

Fondazione Nord Est

Presidente

Dino Menarin

Direttore

Daniele Marini

NE

Direttore responsabile

Giampaolo Pedron

Coordinatore editoriale

Auro Palomba

Redazione:

Fabio Bordignon, Federico Ferraro,

Daniele Marini, Silvia Oliva, Alessandro Rigoni

Hanno collaborato:

Alessandro Benetton, Innocenzo Cipolletta,

Matteo Lunelli, Enzo Moi, Mario Moretti Polegato.

Anno 7 n. 1 gennaio/febbraio 2005

periodico bimestrale - Poste Italiane S.p.A.

Spedizione in Abbonamento Postale

D.L. 353/2003 (conv. in L. 27/02/2004 n°46)

art. 1 - comma 2, DCB TV



Fondazione Nord Est

studi ricerche progetti

NTE

analisi e commenti

**Finanza ed imprese:
cogliere oggi le condizioni
ancora favorevoli**

pag 2

**Un rapporto da recuperare
e rinnovare: finanza e
imprese insieme per una
nuova stagione di sviluppo**

pag 4

**Una nuova finanza per la
nuova impresa**

pag 7

**Le buone idee devono
essere quotate**

pag 10

**Qualità, eccellenza,
gestione familiare
d'impresa. A dispetto
della Borsa**

pag 12

Qui diamo i numeri!

pag 15

Editoriale

Il rapporto fra finanza e imprese in Italia è sempre stato difficile. Le ragioni storiche sono note, e quindi non è certo oggi nostra intenzione andare a ripercorrerle. Importante è invece cercare di capire se anche nel nostro Paese non si possa trovare una via affinché queste due gambe così importanti della nostra economia trovino finalmente un cammino costruttivo. Il problema, probabilmente, sta alla base: fin da piccole le nostre imprese non sanno come porsi nei confronti dell'unico esponente del mondo della finanza di loro appannaggio, ovvero la banca. Questa distonia si riporta anche nel processo di crescita, e si riscontra anche nei confronti degli strumenti più evoluti che negli ultimi anni sono comparsi o si sono consolidati anche nel nostro sistema, dal private equity alla quotazione in Borsa.

Ascoltando le lamentele degli imprenditori, molto spesso si odono due litanie, che suonano più o meno così: "Le banche quando non ne hai bisogno sono pronte a darti soldi, quando invece ne avresti bisogno scompaiono"; "Fuori dalla Borsa sono tutti pronti a investire nella tua società. Non appena ti quoti diventa impossibile reperire mezzi freschi". Dall'altro lato del tavolo, gli uomini in gessato rispondono con la consueta annotazione: "L'Italia è fatta di famiglie ricche e imprese povere", facendo cenno alla gestione "allegra" e spesso "promiscua" dei nostri capitani d'industria.

In questa numero della nostra Newsletter abbiamo cercato di riportare tutte le posizioni, da chi si è quotato con soddisfazione a chi non ha nessuna intenzione di avvicinarsi a Piazza Affari, da chi si occupa di finanza innovativa a chi di mestiere ha scelto di coniugare finanza e industria.

E', come sempre, un tentativo di sollevare la questione, nella convinzione che uno dei principali punti di mancanza di competitività delle nostre imprese, in specie di quelle medio-piccole, è proprio questo, e solo trovando una soluzione a questo problema si potrà aiutare l'Italia a risalire dal 45esimo posto cui la relega il World Economic Forum sul piano del ricorso alle nuove tecnologie.

Mai come negli ultimi mesi è stato possibile riscontrare sui mercati finanziari livelli di costo e disponibilità del credito tanto favorevoli per le imprese. A queste ultime, quindi, spetta il compito di saper approfittare di tale situazione, sfruttando anche i nuovi strumenti finanziari disponibili sui mercati. L'occasione è propizia anche al fine di garantire un rinnovo dell'assetto organizzativo delle PMI, svincolando sempre più le vicende dell'impresa da quelle interne alla famiglia titolare dell'attività.

di Innocenzo Cipolletta –
Consigliere Scientifico
Fondazione Nord Est

Finanza ed imprese: cogliere oggi le condizioni ancora favorevoli 2

Per le imprese questo è un periodo oltremodo favorevole dal punto di vista degli aspetti finanziari e ce ne accorgeremo, purtroppo, nei prossimi anni, quando cambieranno le attuali condizioni. Infatti, i due principali problemi del credito, il costo e la disponibilità, oggi non incidono se non in misura limitata. Il costo del credito è a livelli così bassi da avere pochi riscontri nel passato per periodi tanto ampi come l'attuale. La disponibilità non fa difetto: per il risparmio non vi sono molte alternative, sicché chi domanda credito o finanza ha buone probabilità di trovare adeguate risposte.

Certo, non tutte le imprese si trovano nella stessa situazione, ma in generale oggi prevale chi domanda credito rispetto a chi ne offre. E questa situazione, se è un vantaggio per le imprese, non può durare all'infinito e non è necessariamente una buona situazione dal punto di vista macroeconomico. In periodi di abbondanza di risorse finanziarie e di offerta che supera la domanda, la finanza non fa la dovuta selezione dei rischi, con il risultato che poi, quando le condizioni del mercato finanziario avessero a cambiare, potrebbero evidenziarsi molti casi di rischi sottovalutati. E le condizioni sono destinate a cambiare nei prossimi mesi, dato che negli Stati Uniti è iniziata, seppure in modo limitato, la risalita dei tassi di interesse, sia per i timori di una ripresa dell'inflazione, sia per arginare una massa monetaria ingente, creata dopo l'11 settembre 2001 in risposta agli attentati terroristici, che rischia di destabilizzare i sistemi economici nel futuro.

