluppo e la competitività delle imprese ed in che modo può relazionarsi coll'industria del private equity?

Personalmente appoggio pienamente l'idea (molto chiara) alla base del progetto ossia quella di favorire le aggregazioni delle PMI. Ci sono tuttavia ancora una serie di problemi da risolvere. In *primis* ci sono ancora alcuni aspetti da definire in merito alla *governance* (sedi, direzione etc..) tenendo conto inoltre che, essendo formata da un gran numero di soggetti, diventa anche problematico trovare un giusto punto di accordi. Inoltre c'è ancora da definire bene le quote delle parti di investimento da destinare *agli investimenti diretti in azienda e quelli indiretti* (quindi quella destinata al Fondo dei fondi). Noi come AIFI stiamo spingendo molto ad incentivare maggiormente l'utilizzo di questa seconda forma in quanto risulta molto difficile gestire una grande quantità di denaro in operazioni medie, che comportano un grande supporto professionale, come quello che si ritrova presso gli operatori di *private equity*. Ci vogliono manager dedicati e specializzati.. Basta considerare che ogni manager in genere riesce a gestire 4-5 operazioni l'anno e che in media un'operazione necessita di un investimento di 5 milioni. In sostanza ci vorrebbe una task force di oltre 100 addetti per gestire la metà dei capitali previsti...Basterebbe invece ripartire una somma analoga sottoscrivendo più fondi di dimensioni medio-piccole (50 milioni ciascuno, metà capitale trovato sul mercato, metà capitale proveniente da questa fonte) per far partire una positi-

va spirale di nuovi operatori di mid market, preziosi per lo sviluppo del nostro mercato.

Concludendo, il progetto può avere delle buone ripercussioni sul sistema industriale italiano, purché vengano risolti al più presto i suddetti nodi (*governance* e ripartizione delle quote in *budget*) e non si trasformi in uno strumento che spiazzi il mercato favorendo operazioni che non lo meritano.

PARTE III: RICERCA, TECNOLOGIA E VENTURE CAPITAL NEL MEZZOGIORNO

Quanto a ricerca e sviluppo di settori high tech, perché il venture capital nel Mezzogiorno stenta a decollare?

Nel Sud ci sono buoni centri di ricerca. Il problema è quello di fare in modo di *trasferire la ricerca di eccellenza* fatta in questi centri nelle aziende. Affinché un operatore investa in uno *spin off* ad alta tecnologia occorre che questo diventi poi un'azienda strutturata. Il problema del rendimento in questo caso emerge con maggior forza e non riguarda solo il Mezzogiorno, ne tanto meno l'Italia, ma tutta l'Europa. In effetti i tassi di rendimento degli ultimi anni delle operazioni di *venture capital* in Europa sono stati prossimi allo "zero". E' ovvio che di fronte a rendimenti del genere un investitore preferirà di gran lunga investire in operazioni di *buy-out* che invece promettono il 10-15%. Negli USA il discorso è invece diverso. In questo caso in genere se l'operazione di *venture capital* va a buon fine riesce a garantire tassi elevatissimi di gran lunga superiore a quelli del *private equity*.

Allora cosa si potrebbe fare per incentivare lo sviluppo del venture capital e quindi di capitale ad alta tecnologia?

Occorrerebbe anche in questo caso dotarsi di *fondi di venture capital dedicati* attivati da investimenti pubblici affiancati da fondi privati e gestiti da operatori privati professionali. In parallelo occorrerebbe che le regioni si impegnassero a creare un *framework* di accordi basati su filiere tecnologiche. L'idea sarebbe quella di individuare filiere tecnologiche dove due soggetti pubblici (appartenenti a zone diverse) insieme alle Università si impegnino a dare reciproca sede, assistenza a due *spin-off* (ognuno nella propria zona di appartenenza) al fine di attivare poi un co-investimento di due fondi di *venture capital* locali. Trattandosi di *seed capital*, l'ammontare di denaro inizialmente necessario non è molto elevato (si tratta di investimenti nell'ordine dei 100.000 euro), ma le ricadute potrebbero essere molto positive.

Nella nostra ricerca abbiamo dato importanza a tre settori (Aerospazio, Tessile e Biotech). Potrebbe dirci come la finanza innovativa potrebbe intervenire al fine di favorirne lo sviluppo?

Iniziando *dall'Aerospazio*, sappiamo bene che si tratta di un settore ben sviluppato in Italia. Ci sono diversi campioni nazionali ed è caratterizzato da una mole di investimenti, livelli di tecnologia e rendimenti molto elevati per cui è un settore che si presta molto sia ad operazioni di *private equity* che ad operazioni di *venture capital*.

Per quanto concerne il settore Tessile invece il discorso si fa leggermente più complicato. Si tratta in effetti di un settore maturo, i cui livelli di redditività attualmente sono bassi ed è caratterizzato da un'intensità tecnologica più bassa. Tali circostanze rendono difficile l'applicabilità di operazioni di finanza innovativa sia in termini di *private equity* che di *venture capital*. In questo caso in effetti, più che creare *spin-off* l'idea potrebbe essere quella di effettuare operazioni di *technology-transfer* che possono trovare un miglior supporto nei progetti confindustriali (tipo il progetto Nord-Sud) e nei finanziamenti pubblici.

Il Biotech, infine, è un settore che richiede investimenti elevati, e che quindi ha un costo iniziale molto elevato, ma che se riesce a creare un'azienda strutturata con una gamma di almeno 10 prodotti in *pipe-line* commercializzabili a livello internazionale in modo che possa avere la scala dimensionale e la diversificazione tale da garantire entrate molto elevate, allora un'operazione di *venture capital* in questo caso può generare un ritorno elevatissimo. In questo caso quindi vedo fattibile l'intervento della finanza innovativa ma potrebbe essere estremamente utile il supporto pubblico dati gli elevati investimenti iniziali e la necessità di creare aziende di elevata dimensione.

Più in generale cosa si potrebbe fare per sviluppare un settore importante come il Biotech in Italia e nel Mezzogiorno?

La situazione qui in Italia è che non c'è un'industria del *Biotech*. Ci sono sicuramente delle eccellenze nell'ambito della ricerca di base. Ma affinché il settore si sviluppi in modo serio e riesca ad attirare operazioni di finanza innovativa occorrono 1) operatori specializzati con esperti del settore, 2) una grossa mole di investimenti per cui l'aiuto pubblico potrebbe essere molto utile, 3) progetti industriali ambiziosi volti a creare tre-quattro campioni nazionali caratterizzati da una gamma di prodotti tali da garantire un ritorno adeguato all'investimento effettuato ed attirare quindi operazioni di *venture capital*.

Al di là di questo c'è da dire comunque che, vista l'assenza di una vera e propria industria strutturata nell'*high tech*, se la ricerca di base non viene adeguatamente supportata dai finanziamenti pubblici si corre il rischio di perdere le eccellenti competenze che abbiamo sviluppato nel settore. Pertanto, a tal fine, diventa essenziale non ridurre troppo i finanziamenti pubblici e cercare di attivare investimenti esteri.

PARTE IV: CONCLUSIONI

In conclusione passando al tema più generale della competitività nel Mezzogiorno quali pensa siano i punti critici da risolvere?

Il tema della competitività nel Mezzogiorno è di una vastità enorme e va dalla gestione delle infrastrutture a quella del capitale umano e dell'attrazione del management. L'idea di creare strutture di offerta di finanza innovativa *ad hoc* (come sopra accennato) potrebbe inoltre essere un punto di partenza per risolvere parte di questi problemi ed innescare un circuito di sviluppo.