

VENTURE CAPITAL:
NUOVE LOGICHE DI INVESTIMENTO
SUI MERCATI GLOBALI
E MISURE DI *POLICY* PER
L'ECOSISTEMA ITALIANO DELL'INNOVAZIONE

Francesco Baldi

Diego Peano

- Il *venture capital* (VC) è noto come “**il denaro dell’innovazione**” (“*the money of innovation*”) (Black e Gilson, 1998; Gompers e Lerner, 1999, 2001a; Cumming e Johan, 2014).
- Aziende come Google e Amazon non sarebbero probabilmente nate senza l’intuizione di alcuni *venture capitalist*. Nel giugno del 1995, il fondo Kleiner Perkins Caufield & Byers finanziò con 8 milioni di dollari la start-up di Jeff Bezos, Amazon.com; nel giugno del 1999, lo stesso fondo, insieme con Sequoia Capital, sottoscrisse azioni della start-up Google per 25 milioni di dollari.
- Il primo *venture capitalist* è stato l’American Research and Development (ARD) fondata negli Stati Uniti nel 1946.
- I VC si sono affermati quali **intermediari finanziari** che raccolgono capitale da investitori privati e lo investono nella forma di *equity* in aziende di recente costituzione, fortemente orientate all’innovazione di prodotto o di processo. In esse i VC contribuiscono alla creazione e al consolidamento del business mediante un monitoraggio delle attività, con lo scopo di conseguire il più elevato rendimento possibile al momento del disinvestimento della partecipazione azionaria.

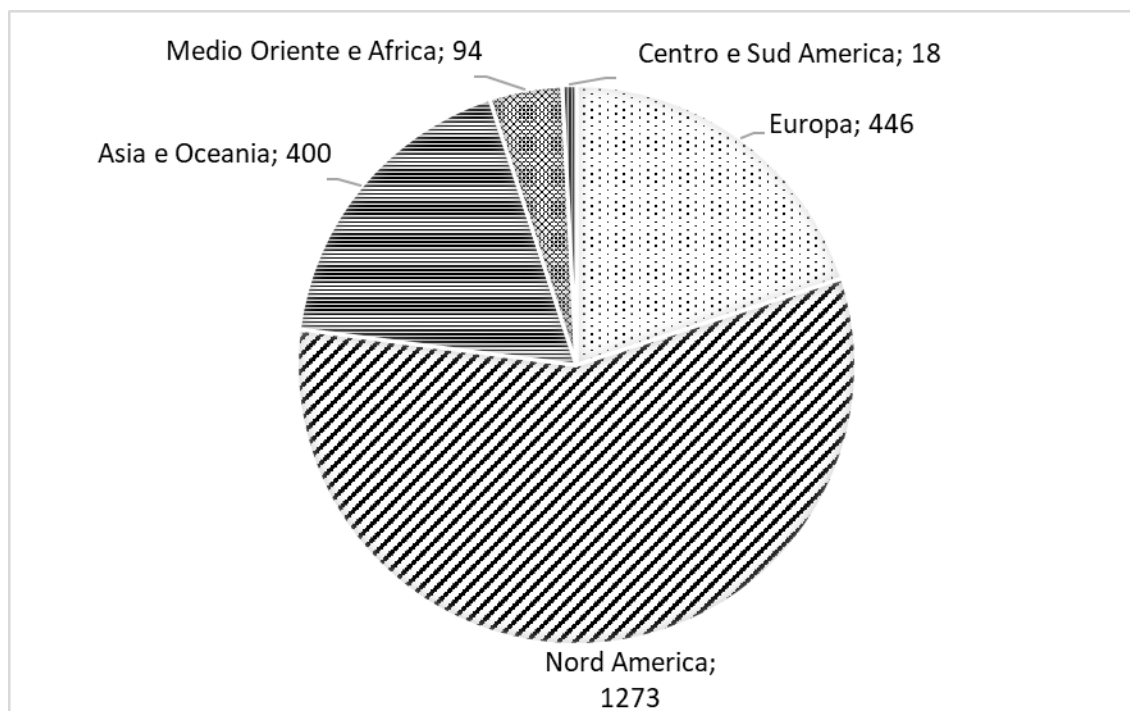
I. comprendere se un fondo di VC – per la sua natura di “facilitatore finanziario” dell’innovazione aziendale – sia più incline a finanziare un’azienda quando essa si trova nella **fase di avvio** delle proprie attività oppure in uno stadio di **espansione e crescita**, caratterizzato da maggiore maturità manageriale. È infatti plausibile ritenere che un diverso orientamento del VC rispetto allo stadio del ciclo di vita dell’azienda in cui esso interviene possa incidere sulle capacità future di crescita di quest’ultima.