Le piccole e medie imprese italiane e quelle del Nord Est hanno sicuramente approfittato di questa situazione per ridurre il costo del finanziamento, ma poche sono quelle che hanno colto il momento per modificare la propria struttura finanziaria. Anzi, la facilità del credito ed il suo basso costo hanno indotto spesso a rimandare le questioni relative alla capitalizzazione ed all'assetto proprietario. Per evitare di dover affrontare questioni di assetto finanziario con condizioni del credito più difficili, sarebbe opportuno che si cogliessero questi mesi ancora favorevoli per darsi una struttura finanziaria più consistente e per affrontare i molti problemi di crescita e di passaggi generazionali che interessano le piccole e medie imprese.

Il sistema bancario che opera sul mercato italiano, fatto di operatori nazionali ed operatori esteri, sta sviluppando molti nuovi strumenti, sia per spostare il credito dal breve al medio e lungo termine, sia per favorire un maggior apporto di capitale di rischio, necessario per far crescere le imprese e per favorire passaggi di proprietà. *Bond* di distretto, prestiti garantiti da analisi tecniche dei processi innovativi, *merchant banks*, fondi di *private equity*, di *venture capital* ed altri, sono tutti strumenti disponibili ed affidabili, posto che operatori con ampia esperienza sono presenti nel nostro mercato.

Questi strumenti hanno tutti lo scopo di restringere la distanza tra impresa e finanza, distanza che è massima nel caso del credito a breve assistito da adeguate garanzie: ossia lo strumento più utilizzato nel nostro Paese e che lascia la banca indifferente – o quasi – ai piani industriali dell'imprenditore, il quale a sua volta non è tenuto a dare alcuna spiegazione, posto che egli offra delle garanzie reali a fronte della domanda di credito.

Invece con la finanza dedicata stanno nascendo operatori che si collocano a cavallo tra la banca e l'impresa. Sono, questi, consulenti che provengono o dal mondo industriale o da quello finanziario e che si pongono come obiettivo la valutazione dei piani industriali e la loro capacità di essere realizzati. È implicito in queste operazioni una condivisione del rischio imprenditoriale che impone una forte capacità di comunicazione reciproca. Quindi una forte trasparenza da parte dell'impresa e dell'imprenditore che deve saper comunicare i progetti, condividere le scelte, concordarle e, se necessario, adattarle a quelle che sono le richieste di chi condivide il rischio.

Ecco allora la necessità di una nuova *governance* delle imprese, dove i patrimoni dell'imprenditore e della sua famiglia siano nettamente distinti da quelli dell'impresa. Dove vi sia trasparenza nelle operazioni con parti correlate, ossia quando si cedono o si acquistano beni e cespiti dall'impresa alla famiglia proprietaria e viceversa. Dove l'assetto e l'organizzazione gestionale dell'azienda siano concepiti in funzione delle qualità sperimentate delle persone e non dei rapporti familiari degli azionisti, sicché i membri della famiglia dell'azionista devono essere valutati in modo non diverso da quello con cui si valutano gli altri collaboratori dell'azienda.

Inoltre l'azienda, per aprirsi ai nuovi strumenti finanziari, deve dare garanzia di durata, quindi di un assetto organizzativo e azionario che non dipenda dalle vicissitudini della famiglia proprietaria. Chi può investire del denaro in una azienda se essa dipende tutta da una persona anziana che non ha eredi capaci di continuare la gestione? Certo, la continuità di una azienda è sempre un rischio, perché anche strutture manageriali finiscono per dipendere dalla qualità del o dei *manager* presenti in quel momento. Ma una azienda che programma il suo futuro ha sistemi di selezione e sistemi di sostituzione già collaudati, tali da ridurre il rischio, che invece resta molto elevato quando un padre, o una madre, lasciano la gestione della loro azienda familiare ad una figlia, o ad un figlio, che giunge già anziano alla gestione, dopo aver atteso a lungo quel momento.

Questo non vuole affatto dire che occorre evitare la trasmissione del comando da padre a figlio nelle piccole e medie imprese italiane. Al contrario, la famiglia può anche essere una ottima scuola per la gestione di una azienda, in un Paese come il nostro che è sicuramente carente di scuole di formazione manageriale. Ma la cosa non è scontata e va valutata con strumenti che siano i più obiettivi possibile, non offuscati, in un senso o nell'altro, da questioni affettive. Ricordandosi che spesso i genitori sono cattivi giudici dei figli, non perché li sopravvalutano per affetto, ma al contrario perché tendono a dare eccessivo peso ai difetti che hanno visto nei loro figli da piccoli e, quindi, finiscono per non farne emergere tutte le migliori qualità.

Se aziende e finanza potranno compiere passi di avvicinamento reciproco nei prossimi mesi, sarà ancora possibile beneficiare di condizioni favorevoli sul mercato, in attesa che una nuova stagione di credito difficile torni a caratterizzare i mercati internazionali.

