

CIRCOLARE MONOGRAFICA

DECRETO "RILANCIO", CONSULENZA AZIENDALE

Venture capital: opportunità di finanziamento per start-up e PMI innovative

Le fasi di avvio dell'impresa e lo sviluppo successivo, la specializzazione dei mercati, gli schemi di intervento del "venture capital" e il fondo dei fondi

di Gerardo Urti | 9 SETTEMBRE 2020

Le start-up innovative muoiono oppure rallentano sensibilmente il proprio sviluppo per assenza di finanziamenti, a causa della crescita del fabbisogno finanziario esterno e quindi della maggiore quantità di capitale richiesta. Peraltro, il sistema finanziario perde non solo delle opportunità di investimento, ma anche la possibilità di favorire una rigenerazione del sistema industriale e quindi, in prospettiva, della tipologia di investimenti che saranno disponibili per gli investitori che operano negli stadi di maggiore maturità dell'impresa. A questo ha pensato il Governo con l'art. 38 del D.L. 19 maggio 2020, n. 34, cd. decreto "Rilancio", con il Fondo di sostegno al venture capital, istituito ai sensi dell'art. 1, comma 209, della legge 30 dicembre 2018, n. 145, in cui sono assegnate risorse aggiuntive pari a 200 milioni di euro per l'anno 2020 e finalizzate a sostenere investimenti nel capitale a beneficio di start-up e PMI innovative.

Premessa

I **fondi di venture capital** intervengono apportando i capitali necessari per avviare e sostenere il processo di sviluppo dell'azienda e, quindi **finanziano principalmente investimenti in:**

- capacità produttiva;
- distribuzione commerciale e *marketing*;
- ricerca e sviluppo (R&S).

Il loro finanziamento è spesso articolato in **numeroso tranches di erogazione** e il capitale è fornito all'azienda progressivamente al raggiungimento delle **tappe intermedie del progetto di investimento** e/o in funzione dello **sviluppo di generazioni di prodotto** successive.

Con il D.L. 19 maggio 2020, n. 34, cd., decreto "Rilancio", al **Fondo di sostegno al venture capital** sono state assegnate **risorse aggiuntive** pari a 200 milioni di euro, finalizzate a sostenere investimenti nel capitale, anche tramite la sottoscrizione di **strumenti finanziari partecipativi**, proprio per l'importanza attribuita a tali veicoli societari. Il loro contributo avverrebbe mediante l'erogazione di finanziamenti agevolati, la sottoscrizione di obbligazioni convertibili, o altri strumenti finanziari di debito, che prevedano la possibilità del rimborso dell'apporto effettuato, a beneficio esclusivo delle:

- **start-up innovative** di cui all'art. 25 del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179;
- **PMI innovative** di cui all'art. 4 del D.L. 24 gennaio 2015, n. 3, convertito, con modificazioni, dalla legge 24 marzo 2015, n. 33.

Come è già stato accennato con riferimento ai fondi *seed corn*, anche per il fondo di *venture capital* l'**obiettivo di investimento** non varia rispetto a quello più generale del *private equity*. Ciò che lo differenzia rispetto a esso è il **contesto** in cui il *venture capital* opera.



Attenzione

La novità introdotta con la legge di conversione riguarda la **misura massima dei finanziamenti agevolati** che ciascuna *start-up* innovativa e PMI innovativa può ottenere, che è stata fissata in **quattro volte l'importo complessivo delle risorse raccolte** dalla stessa, con il **limite massimo di 1 milione di euro** per singolo investimento.

L'elevato rischio associato all'investimento in una *start-up* e dalle prospettive certo brillanti, ma tutte da dimostrare, e la **durata dell'investimento** stesso, che in media si aggira sugli **otto/dieci anni**, rendono la gestione di questa tipologia di investimenti più problematica rispetto a quella degli investimenti effettuati nell'ambito del capitale per lo sviluppo. Di conseguenza, la *start-up* innovativa a base tecnologica che accetta l'ingresso del fondo del *venture capital* nella compagine azionaria si troverà di fronte un **azionista molto orientato alla crescita dell'impresa** e che continuerà a manifestare una forte tensione al conseguimento del proprio obiettivo di IRR (ritorno sull'investimento).