II. sulla base delle risultanze empiriche ottenute dai dati, trarre importanti implicazioni di **policy** circa le attuali logiche di funzionamento del mercato globale del *venture capital*, estendibili anche all’**industria italiana del VC**. Tali implicazioni possono declinarsi in utili misure per orientare sia l’attività di intermediazione dei *venture capitalist* operanti in Italia, sia la regolazione e il controllo esercitati dalle autorità nazionali preposte, sia l’azione dei *policy-makers* per promuovere la diffusione degli investimenti in *venture capital*.

2.231 deals di *venture capital* (VC) completati nel periodo 2016-2018 in tutto il mondo

Fonte: Marketline Advantage

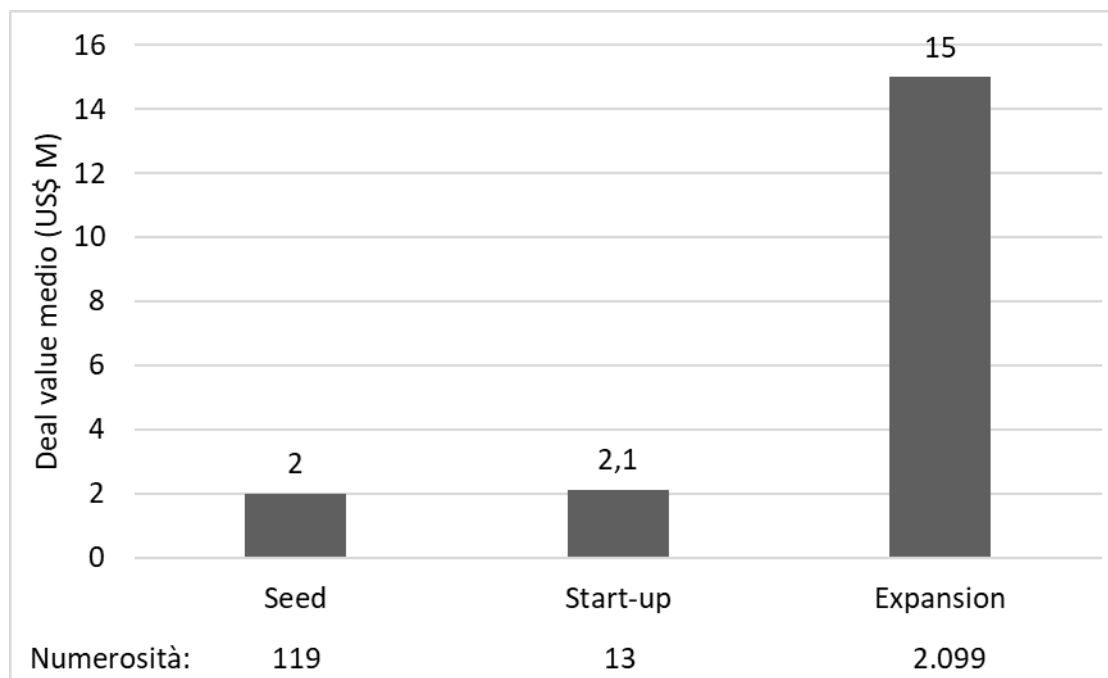
La ripartizione delle operazioni di VC per area geografica



- Nord America: 57%
- Europa: 20%
- Asia e Oceania: 17,9%
- Medio Oriente e Africa: 4,2%
- Centro e Sud America: 0,9%