I nuovi strumenti messi a disposizione dal mondo della finanza rappresentano la via privilegiata attraverso cui le piccole e medie imprese del nostro Paese possono aumentare il proprio livello di capitalizzazione. Gli investimenti in capitale sono oggi indispensabili al fine di garantire un innalzamento dei livelli di competitività dell'intero Sistema Paese.

di Alessandro Benetton –
Presidente Gruppo 21
Investimenti

Un rapporto da recuperare e rinnovare: finanza e imprese insieme per una nuova stagione di sviluppo 4

Da tempo le preoccupazioni per lo sviluppo economico dell'Italia sono tornate a occupare tristemente le prime pagine dei quotidiani e le aperture dei telegiornali. Questo avviene perché, purtroppo, la competitività delle imprese italiane è sempre più a rischio sui mercati globali. Le analisi condotte di recente sullo stato dell'economia non lasciano dubbi: il nostro Paese sta perdendo quote di mercato sul PIL mondiale più rapidamente di qualsiasi altra nazione industriale sviluppata. Nel 1980 l'economia italiana pesava per il 4,23% sull'economia mondiale; vent'anni più tardi questa percentuale è scesa al 3,53%.

La classifica redatta dal World Economic Forum di Davos in Svizzera ha evidenziato una perdita di competitività del nostro sistema Paese, principalmente in base a tre linee direttrici: la tecnologia (39° posto), le istituzioni pubbliche (37°) e il contesto macroeconomico (27°). Questi dati devono essere il punto di partenza di una riflessione per chiunque – a diverso titolo – abbia a cuore il futuro del Paese. La progressiva apertura e concorrenzialità dei mercati legano sempre più le potenzialità di crescita dei sistemi territoriali alla loro capacità di attrarre investimenti e persone. Per questo si impone oggi un deciso rilancio dell'Italia su scala globale.

In uno scenario di questo genere si inserisce un ulteriore elemento di criticità che, se non gestita attentamente, rischia di divenire un'urgenza. Da tempo, infatti, esiste in Italia una oggettiva difficoltà di dialogo fra il mondo della finanza e dell'industria che deve necessariamente essere superata. In un Paese dove la gran parte del tessuto imprenditoriale è costituita da medie e piccole aziende, questo disagio rappresenta un vero e proprio freno allo sviluppo economico.

Esiste infatti un ruolo di primaria importanza che il sistema finanziario può svolgere, e di fatto svolge, nel determinare la competitività del Paese.

Uno dei principali fattori critici in termini di competitività del sistema Italia è infatti rappresentato dal peculiare tessuto economico costituito da aziende snelle, con forti potenzialità di sviluppo. A tal proposito, le forme più efficaci per favorire l'afflusso di capitali di rischio alle piccole e medie imprese si stanno affermando nella forma di quelle definite dagli anglosassoni come *pre-public*; si tratta della sottoscrizione di titoli rappresentativi di capitali di rischio da parte di *merchant bank*, società di *venture capital* e fondi chiusi. La caratteristica principale di questi investitori istituzionali va identificata nel fatto che essi non si limitano all'apporto di risorse finanziarie, ma assistono l'azienda anche nei suoi programmi di sviluppo e possono spesso arrivare ad accompagnarla fino alla quotazione, fornendole servizi reali, supporto, consulenza e soprattutto offrendo un contributo culturale volto ad aiutare il management e la proprietà ad adattare la propria mentalità alle esigenze di una più ampia base societaria.

Tali forme di investimento sono essenziali per la crescita delle piccole e medie imprese, obbligate a raggiungere le dimensioni richieste dai processi economici in atto a livello mondiale.

In questo senso le attività legate alla gestione di servizi finanziari diventano un fattore critico di successo, tenuto conto di quell'insieme di vincoli ed opportunità che discendono

dal processo di globalizzazione.

L'attività di investimento contribuisce, infatti, allo sviluppo del sistema industriale e dell'economia nel suo complesso, selezionando imprese a rapido tasso di crescita e fornendo loro il capitale necessario a svilupparsi.

In questa prospettiva, uno dei fattori di criticità dei distretti industriali italiani riguarda sicuramente l'insufficiente massa critica che le imprese riescono ad esprimere. La capacità delle PMI italiane di penetrare i mercati mondiali, di sviluppare tecnologie e *know how* ad altissimo valore aggiunto è infatti vanificata dalla dispersione di tali potenzialità e dall'incapacità di competere sui mercati per le ristrette dimensioni aziendali.

È dunque fondamentale porsi l'interrogativo di quali siano gli interventi e le politiche necessarie affinché un modello economico territoriale come quello dei distretti possa continuare a crescere. Una delle strade da seguire per conferire una spinta propulsiva alla competitività del sistema Paese riguarda dunque la creazione delle condizioni per la crescita delle imprese italiane, per via interna o tramite accordi e acquisizioni.

Se negli anni '80 si proclamava che "piccolo è bello", oggi questa immagine dell'azienda rischia di essere seriamente posta in discussione dai radicali mutamenti che i soggetti economici stanno affrontando. L'Italia, purtroppo, presenta ancora alcune carenze sotto questo aspetto. Le imprese con meno di 10 addetti danno oggi impiego a una quota dell'occupazione totale doppia rispetto alla media europea (più del 45%). In circa vent'anni l'occupazione generata dalle imprese manifatturiere con più di 500 addetti è scesa intorno al 15% dimezzando la propria incidenza; tale quota è invece del 56% in Germania e del 43% in Francia. Le imprese medie, ovvero con un numero di addetti compreso tra 100 e 400, rappresentano oggi solo il 10% del totale, contro il 17,5% in Germania e il 16% in Francia. Le dimensioni d'impresa ridotte in passato hanno rappresentato una risorsa per le imprese italiane; ora rischiano di essere invece penalizzanti. Le caratteristiche di flessibilità tipiche di tale modello vanno ovviamente preservate e valorizzate, ma in certi momenti da sole non sono sufficienti. Gli scenari attuali, infatti, richiedono economie di scala adeguate a contrastare la concorrenza sui costi portata dai Paesi più agguerriti.

