

# BANCA FINANZA

## Strumenti finanziari parlano gli operatori Venture capital, parlano gli operatori. Perché in Italia il mercato non decolla

Nei Paesi più industrializzati come Stati Uniti, Gran Bretagna, Francia e Germania il venture capital è uno stimolo alla crescita economica e un fattore di innovazione. In Italia è quasi sconosciuto o visto con sospetto e associato allo scoppio della bolla di internet nel Duemila. Proprio quella crisi provocò nel nostro Paese un fuggi fuggi generale dagli investimenti in venture capital, con il risultato di affondare un settore appena decollato e che necessitava di ben altre tempistiche. La peggiore interpretazione del venture capital, infatti, è quella a breve termine. Se l'investitore non vede tutto il ciclo di vita dai cinque ai dieci anni e non ha la pazienza di attendere rischia di vanificare l'investimento. E aspettare significa avere modo di selezionare ed eventualmente fare anche morire le iniziative in portafoglio per sostenere invece quelle buone. Oggi lo scenario è cambiato. Il settore privato, per esempio, si sta dando da fare per creare operatori di venture capital e ci sono più mezzi. Resta l'immobilismo di una normativa italiana che svolge un ruolo più di freno che di stimolo agli investimenti. Queste, in sintesi, sono alcune delle riflessioni emerse durante la tavola rotonda organizzata da Davide Auricchio, di Strategia & Finanza, con la collaborazione di BancaFinanza, e alla quale hanno partecipato Elserino Piol, presidente di Pino Partecipazioni, Diana Saraceni, general partner di 360 Capital Partners, Sergio Buonanno, direttore investimenti di venture capital di Friulia sgr, Simone Zanolo, business development manager di Eporgen Venture, Marco Pinciroli, amministratore delegato Innogest sgr e Stefano Peroncini, managing partner e consigliere delegato di Quantica Sgr. «In Italia», spiega Elserino Piol, «si parla molto di innovazione e del fatto che il nostro Paese è indietro e che bisogna recuperare terreno rispetto agli altri mercati più evoluti. Ma se guardiamo i Paesi che hanno un alto tasso di innovazione, uno dei fattori è il venture capital. Si dice che per rinnovare bisogna investire in più, in termini di ricerca e sviluppo. E noi non lo facciamo. Paradossalmente, una fortuna.

Perché, se dovessimo investire di più, sprecheremmo soldi. Perché investiamo male e non in una logica di sistema, che parte dall'idea per arrivare al mercato. Domanda. Per quale motivo? Piol. Il primo problema è culturale. Ancora oggi il venture capital viene troppo assimilato agli avventurieri, come se non facesse parte della finanza regolare. Invece è fondamentale per lo sviluppo economico. Il venture capital deve essere visto in una logica di sistema e non puramente finanziaria. Gli elementi più significativi sono da un lato le idee e gli imprenditori, dall'altro la capacità di finanziare gli imprenditori e le idee. E poi la capacità di andare sul mercato e infine l'uscita. D. Se dovesse partire con un nuovo fondo di venture capital come lo realizzerebbe? Piol. Lo farei sapendo di avere di fronte una strada in salita. Ma il punto fondamentale è che manca la cultura. Non è normale che l'ambasciatore americano spieghi agli italiani cosa è il venture capital. La bolla del nuovo mercato ha avvalorato il concetto che queste attività sono ad alto rischio. Ed effettivamente si sono verificate situazioni negative. Ma la bolla ha creato anche realtà di grande successo. Pensiamo a Tiscali e Biscom, che poi è diventata Fastweb. Se prendiamo l'investitore iniziale che ha perso soldi acquistando azioni a un livello molto alto, subendo poi significative perdite quando tali azioni si sono attestate al loro reale livello, è comprensibile che questo entusiasmo sia stato metabolizzato male. D. Le prospettive sono dunque negative? Oppure si è tornati a un atteggiamento di fiducia? Pinciroli. Le prospettive sono buone. Sia sulla raccolta, sia sul deal flow. Nel nostro caso, avevamo come target una raccolta di 50, 60 milioni. In breve siamo arrivati a 80 milioni da istituzionali esteri, italiani, oltre che da una serie di privati. A oggi abbiamo effettuato sette operazioni di investimento e una di disinvestimento. Due nel mondo delle tecnologie biomedicali, due nel settore della sicurezza informatica, una nei media, una nel campo degli user generated contents su mobile, e una nel settore delle nanotecnologie. È quest'ultima