L'intervento nelle fasi di avvio dell'impresa: lo sviluppo successivo

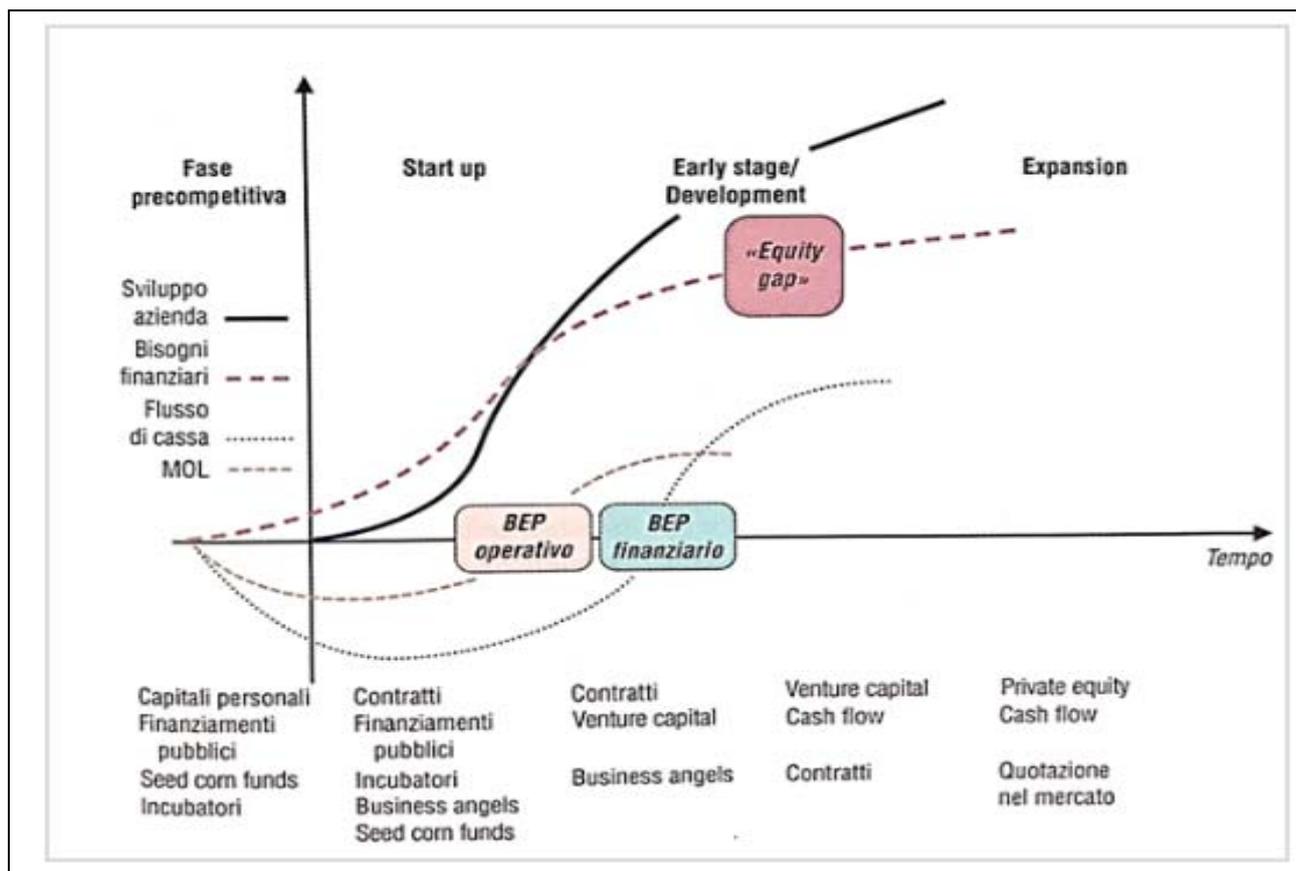
La *start-up* che raggiunge lo stadio dello sviluppo diventa un'interessante opportunità di investimento anche per altri operatori (ad esempio, *private equity*). Infatti, l'azienda "perde" le caratteristiche specifiche prima individuate e da questo punto di vista diventa un'**azienda "normale"**, con il vantaggio di operare in un **nuovo settore** e/o con una **nuova modalità competitiva** che determinano dei tassi di crescita della domanda sostenuti e quindi importanti prospettive di creazione di valore per azionisti. Inoltre la *start-up*, magari diventata PMI innovativa, avendo ormai già alcuni anni di vita alle spalle e dei *track record* sufficientemente solidi, diventa più facilmente apprezzabile e valutabile da parte degli operatori del mercato finanziario (per esempio, ai fini di una quotazione in Borsa).