Non solo: gli investimenti necessari per raggiungere alti livelli di competitività sui mercati internazionali richiedono una elevata disponibilità di risorse finanziarie e di *know how* di cui normalmente le piccole imprese sono carenti. In questa direzione, il modello di crescita delle aziende che si è avuto finora, basato prevalentemente sull'autofinanziamento, non è più proponibile.

Per questo diventa indispensabile, al fine di promuovere una corretta strategia di sviluppo, aprire il capitale d'impresa a partner istituzionali che possano supportare i progetti di crescita con capitali, *know how*, e un solido *network* di relazioni internazionali.

D'altra parte, gli effetti positivi di una corretta interazione tra i mondi della finanza istituzionale e dell'impresa sono stati ampiamente documentati.

Una ricerca sul territorio europeo condotta da Coopers e Lybrand, ad esempio, ha dimostrato che le imprese *venture backed*:

- godono di un alto tasso di sviluppo;
- creano nuovi posti di lavoro;
- effettuano considerevoli investimenti;

- perseguono strategie di sviluppo a livello internazionale.

6

I dati della ricerca confermano l'influenza decisiva degli investimenti in capitale di rischio sui fattori chiave che generano lo sviluppo economico.

D'altra parte le attività degli investitori istituzionali hanno una influenza diretta su un altro elemento fondamentale della competitività di un Paese: l'innovazione tecnologica. La connessione, in questo caso, è diretta, proprio perché la creazione delle condizioni per innovazioni tempestive a livello di mercato è senza dubbio subordinata all'esistenza di soggetti che sostengano tale sviluppo attraverso l'apporto di capitale e *know how*.

Il nostro Paese sconta un ritardo sostanziale rispetto alle altre aree evolute dell'Europa nell'approntare strumenti finanziari utili a sostenere i processi di innovazione all'interno delle imprese. E' oggi quanto mai necessario, ai fini di un innalzamento della competitività dell'intero sistema produttivo, estendere il ricorso a modalità di finanziamento innovative, create su misura non solo per l'impresa high-tech, ma per tutti quegli operatori che facciano dell'innovazione il centro della propria attività. Ogni idea innovativa deve godere della possibilità di diventare impresa.

di Enzo Moi – Direttore Veneto Innovazione S.p.A.

Una nuova finanza per la nuova impresa

La capacità di stimolare, generare, alimentare e incrementare processi di innovazione spinta rappresenta senza alcun dubbio uno dei connotati fondamentali delle economie più competitive. Negli ultimi decenni infatti, le aree che hanno conosciuto lo sviluppo maggiore a scala planetaria (in molti casi invertendo una tendenza consolidata al declino), sono state quelle che hanno saputo adottare strategie di sviluppo fortemente orientate all'innovazione.

Una prima considerazione è che innovare oggi significa essenzialmente attivare processi di discontinuità tecnologica che portano alla creazione di processi, prodotti o servizi radicalmente nuovi e in grado quindi di produrre valore aggiunto e competitività elevati.

I casi della Silicon Valley, di Boston, della Silicon Wadi in Israele, di Taiwan, di Singapore, dell'Irlanda, della Scozia, di Oxford e Cambridge, per citare alcuni dei più noti, rivelano invariabilmente il carattere "radicale" dei processi d'innovazione attivati e la presenza di alcuni "catalizzatori", quali un forte *commitment* ambientale verso l'innovazione che favorisca il rapido trasferimento delle invenzioni sul mercato, l'attrazione di talenti dall'esterno, la capacità di radicare centri di eccellenza (pubblici e privati) in grado di svolgere funzioni di leadership e di garantire persistenza e credibilità ai processi attivati.

La transizione dall'economia industriale verso l'economia della conoscenza è l'elemento strategico che accomuna questi processi.

Da questo punto di vista, l'Italia e il Nord Est si trovano di fronte ad un punto di svolta: occorre modificare sostanzialmente un sentiero di sviluppo fino ad ora basato su imprese di dimensioni medio-piccole, su produzioni a bassa intensità di conoscenza e su innovazioni di tipo incrementale.

Il nostro sistema è stretto tra delocalizzazione e innovazione: non è più competitivo nelle produzioni a modesto valore aggiunto e deve rapidamente diventarlo in attività non insidiabili dal basso costo del lavoro.

Il successo di questa strategia presuppone che vengano attuati interventi adeguati per dimensione ed efficacia, al fine di:

- aumentare la quantità e il valore economico della ricerca, ossia la sua trasformazione in innovazione di prodotti, processi e servizi effettivamente venduti sul mercato;
- migliorare la formazione del capitale umano (ancora oggi il numero dei laureati totali e in discipline tecnico – scientifiche è pari a circa la metà della media europea);
- promuovere un maggiore orientamento al mercato dell'Università e della sua attività di ricerca, stimolando le pratiche del brevetto e del trasferimento tecnologico ricerca-impresa;
- realizzare gli strumenti di supporto¹ necessari ad aumentare il numero delle nuove imprese ad elevato contenuto tecnologico derivanti da attività di ricerca (*spin-off*);
- favorire la creazione di nuovi strumenti e l'incremento degli investimenti finanziari nelle imprese innovative;

¹ Per es. fondi di pre-seed e seed capital, incubatori high-tech, centri di eccellenza o infrastrutture tecnologiche in grado di concentrare risorse umane, tecniche e finanziarie da dedicare allo sviluppo di nuovi prodotti, processi o servizi.