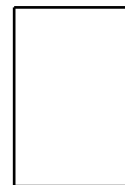
partecipazione che abbiamo rivenduto dopo soli cinque mesi dall'investimento con un Irr al di sopra del 200%. D. C'è competizione? Pinciroli. Sì. E fa bene, soprattutto in questa fase. Per essere positiva, però, deve essere costruttiva. L'investimento è costituito solo in parte dalla cifra stanziata in sé e per sé: team, governance, strategie industriali e commerciali sono gli elementi distintivi. E solo l'insieme di questi elementi rendono completo l'investimento stesso permettendo di guardare ai mercati con ottimismo. Quindi se i competitor sono fondi seri di venture capital tutte queste caratteristiche sono soddisfatte. Quando invece ci troviamo di fronte a non addetti ai lavori il risultato si riduce a valutazioni elevate e mancanza di governance. D. Quali sono i settori più interessanti per il venture capital? Peroncini. Posso portare come testimonianza il primo venture capital che investe nel mondo della ricerca scientifica italiana. Negli ultimi cinque anni, da quando con un altro socio, Pierluigi Paracchi, abbiamo fondato Quantica Sgr, ci siamo confrontati con il tema dell'innovazione ma soprattutto con il mondo della ricerca scientifica e dell'accademia. All'inizio, quando parlavo ai convegni di ricercatori e universitari, cercavo di capire quale poteva essere lo stimolo e la voglia imprenditoriale dei miei interlocutori. Perché il venture capital alla fine investe soltanto in persone e in idee, non ci sono bilanci. Investe in capitale umano. Di conseguenza il primo elemento fondamentale per una new diligence è quant'è lo spirito imprenditoriale dei nostri interlocutori. A questi convegni ero solito partire con tre domande: 1) cari ricercatori, accademici, docenti preferireste un bel brevetto o una bella pubblicazione su una testata scientifica? 2) Per il vostro spin off o impresa alla quale partecipate sareste disponibili a ipotecare la vostra casa nel momento in cui vi trovate ad avere difficoltà economiche? 3) Nel momento in cui abbiamo fatto impresa e io vi ho dato i soldi, voi avrete la voglia e la disponibilità di investire dal 10% al 20% del vostro fatturato annuo in attività di ricerca e sviluppo? Le

facce erano perplesse. Le stesse domande riproposte dopo cinque anni danno per fortuna riscontri molto più positivi. D. Quali erano i problemi allora? Peroncini. Noi ci inserivamo in un trend storico, tuttora in corso, di totale abbandono da parte delle istituzioni nei confronti dei fondi pubblici verso le università. L'idea di ragionare sullo sfruttamento industriale di un brevetto non era proponibile. Così si è inserito un primo trend fuorviante da parte di docenti e ricercatori, che vedevano la costituzione dello spin off universitario come un modo diverso per ottenere dei fondi pubblici. Invece di chiederli all'Ue o al proprio dipartimento, si rivolgevano a quei soggetti che si proponevano come fondi di venture capital e chiedevano soldi confrontandoli con i finanziamenti che potevano arrivare dalle varie istituzioni pubbliche. Molto spesso, il finanziamento veniva richiesto non con l'idea di sviluppare un progetto di impresa ma per una ricerca scientifica o, peggio ancora, per trovare posti ai propri borsisti. D. Oggi la situazione è cambiata? Peroncini. Sì. In primo luogo ci sono più operatori di venture capital e le aspettative provenienti dal mondo della ricerca si sono un po' ridimensionate. Tuttavia, abbiamo ancora grosse distanze rispetto ai Paesi anglosassoni. Quando una proposta di impresa arriva da un venture capital americano, questo è già in grado di dire tre cose: chi è il team proponente, quanti soldi sono necessari e soprattutto come vengono spesi. In Italia, invece, questi elementi spesso sono contenuti in una gran mole di documenti. Altre volte proprio non ci sono. D. Sullo sfondo resta il problema della poca conoscenza del venture capital. Saraceni. Il venture capital non è conosciuto dal mercato: è il segmento del private equity che si rivolge alle società early stage. Il venture capital è fornito da investitori professionali a imprese di recentissima formazione, nelle fasi iniziali del proprio sviluppo, che esprimono elevate potenzialità di reddito ma elevato bisogno finanziario. Succede che un imprenditore abbia bisogno di raccogliere soldi per finanziare spesso nient'altro che un'idea molto ambiziosa, sulla base di un