Di conseguenza, gli operatori non finanziari che hanno svolto un ruolo fondamentale nella fasi precedenti del ciclo di vita aziendale (industria e settore pubblico o anche il Governo, con il decreto "Rilancio") lasciano lo spazio al **sistema finanziario** nel suo complesso che interviene sia in ambito ordinario, per esempio **finanziando il ciclo breve**, in modo tale che l'azienda non abbia più bisogno dei contratti dell'industria per sostenere il finanziamento del capitale circolante, sia in **ambito straordinario** non solo con i fondi di *venture capital* di maggiori dimensioni, ma anche affiancando e sostituendo a essi gli altri operatori del *private equity* (fondi di maggioranza e di minoranza, finanziarie di investimento e *merchant bank*).

L'occasione a disinvestire per i finanziatori "non professionali"

Appare evidente che gli operatori dell'industria e/o del settore pubblico che avevano finanziato l'azienda negli stadi precedenti attraverso il conferimento di capitale di rischio hanno ora l'occasione di disinvestire le proprie partecipazioni vendendole agli investitori del *private equity* e/o partecipando ad OPV (offerte pubbliche di vendita) sul mercato dei capitali.

Figura 1 – L'intervento del "venture capital" nelle fasi di avvio dell'impresa



La Figura 1 riassume, schematizzandolo, l'intero **ciclo di investimento** così come solitamente si manifesta nelle prime fasi di vita delle *start-up* innovative.

In particolare, c'è da osservare come la **dinamica del flusso di cassa** raggiunga il suo **punto di minimo**, ossia di massima negatività, in corrispondenza della **fase centrale della start-up**, quando essa ha dovuto sostenere buona parte degli esborsi connessi alle attività di R&S, produzione e vendita, senza significativi ricavi. D'altra parte, fino a quel momento, e soprattutto nello stadio della fondazione pre competitiva, i capitali finanziari richiesti sono relativamente contenuti, consentendo sia a piccole strutture (i fondi *seed corn*, i *business angel*, gli incubatori), sia a finanziatori "non professionali" (l'industria e il settore pubblico) di intervenire per sostenere l'impresa e aiutarla a raggiungere l'obiettivo della sopravvivenza.

La sostanziale **assenza di altri investitori istituzionali** (fondi chiusi, finanziarie di investimento e *merchant bank*) è giustificabile sia con il particolare profilo che presenta l'investimento e, quindi, con le specifiche capacità che il gestore dell'investimento deve possedere, sia con la ridotta dimensione dei capitali da apportare, che non consentono di conseguire un IRR netto che sia competitivo per gli investitori (a causa dell'elevata incidenza che i costi di gestione di queste strutture hanno sul ritorno lordo dell'investimento).

La specializzazione dei mercati

Nel momento in cui l'azienda raggiunge la sopravvivenza (BEP operativo) e deve avviare la **fase di sviluppo**, i capitali che essa richiede aumentano di quantità ed eccedono le capacità e la volontà di finanziamento degli investitori piccoli e non professionali. È in questo ambito che il **sistema finanziario** viene ad assumere il ruolo di **principale investitore** nelle *start-up* innovative. L'investimento si

presenta ancora con un profilo di rischio elevato e con forti elementi di problematicità, che lo rendono molto distante da una operazione finanziaria tradizionale, ma l'impresa ha già un **forte potenziale di crescita**.



Attenzione

La risposta a questo impegno da parte del sistema finanziario deve passare necessariamente attraverso la **specializzazione degli investitori** (il *venture capitalist*).

Nel caso specifico anche l'intervento del Governo, con l'art. 38 del D.L. "Rilancio", è la risposta a questo tipo di esigenza con il fondo di sostegno al *venture capital*, in cui sono assegnate nuove risorse finanziarie e aggiuntive, con il fine di sostenere investimenti nel capitale, anche tramite la sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi, nonché mediante l'erogazione di finanziamenti agevolati, la sottoscrizione di obbligazioni convertibili, o altri strumenti finanziari di debito, che prevedano la possibilità del rimborso dell'apporto effettuato, a beneficio esclusivo delle *start-up* innovative e delle PMI.

La novità introdotta con la legge di conversione riguarda la **misura massima dei finanziamenti agevolati** che ciascuna *start-up* e PMI innovativa può ottenere, come anticipato precedentemente.