- creare, in definitiva un ambiente locale globalmente più incline a premiare l'innovazione in tutte le sue forme.

Su tutte queste linee di indirizzo è importante invertire rapidamente una situazione che vede il Sistema Paese in grave ritardo rispetto ai Paesi concorrenti e spesso anche rispetto a Paesi di nuova adesione all'Unione Europea².

Particolare importanza riveste tuttavia l'obiettivo di aumentare la natalità e la sopravvivenza delle nuove imprese ad alta tecnologia che, pur con i loro limiti di esperienza, spesso derivano da un'idea di business legata a prodotti completamente nuovi e sono quindi più adatte delle imprese già esistenti a diffondere processi d'innovazione radicale.

In tutto il mondo e nei casi di maggiore successo, la nascita delle nuove imprese ad alta tecnologia si realizza attraverso una stretta collaborazione fra ricerca, imprenditorialità e finanza e con l'intervento di investitori finanziari specializzati (i *venture capitalists*), che svolgono un'attività di valutazione e selezione delle nuove imprese con elevate potenzialità di sviluppo nelle quali acquisire partecipazioni temporanee (*early stage financing*). L'*early stage financing* in Italia ha conosciuto una discreta fortuna negli anni tra il 1998 e il 2001, quando l'emergere della *new economy*, in particolare nel settore ICT, ha spinto verso l'alto tale tipologia di investimenti. In seguito, tuttavia, la crisi dei mercati finanziari ha drammaticamente ridotto gli investimenti finanziari. Nell'anno migliore - il 2000 -, gli investimenti *early stage*, pari a 540 milioni di euro, hanno raggiunto solo lo 0,05% del PIL. Negli anni successivi si sono ridotti di un ordine di grandezza e solo nel 2004 hanno dato qualche segno di ripresa. Il numero di operazioni effettuate (qualche decina l'anno) è comunque troppo piccolo per avere effetti di qualche rilievo sul sistema economico.

Negli ultimi tempi si sono quindi intensificate le iniziative per sostenere la nascita di nuove imprese *high-tech*.

L'Unione Europea ha lanciato qualche anno fa diversi programmi di collaborazione fra Regioni della conoscenza, operatori della finanza, della ricerca, dei brevetti, della tecnologia e promotori dello sviluppo innovativo come parchi scientifici e tecnologici o Bic (*business and innovation centres*).

L'azione PAXIS (cfr. www.cordis.lu/paxis/), promossa dalla Direzione Generale per l'Impresa, intende promuovere la conoscenza e lo scambio di buone prassi per tendere all'eccellenza nell'innovazione. Cinque reti tematiche tra regioni, sei progetti transnazionali e tre misure di accompagnamento puntano a sostenere i processi di creazione di imprese innovative e a favorire il trasferimento di strumenti di supporto. Il Veneto partecipa ad una delle reti tematiche con Veneto Innovazione, assistita dall'Università di Padova e da Confindustria Veneto Siav.

Su scala nazionale l'AIFI, l'Associazione degli intermediari di *Private Equity* e di *Venture Capital*, ha lanciato recentemente il manifesto "Proposta per sostenere la nascita e lo sviluppo di nuove imprese *high tech*"³ in cui si ipotizza la creazione di un Fondo di co-investimento in Nuove Imprese Tecnologiche (NIT) italiane. Il Fondo dovrebbe avere finanziamento pubblico ma gestione privata, una dotazione di 100 milioni di euro all'anno per tre anni e verrebbe utilizzato, in particolare per il coinvestimento in NIT attraverso fondi di

² Secondo i dati Eurostat, l'Italia si colloca tra la 13ma e la 22ma posizione tra i Paesi dell'Europa a 25 in base ai principali indicatori di produttività e specializzazione tecnologica - cfr. Eurostat "Science and Technology in Europe", 2004

³ Cfr. <http://www.aifi.it/publicazioni/pdf/MANIFESTOAIFI.pdf>

venture capital italiani ed esteri e, in parte minore investendo direttamente in fondi di VC operanti in Italia e specializzati in *seed* ed *early stage financing*. 9

Nel Veneto, l'Università di Padova aderisce da alcuni anni alla *Business Plan Competition START CUP*, che ha lo scopo di stimolare il mondo dell'Università all'elaborazione di progetti di impresa per valorizzare i risultati della ricerca⁴. Inoltre, per iniziativa di Confindustria Veneto è stata costituita la SGR Galileo, che si propone di attivare, attraverso la raccolta di Fondi Chiusi specializzati, investimenti di *seed* e *first stage* in imprese di elevato profilo tecnologico.

Al di là di tali iniziative, è tuttavia necessario che vengano ulteriormente accelerati e intensificati gli investimenti pubblici e privati in questo settore e che il tema delle Nuove Imprese Tecnologiche assuma un posto di centralità nelle politiche industriali. Sfortunatamente per il Paese e per loro, le idee innovative che tentano di trasformarsi in imprese non possono contare sull'attenzione e sull'apparato strumentale che vengono invece messi a disposizione di molte imprese che hanno esaurito la propria capacità innovativa. Sarà meglio per tutti se questa distorsione potrà essere rapidamente corretta.

