

**OMPI-ITALIA SIMPOSIO INTERNAZIONALE SULLA PROPRIETÀ INTELLETTUALE
E LA COMPETITIVITÀ DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE NEI SETTORI TESSILE
E ABBIGLIAMENTO**

Intervento del Dr Marco Canale

Scopo di questo intervento è di presentare il punto di vista di un investitore finanziario nel capitale di rischio delle imprese. Cercherò di delineare gli aspetti più significativi che caratterizzano le valutazioni degli operatori di *private equity* e, in particolare, il ruolo che possono svolgere nel finanziamento dell'innovazione e nella efficace valorizzazione di quegli attivi intangibili delle aziende che esprimono fattori di effettivo vantaggio competitivo.

MPS Venture, la società che rappresento, gestisce attualmente quattro fondi chiusi di investimento. Due fondi operano sull'intero territorio nazionale. Due fondi hanno invece una specializzazione regionale o interregionale. Altri tre fondi chiusi – uno nazionale e due locali – sono già stati autorizzati e sono in procinto di partire. Con un totale di sette fondi chiusi MPS Venture è la società italiana con il maggior numero di fondi chiusi gestiti.

L'appartenenza al gruppo bancario Monte dei Paschi di Siena consente di valorizzare le sinergie operative con la rete commerciale e di proporre alle aziende un supporto non solo creditizio per le strategie di sviluppo, sulla base di un più evoluto rapporto banca-impresa. Naturalmente le modalità operative e i centri di decisione delle politiche di investimento dei fondi chiusi sono ben distinti da quelli relativi all'attività creditizia.

L'esperienza dei nostri fondi chiusi che operano su base locale ha mostrato come un forte radicamento territoriale facilita la conoscenza del tessuto delle piccole e medie imprese, consentendo di individuare e valorizzare le aziende che presentano interessanti opportunità di sviluppo.

Lo strumento del *private equity* rappresenta una modalità attraverso cui le imprese accedono al mercato dei capitali. La quotazione in borsa è un'opzione percorribile solo in presenza di requisiti dimensionali o qualitativi non sempre posseduti, in particolare, dalle piccole e medie imprese. Inoltre, l'ingresso nel capitale di un investitore finanziario costituisce di frequente un opportuno passaggio intermedio, che agevola l'accesso ai mercati regolamentati. L'operatore di *private equity* non è infatti solo un veicolo di risorse finanziarie: è anche e soprattutto un partner che fornisce un valore aggiunto di competenze finanziarie e che contribuisce a far evolvere la gestione aziendale verso modelli più manageriali.

L'equilibrio tra equity e debito nelle fonti di finanziamento degli investimenti è una esigenza particolarmente presente quando l'impresa realizza investimenti innovativi che aumentano il complessivo profilo di rischio/rendimento: questo è tipicamente il caso di innovazioni che si esprimono in attivi immateriali, quali quelli che rappresentano diritti di proprietà intellettuale.

Il confronto tra sistemi nei quali i circuiti di finanziamento delle imprese sono prevalentemente gestiti da intermediari bancari e quelli nei quali è invece prevalente il mercato dei capitali (modello anglosassone) è stato a lungo oggetto di analisi. La distinzione tra i sistemi è in via di superamento, per effetto della crescente integrazione dei mercati e della armonizzazione normativa attuata con gli accordi di Basilea.

Basti pensare, in particolare, al rilievo che assumerà il sistema dei rating interni nella determinazione dell'assorbimento patrimoniale a fronte del credito erogato dalle banche: si tratta in sostanza di un sistema che replica nei processi decisionali interni delle banche una logica di valutazione tipica dei mercati finanziari per quanto riguarda sia il merito di credito che il *pricing* applicato per tener conto del premio per il rischio.

La definizione di *private equity* comprende tutte le forme di investimento nel capitale di rischio di aziende non quotate, effettuate da investitori finanziari specializzati – generalmente fondi di investimento chiusi - sia attraverso l'acquisto o la sottoscrizione di azioni o quote di capitale, sia tramite titoli obbligazionari convertibili o altri strumenti finanziari assimilabili.