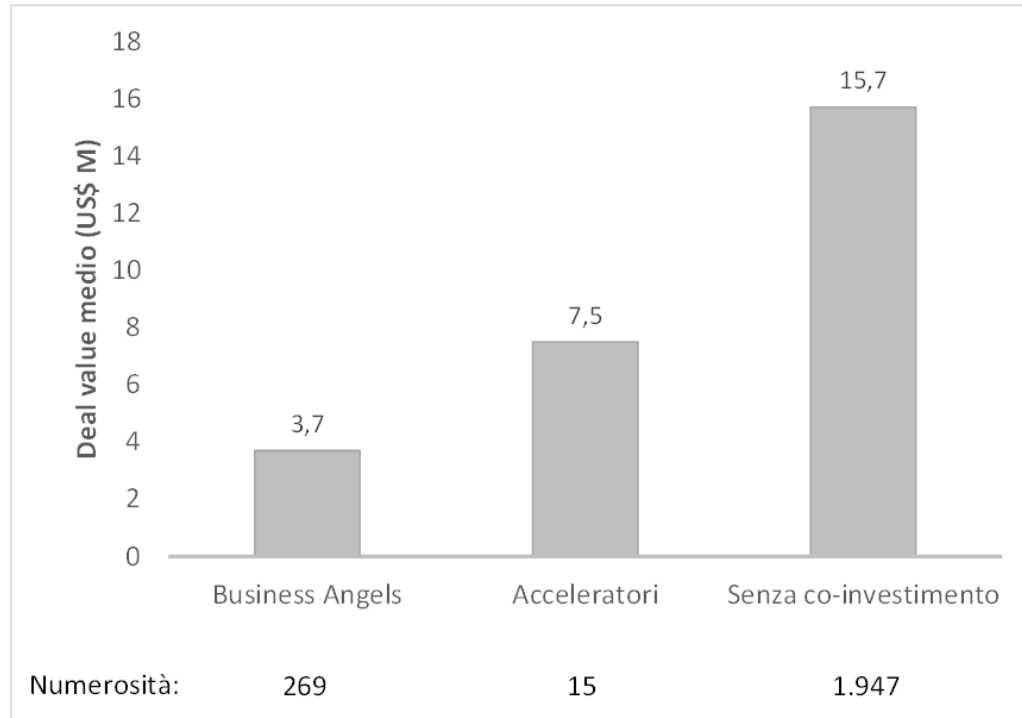
Il deal value medio: fase del ciclo di vita

La ripartizione delle operazioni di VC per fase del ciclo di vita dell'azienda target



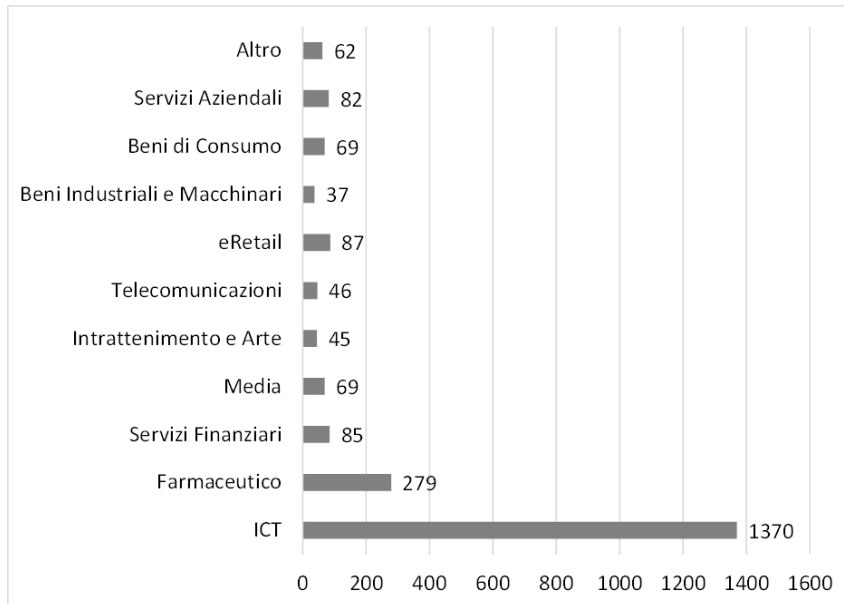
- Nelle aziende finanziate da fondi di VC in fase di **Expansion** l'impiego di capitale di rischio (*deal value*) è in media di gran lunga superiore a quanto investito dai medesimi intermediari in aziende operanti nelle fasi di **Early Stage**. Questo è dovuto alla presenza di flussi di cassa netti maggiori per l'impresa target in fase espansiva e ai rendimenti attesi da parte del VC, caratterizzati da un grado minore di incertezza.