⁴ Dal 2004 la possibilità di partecipazione all'iniziativa è stata estesa anche al di fuori dell'Università e dal 2005 la competizione ha assunto dimensione regionale, attraverso la collaborazione delle altre Università venete e di Veneto Innovazione.

Il Gruppo Geox ha da alcuni mesi dato il via alla propria quotazione sul mercato azionario, non tanto per esigenze di carattere finanziario, quanto piuttosto per godere di una maggiore visibilità a livello internazionale. La Borsa ha sin qui risposto in modo positivo, con una crescita significativa del valore del titolo rispetto al prezzo di collocamento. La quotazione, tuttavia, non rappresenta certo la panacea per i problemi di una struttura imprenditoriale in crisi o in difficoltà. La priorità assoluta va assegnata agli investimenti in innovazione, ricerca e formazione del personale.

di Mario Moretti Polegato
– Presidente Gruppo Geox

Le buone idee devono essere quotate

Portare la propria azienda in Borsa rappresenta un momento di estrema tensione per qualsiasi imprenditore. Da un certo punto di vista, si potrebbe parlare anche di coinvolgimento affettivo e di gelosia verso ciò che in principio era semplicemente un'idea o un sogno personale. Geox, il Gruppo che ho fondato alcuni anni fa e che guido insieme ad un gruppo di eccellenti manager, si è quotato in Borsa il 1 dicembre 2004 e in poco più di tre mesi il titolo ha realizzato un incremento di valore di circa il 40% rispetto al prezzo di collocamento. La quotazione, quindi, è stata accolta dal mercato finanziario con grande favore, ma l'essere approdati nel listino di Milano non è e non deve essere vissuto come un punto di arrivo. Ogni giorno parte una nuova sfida che si traduce immediatamente in numeri, a volte positivi e a volte negativi, e che proietta l'azienda nei terminali degli investitori di tutto il mondo. Creare un'azienda dal nulla, veder crescere i propri profitti e aumentare il numero dei propri collaboratori è un'avventura entusiasmante. Portare un'azienda in Borsa è un'esperienza altrettanto gratificante e consente ad un imprenditore di valutare nuovi punti di vista e nuovi approcci nel fare business.

Come è stato detto alla stampa e agli analisti durante il periodo di offerta, il progetto di portare Geox a Piazza Affari non è nato da necessità finanziarie a cui non sapevamo far fronte, ma dalla volontà di aumentare la visibilità internazionale del Gruppo. Comprare negozi nelle *locations* più prestigiose del mondo e attirare i migliori manager sulla piazza sono obiettivi che risultano più semplici per un'azienda pubblica.

Andare in Borsa significa accettare l'idea di confrontarsi con il mercato finanziario quotidianamente, senza farsi prendere dall'ansia di performance a breve termine. Il mercato premia le aziende sane con progetti industriali chiari e logici. Geox è un'azienda tecnologica che ha saputo applicare innovazione nelle calzature e nell'abbigliamento e che ha davanti a sé un potenziale di crescita decisamente significativo. Statistiche alla mano, infatti, il 90% della produzione mondiale di calzature viene fatta con soles in gomma, soles che hanno in comune il problema della traspirazione e dell'igiene. Geox ha offerto una soluzione brevettata a questi problemi e sta penetrando i principali mercati internazionali con grande efficacia.

La Borsa e gli investitori istituzionali hanno premiato l'innovazione di prodotto, le strategie commerciali e il modello di business. Nella fase di sottoscrizione la comunicazione svolge un ruolo importante, ma non può sopperire alla mancanza dei numeri e dei requisiti che il mercato ricerca in una società quotata. Geox ha fatto una buona campagna pubblicitaria, ma incentrata solo sui media italiani poiché l'offerta "*retail*" era diretta solo al risparmiatore italiano. La comunicazione all'estero è stata sviluppata attraverso il cosiddetto "*road-show*", una serie di incontri molto tecnici con i rappresentanti dei principali fondi investimento internazionali passando da Londra a New York, da Parigi a Edimburgo.

Sono molto soddisfatto del lavoro fatto e tutta la Geox sta lavorando intensamente per raggiungere gli ambiziosi obiettivi di budget che ci siamo posti e che abbiamo già confermato nel 2004 e nei primi sei mesi del 2005.

Quotarsi è una delle strade possibili per le molte aziende del nostro territorio, ma non è un obbligo e soprattutto non è una soluzione ai problemi di una struttura in crisi. Il business del domani si costruisce investendo *in primis* in innovazione, in ricerca e in formazione. Nella competizione globale, le idee e le persone fanno la differenza tra un'azienda in fase di "decollo" e una in "declino".

Raccolta di nuovo capitale o smobilizzo di una parte della propria partecipazione: generalmente, l'ingresso in Borsa risponde ad una di queste due esigenze, nessuna delle quali rientra oggi tra le priorità del Gruppo Lunelli. Un'azienda, questa, che ha fatto della qualità ed eccellenza del prodotto il proprio marchio di fabbrica. E che non intende rinunciare, almeno per il momento, al carattere familiare che ancora ne caratterizza la gestione.

di Matteo Lunelli –
Amministratore delegato
Vinifin S.p.A. Gruppo
Lunelli

Qualità, eccellenza, gestione familiare d'impresa. A dispetto della Borsa 11

Lo Spumante Ferrari o il Gruppo Lunelli, che coinvolge oltre al Ferrari l'acqua minerale Surgiva, le grappe Segnana e i vini tranquilli, bianchi e rossi, noti come i Lunelli, in Borsa? No, grazie. Concedetemi quest'inizio che ritengo molto giornalistico e lasciate che spieghi perché l'ingresso in Piazza Affari dello Spumante Ferrari o del Gruppo Lunelli sia un'ipotesi con scarse possibilità di realizzarsi. Almeno oggi.