Gli schemi di intervento del "venture capital"

Avendo appurato che il sistema finanziario assume un ruolo guida a partire dalla fase di primo sviluppo dell'impresa (*early development stage*), è opportuno chiedersi **in che cosa il venture capital si distingue dalla generica attività di private equity**. Tra i principali elementi si individuano i seguenti:

- la **durata dell'investimento** è maggiore e si attesta in media sugli 8/10 anni;
- il **tasso di default** degli investimenti (IRR negativo e *write off*) è sensibilmente superiore rispetto a quello riscontrabile negli stadi della maturità e secondo le statistiche disponibili si attesta oltre il 50 per cento;
- di conseguenza, la **varianza degli IRR** conseguiti è molto elevata e il *venture capitalist* ha una soglia di IRR obiettivo pari almeno al 50 per cento su base annua.

Il fondo dei fondi

Inoltre, il *venture capital* è solitamente organizzato non solo attraverso la costituzione di **fondi chiusi che investono direttamente nelle aziende** (investimento diretto), ma anche attraverso il ricorso allo strumento del **fondo dei fondi**, che è un fondo chiuso che investe indirettamente nelle imprese attraverso l'**acquisizione di quote di fondi di venture capital** (schema di investimento indiretto).

Proprio in questo, il legislatore ha previsto (con la legge di conversione) la misura massima dei finanziamenti agevolati che ciascuna *start-up* innovativa e PMI innovativa può ottenere, che è stata fissata in quattro volte l'importo complessivo delle risorse raccolte dalla stessa, con il limite massimo di 1 milione di euro per singolo investimento.



Attenzione

I *venture capitalist* che investono nelle *start-up* basano il loro **processo di selezione degli investimenti** sulle seguenti **fasi di analisi e di valutazione**:

1. la verifica della **fattibilità tecnica** del progetto proposto;
2. l'esplorazione del **potenziale di mercato**;
3. la valutazione del **gruppo dei fondatori** e della **struttura aziendale**;
4. la determinazione degli **economics** del progetto e l'**analisi del pacchetto finanziario**.

Tipologia di analisi	Obiettivi dell'analisi	Strumenti utilizzati
Di fattibilità tecnica	Funzionamento del prodotto/servizio; <i>design pattern</i> dominante	Perizie tecnico-scientifiche; valutazioni di <i>engineering</i>
Del potenziale di mercato	Dimensione prospettica del mercato (a quantità e a valore); tempi di sviluppo del mercato; <i>drivers</i> che guideranno la competizione	Analisi dei trend di mercato (a quantità, a valore, nel tempo); panel di esperti del mercato; <i>focus group</i> della domanda primaria (trade) e secondaria (clienti finali)
Del gruppo dei fondatori e della struttura aziendale	Capacità di sviluppare il business e volontà di massimizzare il valore d'impresa; presenza di meccanismi operativi di gestione	Valutazione approfondita del team manageriale; ampliamento/completamento del team manageriale; verifica dei meccanismi operativi di gestione
Economico-finanziaria e del pacchetto finanziario	Individuazione dei flussi di cassa del progetto e del suo rendimento; individuazione delle forme tecniche dei finanziamenti necessarie	Budget dei ricavi e dei costi; piano degli investimenti; <i>financial report</i> ; ritorno dell'investimento (IRR); analisi del rischio aziendale

Come è facile intuire, l'**analisi finanziaria**, indicata all'ultimo dei quattro punti, rappresenta solo la **fase terminale** dell'intero processo di valutazione, che è ampiamente supportato da altre analisi integrative, che sono volte a comprendere la complessità dell'operazione e la flessibilità insita nel progetto.

La verifica della **fattibilità tecnica** risulta essere particolarmente critica quando il *venture capitalist* partecipa la **start-up tecnologica** fin dalla fase della sua fondazione. Essa può essere verificata ricorrendo a un **network di scienziati ed esperti**, anche se sono rari i casi verificatisi in cui lo scienziato/imprenditore è l'unico esperto della materia. Lo studio della tecnologia deve consentire anche di capire se essa risponde adeguatamente al *timing* del mercato di sbocco e se nel mondo c'è qualche altra impresa che sta lavorando per affermare uno *standard* tecnologico differente.