La ripartizione delle operazioni di VC per tipologia di co-investimento



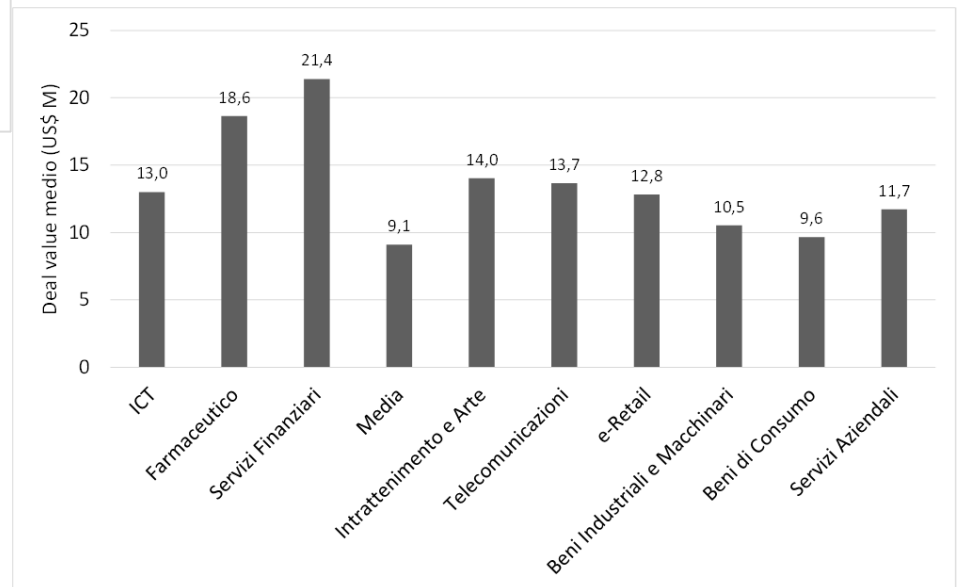
- Le operazioni effettuate insieme a **Business Angels** hanno *deal value* inferiori in quanto sono soliti finanziare aziende in fase di *Early Stage* che richiedono risorse finanziarie inferiori. In **assenza di co-investimento** con altri soggetti, solitamente ci si trova nella fase espansiva dell'impresa, e il *deal value* è maggiore a causa della necessità di finanziare investimenti ingenti per ampliare la capacità produttiva.

I settori industriali delle operazioni di VC



I settori che presentano i *deal value* medi più elevati sono quello **Farmaceutico** e quello dei **Servizi Finanziari** perché, rispetto agli altri settori, richiedono maggiori investimenti.

I **settori industriali** rappresentati nel campione sono **11** e quello in cui i VC hanno investito maggiormente nel triennio considerato è *l'Information and Communication Technology (ICT)*, seguito dal Farmaceutico e dal *Fintech*.



Analisi econometrica: Variabili

- L'obiettivo è stimare quale sia la **probabilità** che un'operazione di VC riguardi un'azienda in **Expansion** piuttosto che una in fase di **Early Stage**.
- Attraverso la **regressione logistica binaria** si sono studiate quali sono le **caratteristiche delle aziende target** e/o gli elementi di impostazione del deal che spingono un fondo di VC ad intervenire, per arrivare a stimare come i regressori presi in considerazione incidano sulla possibilità che un'operazione di VC riguardi un'azienda in fase di **Expansion**. Le variabili sono le seguenti:

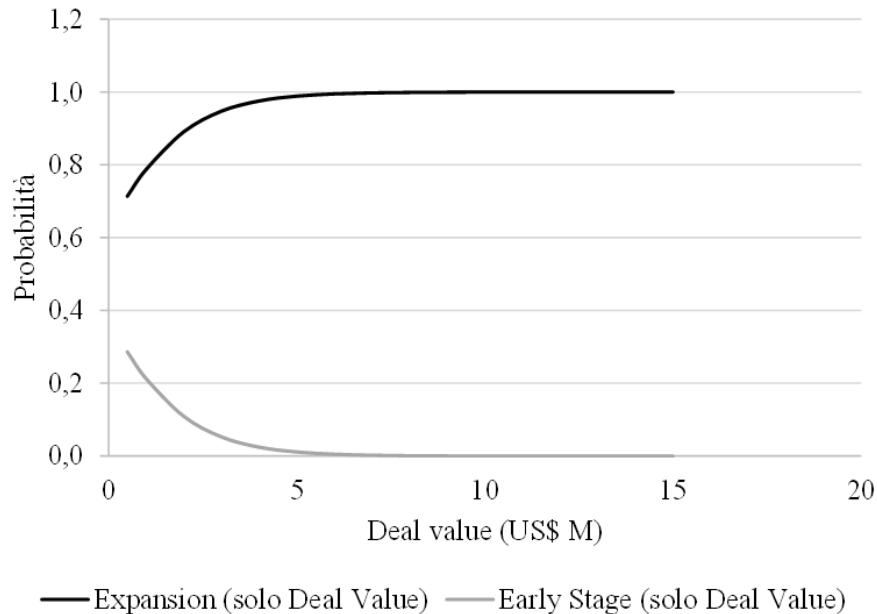
Nomi variabili	Descrizione
Fase di Vita dell'Azienda Target	variabile dipendente dicotomica: assume valore 1 se l'operazione di VC avviene nella fase espansiva dell'azienda target, 0 se nella fase di early stage
Deal Value	importo del capitale di equity fornito dal venture capitalist all'impresa target
Finance Growth	variabile dummy: assume valore 1 se l'operazione è finalizzata al finanziamento della crescita aziendale, 0 altrimenti
Co-Investment	variabile dummy: assume valore 1 se l'operazione è svolta con business angels e/o acceleratori, 0 altrimenti
Nord America	variabile dummy: assume valore 1 se l'operazione è svolta in Nord America, 0 altrimenti
ICT	variabile dummy: assume valore 1 se l'operazione riguarda un'azienda del settore ICT, 0 altrimenti

Variabile dipendente: fase di vita dell'azienda <i>target</i> (1 = <i>Expansion</i> ; 0 = <i>Early Stage</i>)				
	Coefficiente	Standard Error	P-Value	Exp(coefficiente)
Deal Value	0,790 ***	0,088	0,000	2,204
Finance Growth	1,131 **	0,461	0,014	3,099
Co-Investment	-2,870 ***	0,286	0,000	0,057
North America	-1,184 ***	0,281	0,000	0,306
ICT	0,056	0,271	0,835	1,058
Constant	0,517	0,526	0,325	1,678

Legenda: *** significatività statistica all'1%; ** significatività statistica al 5%.

- ❑ La probabilità che il VC intervenga per finanziare un'azienda in fase di *Expansion* aumenta all'aumentare dell'importo di *equity* richiesto;
- ❑ Esistenza di una relazione positiva tra fase espansiva dell'azienda *target* e probabilità che l'intervento del VC sia finalizzato a finanziarne la crescita;
- ❑ La probabilità diminuisce in presenza di co-investimento (con BAs e/o acceleratori), quindi è prevedibile che l'azienda finanziata in co-investimento sia in *Early Stage*;
- ❑ Se l'operazione di VC si svolge negli Stati Uniti o in Canada, è meno probabile che le aziende selezionate per gli investimenti si trovino in fase di *Expansion*;
- ❑ L'intervento in *Early Stage* o in *Expansion* non dipende dall'appartenenza dell'azienda *target* ad un dato settore (es. ICT). Un *venture capitalist* finanzia imprese di qualunque settore purché l'investimento prometta rendimenti congrui.

Analisi econometrica: Risultati (2)



Ecosistema VC «A»

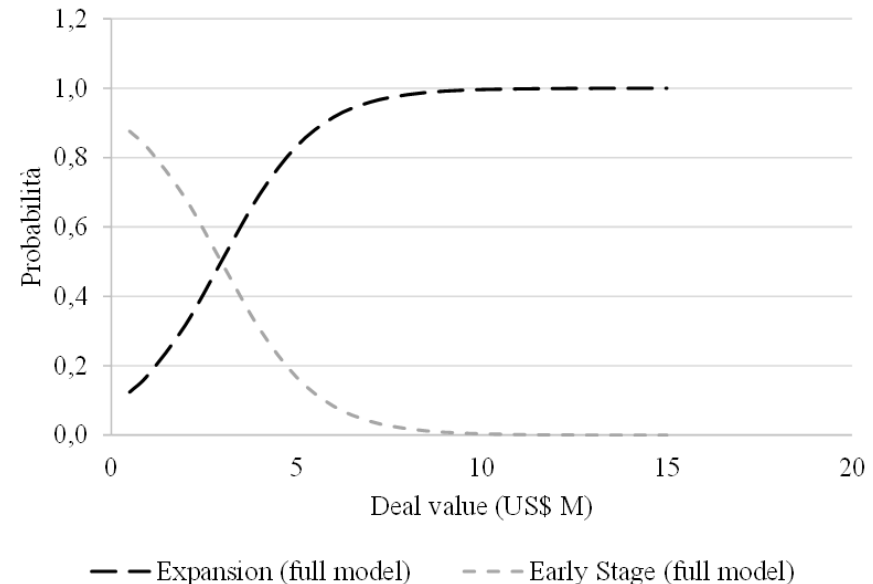
Andamento della probabilità se :