Perché un'azienda vada in Borsa è noto, ma val la pena di ripeterlo. La quotazione è solitamente motivata o dalla necessità di raccogliere nuovo capitale, per alimentare la crescita aziendale, svincolandosi così dalle capacità finanziarie dell'azionista di controllo o dalla volontà dell'azionista stesso di realizzare un parziale smobilizzo della propria partecipazione. Ebbene, nel Gruppo Lunelli, che ha appena definito un ambizioso piano di sviluppo, non c'è oggi nessuna di queste condizioni.

Se guardiamo alla raccolta di capitale, la conclusione è una sola: il *cash flow* delle nostre aziende è sufficiente a finanziare i piani definiti e, comunque, la compagine sociale è pronta a sottoscrivere per intero eventuali aumenti di capitale. La nostra famiglia, alla quale fa capo la totalità del pacchetto azionario, rimane fermamente decisa a voler giocare un ruolo chiave nella proprietà e nel controllo delle sue aziende. E l'arrivo in posti di rilievo nel gruppo della terza generazione dei Lunelli, alla quale appartengo, non fa che confermare che si vuole continuare a rimarcare la caratterizzazione familiare dell'azienda. Il tutto senza chiudere la porta a manager esterni che, non a caso, sono presenti in ruoli di primissimo piano.

La quotazione sul mercato azionario finalizzata alla raccolta di capitale sarebbe oggi poco conveniente anche in termini relativi, in confronto all'indebitamento bancario. Nella definizione di una struttura finanziaria ottimale, l'attuale livello dei tassi, insieme con il beneficio fiscale connesso alla deducibilità degli interessi passivi, rendono, infatti, appetibile il capitale di debito. Il gruppo Lunelli non ha mai utilizzato la leva finanziaria in modo rilevante, anche se stabilità e prevedibilità dei risultati aziendali giustificerebbero il ricorso al debito.

Per quanto riguarda la possibilità di riallocazione del capitale, lo smobilizzo di una quota non è un'esigenza sentita dalla nostra compagine sociale.

Dal punto di vista dell'azionista di controllo, esiste sempre un *trade off* tra concentrazione e diversificazione. Gli imprenditori, in particolare nella fase di maggior sviluppo della propria attività, concentrano e investono gran parte del proprio patrimonio in azienda. Superata l'iniziale fase di crescita, emerge spesso la volontà di ridurre il rischio, diversificando. La soluzione di questo *trade off* dipende in parte dal grado d'avversione al rischio dell'azionista, ma soprattutto è legata alla sua percezione circa la sostenibilità del vantaggio competitivo e la solidità dei fattori chiave di successo dell'impresa. Potrebbe sembrare una considerazione banale, ma quando si ha l'opportunità di partecipare a un business di successo e con ampie prospettive di crescita, la spinta alla diversificazione è frenata dalla mancanza d'investimenti alternativi altrettanto appetibili.

La convinzione della bontà dei nostri marchi, l'entusiasmo per le nostre iniziative e il legame intimo con le aziende e le persone che vi lavorano ci portano a voler scommettere ogni

giorno di più su noi stessi, sulla nostra capacità di fare impresa.

E' dunque evidente che alcune delle logiche e delle motivazioni che normalmente spingono alla Borsa non sono applicabili al nostro caso, mentre rimangono i vincoli, le responsabilità e i costi legati alla quotazione: un aumento degli obblighi verso l'esterno, rallentamenti nei processi decisionali, la produzione di una più ampia informativa e la gestione dei rapporti con un azionariato diffuso.

Entrando nello specifico, oltre alle motivazioni di natura strategica e congiunturale alle quali ho fatto riferimento, va evidenziato che le dimensioni e le caratteristiche del nostro gruppo non sono particolarmente idonee alla quotazione.

Società medio-piccole e non contendibili sono generalmente snobbate dagli investitori istituzionali. Nell'attuale contesto, quotandoci potremmo correre il rischio di divenire una *small cap* condannata a una sorta di "limbo borsistico" o viceversa soggetta a fluttuazioni che nulla hanno a che vedere con i fondamentali dell'azienda.

La nostra principale attività è lo spumante Ferrari e occorre tener presente che esiste una scarsa "attrazione" tra mondo del vino e Borsa. Non a caso il settore vinicolo è poco rappresentato nei listini, in particolare nei paesi di più antica tradizione enoica come l'Italia, la Francia e la Spagna. Basta pensare che nessun titolo delle quarantadue società che costituiscono l'indice mondiale Mediobanca del settore vinicolo è italiano. In Australia e Cile, i paesi in cui il comparto ha la maggiore visibilità, la capitalizzazione del settore non supera l'1,5% del mercato.

I motivi di questa scarsa propensione alla Borsa sono probabilmente legati all'elevata patrimonializzazione delle aziende vinicole e alla lunghezza temporale dei cicli di produzione, che mal si conciliano con le necessità degli investitori.