L'apprezzamento del **potenziale di mercato** richiede di risolvere un grosso problema di natura informativa. Infatti, gli investitori finanziari hanno spesso difficoltà a "vedere" il prodotto e i possibili ambiti di sbocco, che sono prevalentemente nella testa e nelle intuizioni dello *start-upper*. Anche in questo caso è necessario disporre di un **network di accademici e persone con una professionalità specifica**, al fine di verificare la correttezza e la sostenibilità della visione imprenditoriale con riferimento ai mercati di sbocco. L'intero processo di definizione dei confini del mercato e di stima del suo

potenziale di sviluppo è di solito demandata all'investitore, che opera in questo senso. Quest'ultimo sarà in grado di generare delle stime e degli scenari alternativi, che alimenteranno la valutazione economico-finanziaria successiva.

La **valutazione dei fondatori** porta il processo di valutazione all'interno della *start-up*, quale possibile investimento. Tutti gli operatori del *venture capital* sottolineano la centralità del ruolo ricoperto dalle persone che guidano l'azienda nel successo della stessa. Di conseguenza, una capacità chiave che devono avere gli operatori del *venture capital* è l'abilità di sapere apprezzare la **qualità del team manageriale**, soprattutto sotto **due aspetti chiave**:

- la capacità del gruppo imprenditoriale di **portare a termine il progetto** di R&S, se ancora in corso d'opera, e di **trasformarlo in un prodotto/servizio** spendibile sul mercato;
- la **motivazione** dello stesso gruppo di volere dare vita a una azienda che crescerà nel tempo e che raggiungerà una dimensione importante.

Tutti gli elementi ricavabili dalle analisi precedenti più le previsioni sulle voci di spesa e di investimento confluiscono nella redazione di un **business plan** e nella determinazione della dinamica dei **flussi di cassa attesi**. Infatti, il *venture capitalist*, nell'ambito della sua valutazione economico-finanziaria dell'investimento, adotta un **approccio di tipo finanziario, basato sui seguenti elementi**:

- la determinazione della serie temporale dei **flussi di cassa attesi**, che qualificano la capacità dell'azienda di generare valore nell'orizzonte temporale considerato (NFC_i);
- l'adozione di un **IRR obiettivo**, espresso su base annua, che è considerata la soglia limite di accettabilità finanziaria dell'investimento (IRR_{TGT});
- la definizione dell'**ammontare di capitale** da erogare, che è strettamente collegata alla quantificazione degli investimenti da sostenere da parte della *start-up* per realizzare il *business plan* (I);
- il **valore che presumibilmente la start-up o PMI innovativa** potrà avere al termine dell'orizzonte temporale dell'investimento assunto del *venture capitalist*, dato il conseguimento degli obiettivi contenuti nel *business plan* (VT).

Commenti finali

Secondo alcune stime, sui conti correnti italiani stazionerebbe una cifra che supera 1.300 miliardi di euro. Vuoi per il timore di investire in un mercato variabile, vuoi per l'attuale regime di tassi zero, vero è che quei **capitali restano per buona parte infruttiferi**, probabilmente parcheggiati in BCE dagli intermediari del credito. Sull'altro versante, **molte start-up e PMI innovative fanno fatica ad ottenere capitali** per finanziare le loro attività.

C'è, per così dire, uno **scollamento tra domanda e offerta di capitali**, di cui non vi è un unico responsabile né una soluzione semplice. La soluzione europea è di **incentivare** normativamente le varie forme di **finanza innovativa** e la **disintermediazione del credito**, per ampliare la gamma delle possibilità di finanziamento per le imprese.

L'obiettivo del Reg. CE 25 ottobre 2017, n. 2017/1991/UE, che dovrà essere recepito con il disegno di "Legge di delegazione europea 2019" (AS 1721), approvato dal Consiglio dei Ministri già nei mesi scorsi, aumenta le possibilità di finanziamento diretto alle PMI, aumentando il numero dei possibili partecipanti agli investimenti e allargando il *target* di imprese a cui gli stessi sono diretti e si inserisce, pertanto, come un utile tassello in un'architettura che si va gradualmente definendo.

Il regolamento che norma i fondi per il *venture capital* dovrebbe creare un mercato più ampio e strutturato, in cui facilitare l'incontro diretto di domanda e offerta di capitali.



Riferimenti normativi

- D.L. 19 maggio 2020, n. 34, art. 38;
- Legge 30 dicembre 2018, n. 145, art. 1, commi 206 -209;
- Reg. CE 25 ottobre 2017, n. 2017/1991/UE;
- D.M. 24 settembre 2014;
- Disegno di legge di delegazione Europea 2019 (AS 1721).