Si parla normalmente di *venture capital* per le operazioni che hanno lo scopo di finanziare l'avvio o lo sviluppo dell'impresa, di *buy-out* o di *replacement* per le operazioni che comportano l'acquisto del controllo di aziende esistenti, ovvero di quote del capitale nell'ambito della ricomposizione dell'assetto proprietario o del passaggio generazionale.

Gli investimenti degli operatori di *private equity* possono essere indirizzati all'acquisizione di quote di maggioranza o di minoranza. Nel primo caso l'investitore decide autonomamente le strategie d'impresa, avvalendosi di un *management team* di fiducia, che può essere costituito da risorse già presenti in azienda prima dell'acquisizione o da figure immesse dall'esterno. Nel caso degli investimenti di minoranza l'operazione viene realizzata sulla base di un rapporto contrattuale con l'imprenditore che detiene la maggioranza del capitale dell'azienda, il quale continua normalmente a svolgere un ruolo operativo nella gestione.

Gli aspetti chiave su cui si fonda la valutazione e la strutturazione di un'operazione di *private equity* possono essere così sintetizzati:

- individuazione dei *driver* di creazione di valore presenti nel *business*, attraverso la corretta analisi dei punti di forza e di debolezza;
- predisposizione di un piano d'impresa basato su ipotesi credibili ed analiticamente valutate;
- definizione di adeguate regole di *governance*, attraverso patti parasociali e statuto;
- corretta individuazione delle modalità di disinvestimento (*way-out*) da parte dell'investitore finanziario, in un orizzonte temporale normalmente collocato entro i cinque anni;
- condivisione di una corretta metodologia di valutazione dell'azienda al momento dell'investimento

L'obiettivo è di massimizzare nel medio termine il rendimento degli investimenti realizzati. L'orizzonte temporale di detenzione delle partecipazioni acquisite normalmente si colloca entro cinque anni.

La creazione di valore è misurata in termini di IRR, indicatore che esprime il tasso interno di rendimento dell'investimento. Nella sostanza, l'IRR atteso deriva dal confronto tra la valutazione dell'azienda al momento dell'investimento ed il valore futuro stimato alla presumibile data del disinvestimento.

Gli investitori finanziari hanno interesse verso aziende che abbiano prospettive di generare un IRR almeno in linea con i rendimenti medi di mercato per investimenti nel capitale di rischio.

Da cosa dipende la capacità di un'azienda di generare ritorni superiori alle medie di mercato? Credo che la risposta a questa domanda debba mettere al primo posto gli attivi immateriali. Ad essi sono infatti riconducibili le competenze distintive ed i fattori critici di successo. Da essi dipende inoltre la probabilità di successo di una strategia di sviluppo per linee interne e/o esterne.

Ulteriore requisito valutato dagli investitori è l'esistenza di un potenziale interesse di mercato per la proprietà delle aziende nelle quali investono: la domanda di mercato per la proprietà delle aziende consente di pianificare modalità efficaci di disinvestimento nel medio termine. L'esperienza mette in evidenza come le doti di leadership di un'impresa nel mercato di riferimento o in segmenti di mercato e le sue competenze distintive siano determinanti per creare valore attraverso operazioni di *mergers & acquisition*.

In quest'ottica, la difendibilità della proprietà intellettuale, nell'ambito degli attivi immateriali, rafforza la capacità dell'impresa di attivare gli strumenti tipici del mercato dei capitali, in primis il *private equity*, per sostenere le proprie strategie di sviluppo.

L'analisi statistica del *data base* delle aziende nelle quali hanno investito fondi di private equity mette in evidenza come il maggior numero di operazioni riguardi investimenti finalizzati allo sviluppo (*expansion capital*); l'interesse degli investitori ha altresì privilegiato aziende dotate di *brand* riconosciuti dal mercato, che normalmente riflettono competenze distintive.

L'ammontare medio unitario investito nelle operazioni di *expansion capital* è stato pari, nel primo semestre 2005, a € 2,4 milioni; la maggioranza delle operazioni si riferisce ad imprese con un fatturato non superiore a € 50 milioni. Questi dati testimoniano un forte interesse degli investitori per le medie e piccole imprese.

Requisiti essenziali per le aziende che si rivolgono al mercato del *private equity* sono anche: chiara distinzione tra patrimonio aziendale e familiare; disponibilità a considerare la possibilità di mutamento dell'assetto proprietario o cessione del controllo tra le opzioni future dell'azienda.