La Ferrari è un'azienda molto particolare: una singolare mescolanza di industria, così come tradizionalmente è intesa l'industria, di artigianato, di agricoltura. La creazione di una bottiglia di spumante metodo classico chiede pazienza, anni di maturazione (fino a dieci per le grandi riserve, come il nostro Giulio Ferrari, un'etichetta ormai entrata nel mito), l'accumulo d'ingenti stock di magazzino ed è talvolta soggetta ai capricci della meteorologia. Ciò vuol dire che i risultati della nostra attività non si misurano in trimestri, come avviene per le società quotate, ma in cicli pluriennali e la produzione non può essere adeguata in modo tempestivo alla domanda del mercato.

Per concludere, ritengo che, sebbene la quotazione comporti una crescita della visibilità di un'azienda, anche a livello internazionale, lo status di società quotata poco si adatta alla cultura, alla storia e all'immagine della nostra azienda. Non desidero difendere aprioristicamente il totem del controllo familiare, ma sono convinto che l'attuale assetto proprietario del nostro gruppo sia un fattore di forza e di solidità. L'immagine dello spumante Ferrari non deriva tanto da risultati economici e finanziari o dall'eventuale appartenenza a un listino, ma piuttosto dalla tradizione centenaria di qualità ed eccellenza di cui la proprietà è sempre stata garante, con un impegno e una presenza continua in tutti i settori di attività dell'azienda. Come diceva Alberto Falk, "...il comportamento della famiglia viene identificato con quello dell'azienda. Questo ovviamente impegna la famiglia a un comportamento coerente con l'azione e l'immagine dell'azienda... Bisogna impegnarsi per dare fondamento alla fiducia che si chiede, bisogna essere credibili".

Sono questi i motivi che fino ad ora ci hanno tenuti lontani da Piazza Affari ma non devono esistere tabù e ogni imprenditore deve essere capace di adeguare le proprie scelte e le proprie strategie, in modo tempestivo al mutare del contesto economico, al fine di cogliere nuove opportunità.

Talvolta sono anche necessarie scelte di rottura ed il coraggio di fare un salto: come, più di cinquant'anni fa, seppi fare mio nonno, Bruno Lunelli, che s'indebitò sino al collo, per acquistare da Giulio Ferrari un'azienda minuscola, a un prezzo che tutti ritenevano folle. Che morale trarne, allora? Questa: mai dire mai.

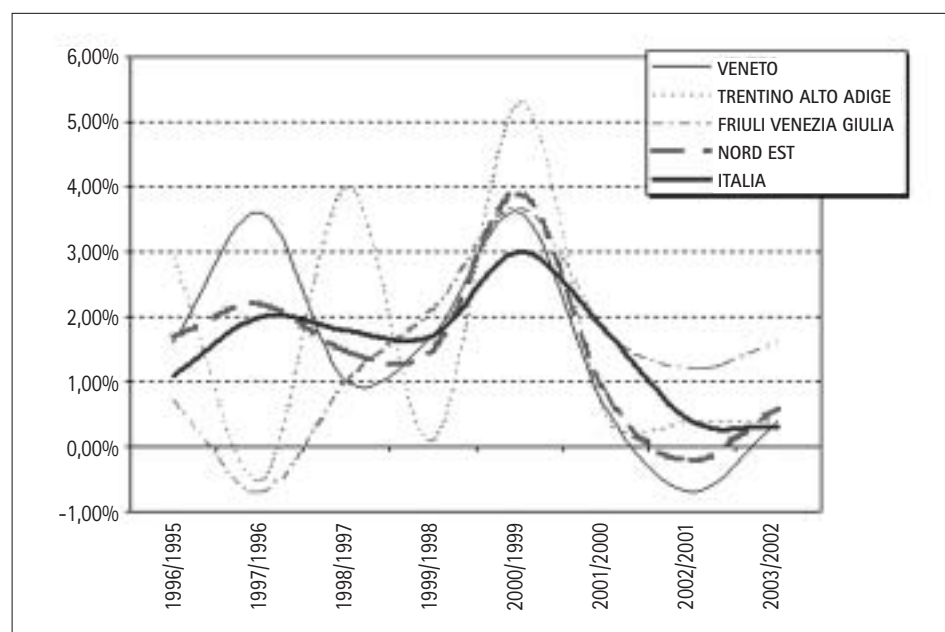
Qui diamo i numeri!

14

LA DINAMICA DEL PRODOTTO INTERNO LORDO REALE: ITALIA, NORD EST E REGIONI

ANNO	VENETO	TRENTINO ALTO ADIGE	FRIULI VENEZIA GIULIA	NORD EST	ITALIA
1996/1995	1,60%	2,90%	0,70%	1,70%	1,10%
1997/1996	3,60%	-0,50%	-0,70%	2,20%	2,00%
1998/1997	1,00%	4,00%	1,00%	1,50%	1,80%
1999/1998	1,70%	0,10%	2,10%	1,50%	1,70%
2000/1999	3,60%	5,30%	3,70%	3,90%	3,00%
2001/2000	0,60%	0,50%	1,80%	0,80%	1,80%
2002/2001	-0,70%	0,40%	1,20%	-0,20%	0,40%
2003/2002	0,40%	0,40%	1,60%	0,60%	0,30%

Fonte: OPEN - Fondazione Nord Est su dati Istat



Fonte: OPEN - Fondazione Nord Est su dati Istat