business plan che prevede a volte di bruciare cassa per alcuni anni, magari anche senza generare fatturato. Noi facciamo la selezione di tutte queste idee, identifichiamo quelle che a nostro avviso hanno possibilità di successo, verifichiamo le capacità dell'imprenditore. Poi mettiamo i soldi dentro l'azienda attraverso una quota di minoranza del capitale. D. Cosa hanno gli altri Paesi più di noi? Saraceni. Di sicuro non lo spirito imprenditoriale. La qualità del deal flow dei nostri imprenditori è molto competitiva rispetto a quella degli altri Paesi europei. Loro hanno gli investitori. I fondi di venture capital e quelli che investono nei fondi di venture capital: questi sono i due pezzi che mancano al nostro sistema. Dal 1996 al 1998 in tutta Europa c'è stato grande entusiasmo e grande nascita di fondi. Noi quell'onda l'abbiamo presa con un po' di ritardo. Tanti attori più o meno improvvisati si sono messi a fare venture tra il 2000 e il 2001. Però con quel ritardo rispetto agli altri Paesi siamo entrati nel venture capital e ci siamo messi a investire nel momento in cui le valutazioni erano altissime. Due anni dopo non c'era più nessuno. La stessa identica situazione in effetti si era verificata in Francia, Germania e Inghilterra. D. Con quali differenze? Saraceni. Accanto ai casi di fallimento del 2000 c'era anche chi, essendosi mosso in anticipo, aveva qualcosa in più come storico e poteva dimostrare una buona performance. Ma soprattutto c'erano degli investitori nei fondi che avevano la cultura e conoscevano quello che per noi del settore sembra una banalità, ma per gli investitori è ancora una novità e cioè: le aziende di un portafoglio di venture che vanno male si vedono subito, quelle che avranno successo e faranno multipli come abbiamo visto nella nostra esperienza di venture capitalist, di 25 volte, 30 volte l'investimento, richiedono pazienza; occorre infatti aspettare perché crescano e diventino profittevoli. D. Con lo scoppio della bolla le cose andarono diversamente. Saraceni. Molti investitori inesperti nell'asset class, che si erano improvvisati e avevano investito nei fondi di venture capital, per paura hanno

chiuso i rubinetti provocando il fallimento di tutti i portaruolo fogli. Abbiamo visto un'intera industry praticamente sparire. D. Nel venture capital la selezione è fisiologica. Pincirolì. E questo è un bene; le imprese che non funzionano vengono lasciate per concentrare gli investimenti nelle aziende più promettenti. Il venture capital investe per step successivi, garantendo una severa selezione. Peroncini. In ogni caso, si vede subito se un'azienda rischia di fallire. Come nel private equity. Con una differenza: che nel venture capital si investe e, gradualmente, in assenza di ricavi certi, si rischia di svuotare in fretta la cassa. Nel private equity, invece, c'è più spazio per rinegoziare un po' più di debito, avendo già alle spalle fatturati e asset materiali. D. Sono solo alcune delle differenze tra i due comparti... Buonanno. Rispetto al private equity, il venture capital ha la caratteristica di essere normalmente più presente in azienda, anche con un ruolo diretto degli investitori e non solo tramite manager di fiducia di questi ultimi. Significa vivere la quotidianità o quasi dell'azienda. D. L'attuale crisi di liquidità dovuta ai mutui americani subprime incide sul settore del venture capital a livello di raccolta di fondi? Buonanno. In parte, in fase di raccolta di nuovi fondi, ma nemmeno così tanto visto che c'è ancora molta liquidità sul mercato e che il venture capital in Italia è ancora agli albori, sia per i fondi raccolti, sia per numero e dimensione degli investimenti. È chiaro che può essere un po' più difficile, come nel nostro caso, per la raccolta di un primo fondo, un'iniziativa completamente nuova con certe caratteristiche peculiari. Ma può rivelarsi meno difficile per altri che hanno una storia più lunga e sono esposti magari a più mercati geografici e sono quindi in grado di diversificare il rischio per i loro investitori. D. Qual è il punto debole del venture capital in Italia? Saraceni. Il venture capital ha un orizzonte temporale molto più lungo e un tasso di fallimenti molto più alto. Questo è il nostro rischio. La statistica del venture capital dice che quattro aziende su dieci chiudono. Il private equity non ha il 40% dei fallimenti. E purtroppo, poiché c'è ancora

# BANCA FINANZA



## Strumenti finanziari parlano gli operatori Venture capital, parlano gli operatori. Perché in Italia il mercato non decolla