E' fondamentale anche, soprattutto negli investimenti di minoranza, la definizione delle regole di *governance*, che riguardano principalmente i seguenti aspetti:

- obbligo di condivisione con l'investitore delle decisioni aziendali più rilevanti e del piano d'impresa;
- modalità di formazione e funzionamento degli organi sociali;
- impegno di vendita congiunta in caso di cessione dell'azienda;
- modalità di soluzione di eventuali situazioni di "stallo" su delibere a maggioranza qualificata;
- realizzazione di un sistema di *reporting* sulla gestione accurato e tempestivo;
- disciplina dei tempi e modi della vendita della partecipazione acquisita dall'investitore finanziario, tenendo presente che quest'ultimo è sempre un socio temporaneo.

Le regole di *governance* non vanno viste come una "burocratizzazione" della gestione, ma come una crescita della cultura d'impresa sotto il profilo della managerialità e dell'orientamento alla creazione di valore. Infatti, la presenza di un investitore finanziario non si esaurisce nell'apporto di risorse finanziarie, ma realizza una partnership finalizzata al perseguimento di obiettivi di sviluppo.

Recenti studi hanno messo in evidenza come la eccessiva cristallizzazione degli assetti proprietari e la presenza di una *governance* aziendale poco evoluta siano tra i fattori che limitano la capacità competitiva. In tale ottica il ruolo degli investitori finanziari può contribuire a far superare alcuni degli ostacoli che condizionano lo sviluppo dell'impresa.

Gli ultimi rapporti sul mercato del *private equity* e *venture capital* predisposti dall'AIFI, l'associazione di categoria degli investitori nel capitale di rischio, hanno messo in evidenza che il portafoglio dei fondi gestiti dagli operatori di *private equity* è in misura rilevante liquido e disponibile per nuovi investimenti: al 30 giugno 2005 sul totale dei fondi gestiti, pari a 14,5 miliardi di euro, circa 5 miliardi risultavano disponibili per nuovi investimenti.

Il problema oggi per il mercato del capitale di rischio in Italia è quindi nella carenza di opportunità di investimento, ossia è nella domanda di fondi, piuttosto che nell'offerta. Il mondo delle piccole e medie imprese, che si confronta con uno scenario competitivo sempre più difficile, ha forse bisogno di guardare con più coraggio alle possibilità offerte dal *private equity*.

Tra i problemi che condizionano lo sviluppo del mercato del capitale di rischio particolare rilievo riveste la dimensione media limitata delle imprese. La difficoltà e, direi, la resistenza culturale ad affrontare percorsi di crescita anche attraverso fusioni e acquisizioni è un ostacolo rilevante anche per la realizzazione di progetti finalizzati al miglioramento della capacità competitiva.

E' stato più volte messo in evidenza come gli investimenti nella ricerca e sviluppo e nell'innovazione abbiano una correlazione positiva con la dimensione media delle imprese. Analoga correlazione positiva esiste con il mercato del

capitale di rischio, che è uno dei veicoli fondamentali di finanziamento dell'innovazione.

Il legislatore ha riconosciuto la rilevanza degli strumenti di *private equity* e *venture capital* per l'innovazione e lo sviluppo delle PMI introducendo, con la legge 388/2000, lo strumento delle anticipazioni finanziarie finalizzate all'acquisizioni di partecipazioni temporanee e di minoranza.

E' interessante notare come, pur nelle difficoltà di mercato, la performance media in termini di rendimenti realizzati dagli investitori di private equity sia migliorata, con un IRR lordo medio conseguito nei disinvestimenti attuati nel 2004 pari al 24,7%, contro il 17,8% del 2003.

Le performance positive indicano una creazione di valore di tutto rilievo nelle aziende partecipate da investitori finanziari. Ciò significa miglioramento della capacità competitiva e sviluppo dell'impresa. Da tutto ciò non traggono vantaggio solo gli investitori finanziari ma anche, a maggior ragione, gli imprenditori che hanno fatto ricorso agli strumenti di investimento offerti dal *private equity*

Aprire l'azienda al mercato dei capitali implica scelte impegnative per le piccole e medie imprese; l'esperienza dimostra in modo eloquente, tuttavia, come il gioco valga la candela.