poca cultura in Italia del venture capital, si viene associati ai fallimenti e non allo sviluppo e all'innovazione delle imprese di cui siamo il sistema finanziario più idoneo e specifico. D. Quali sono i maggiori problemi che si riscontrano? Zanolo. Per esempio, trovare interlocutori negli uffici brevetti delle Università. Perché ci si trova di fronte a persone che sono state abituate per anni a un ruolo puramente amministrativo, mentre la gestione della proprietà intellettuale richiede competenze giuridiche, gestionali e anche finanziarie. Finché all'università non sono stati tagliati i fondi, i ricercatori si preoccupavano solo di pubblicare. Molte idee brillanti che avrebbero potuto dar vita ad aziende molto interessanti sono state bruciate, perché sono state pubblicate e divulgate e non era più possibile brevettarle e quindi nessuno avrebbe investito in quell'idea. La seconda fase è quella del brevetto che viene fatto in Italia e poi viene lasciato cadere e non viene esteso a livello internazionale. E anche in questo caso nessuno investe in un'idea che può avere uno sviluppo solo locale. D. Qual è il trend del venture capital in Italia? Peroncini. I dati di Aifi relativi al primo semestre del private equity e del venture capital sono positivi e le operazioni sono effettivamente aumentate. Il trend dunque è incoraggiante, quello che manca è il quadro istituzionale di riferimento. Si sta ancora parlando a livello governativo di incentivi fiscali e di detassare gli utili degli start up, quando in Francia lo fanno da anni. D. Come dovrebbe cambiare la normativa italiana? Buonanno. La modernizzazione della nostra normativa dovrebbe consentire l'emergere di figure che ancora mancano al nostro sistema: in particolare quelli che io chiamo gli imprenditori seriali. Sono persone che riescono a mettere in piedi aziende, a farle crescere, a portarle in Borsa o a venderle e ricominciare da capo. Negli Stati Uniti questo è possibile perché se un imprenditore riesce a creare un'azienda con successo una volta, fallisce la seconda volta, ma ha il coraggio di rimettersi in piedi, il diritto fallimentare americano gli dà ancora l'opportunità di andare avanti e di

riprovarci. In Italia no. Se da noi un imprenditore fallisce l'ultima cosa che gli passa per la testa è quella di riprovarci. E purtroppo l'esperienza si accumula non solo avendo successo ma anche portando addosso qualche cicatrice. Questo tipo di mentalità permette una mobilità e una flessibilità professionale che in Italia mancano e che penalizzano il venture capital. Piol. Io aggiungerei i problemi relativi al sistema di uscita cioè la Borsa che sta mancando. E poi l'invito a copiare quello che già esiste e funziona. In Francia è stata utilizzata la Cassa depositi e prestiti che sta gestendo l'intero processo del capital venture francese e non c'è nessuna ragione perché una cosa del genere non venga copiata anche in Italia. Zanolo. La Cassa depositi e prestiti in Francia svolge anche una funzione di garanzia degli investimenti dei venture capital. Se tu investi in quel settore io ti garantisco che una parte dell'investimento ti rientra comunque vadano le cose. Senza contare gli sgravi fiscali sugli investimenti nella ricerca e sviluppo. In Italia, per esempio, lo scorso anno abbiamo avuto un grosso problema a recuperare l'Iva. Per le nostre aziende che hanno solo uscite è un'Iva assolutamente a credito e 30, 40 mila euro su una start up si sentono.

Marco Mantovani

# BANCA FINANZA

## Strumenti finanziari parlano gli operatori Venture capital, parlano gli operatori. Perché in Italia il mercato non decolla



### RISCHIO PRINCIPALE

«Il venture capital ha un orizzonte temporale molto più lungo e un tasso di fallimenti molto più alto. È questo il nostro principale rischio», commenta Diana Saraceni, general partner di 360 Capital Partners.

### POCHI INTERLOCUTORI

«Trovare interlocutori negli uffici brevetti delle Università è uno dei maggiori problemi che si riscontrano quando si parla di venture capital», afferma Simone Zanolo, business development manager di Eporgen Venture.



### LOGICA DI SISTEMA

«Il venture capital deve essere visto in una logica di sistema e non puramente finanziaria. Gli elementi più significativi sono da un lato le idee e gli imprenditori, dall'altro la capacità di finanziarli», dice Elserino Pìol, presidente di Pino Partecipazioni.

### RUOLO DIRETTO

«Rispetto al private equity, il venture capital è più presente in azienda, anche con un ruolo diretto degli investitori e non solo tramite manager di fiducia di questi ultimi», dice Sergio Buonanno, direttore investimenti di venture capital di Friulia Sgr.

### TREND INCORAGGIANTE

«I dati di Aiti relativi al primo semestre 2007 su private equity e venture capital sono positivi e le operazioni sono aumentate. Il trend, quindi, è incoraggiante», dichiara Stefano Peroncini, managing partner e consigliere delegato di Quantica Sgr.

### SELEZIONE SEVERA

«Il venture capital investe per step successivi, garantendo una severa selezione. Le imprese che non funzionano vengono lasciate per concentrare gli investimenti nelle aziende più promettenti», dice Marco Pinciroli, amministratore delegato Innogest Sgr.