- L'operazione è riconducibile al finanziamento di progetti aziendali internazionali e/o ampliamenti di scala;
- Il settore dell'azienda target è diverso dall'ICT;
- L' area geografica di pertinenza non è il Nord America;
- Non è vi co-investimento con altri investitori qualificati (BAs, Acceleratori).

Ecosistema VC «B»

Andamento della probabilità se :

- L'operazione è riconducibile al finanziamento della crescita aziendale;
- Il settore dell'azienda target è l'ICT;
- L'area geografica di pertinenza è il Nord America;
- L'operazione è svolta in co-investimento con altri investitori qualificati (BAs, Acceleratori).



- In definitiva, le nostre risultanze empiriche rivelano che:
 - (i) gli interventi dei VC a sostegno di aziende in **fase espansiva** sono finalizzati alla **crescita**, richiedendo **capitali maggiori**;
 - (ii) la scelta della fase del ciclo di vita aziendale (*Early Stage* oppure *Expansion*) in cui intervenire **prescinde dal settore di appartenenza**;
 - (iii) la **condivisione del rischio**, mediante co-investimento con *Business Angels* (BAs) o acceleratori, prevale nelle fasi di **avvio** delle aziende *target*.

Il nostro Paese è ancora in una fase embrionale ed ha bisogno di guardare alle *best practices* globali, affinché possa concorrere appieno alla crescita del sistema imprenditoriale e della sua capacità di innovare. In Italia si contano 30 fondi di VC rispetto ai 90 attivi in Francia. Il capitale di rischio investito dai VC italiani è stimato pari a circa 500 milioni di euro, pari allo 0,02% del PIL del nostro Paese, a fronte dei 10,2 miliardi di euro impiegati nel Regno Unito, pari a circa lo 0,4% del PIL dell'economia britannica.

Considerando questo ritardo nello sviluppo di un ecosistema dinamico e competitivo dell'innovazione e del suo finanziamento basato sul ricorso al VC negli ultimi anni sono state intraprese le seguenti iniziative:

- D.L. n. 179/2012, con cui è stato istituito lo status di *start-up* innovativa in una speciale sezione del Registro delle Imprese;
- Riforma del TUF del 2014 per includervi la regolamentazione dei Fondi di Investimento Alternativi (FIA);
- Istituzione, da parte del MISE nel marzo 2019, del Fondo Nazionale per l'Innovazione (FNI), il quale con la legge di bilancio 2019 ha ricevuto una dotazione finanziaria di circa 1 miliardo di euro da destinare a 1.000 *start-up* nel triennio 2020-2022 anche mediante co-investimenti con investitori privati qualificati.

3 sono le **implicazioni** risultanti direttamente dalla nostra analisi econometrica traducibili in altrettante **misure di policy**:



3

Disciplinare una declinazione dell'attività operativa dei fondi italiani di VC in round di *Early Stage* e round di *Expansion* con distinte regole di ingaggio per il personale delle SGR, così da rendere chiaro ai gestori a quale soglia di *equity* corrisponda questo “cambio di passo”, ovvero oltre quale importo di capitale si attivi un diverso insieme di norme di operatività e condotta (es. ricorso a strumenti di *risk management* più avanzati, doppia approvazione del Comitato Investimenti e del Consiglio di Amministrazione)

L'ecosistema italiano dell'**innovazione** deve crescere ed, in questo senso, è di recente stato oggetto di un processo di rafforzamento. L'attività di investimento dei fondi di VC può contribuire in maniera significativa alla **crescita del sistema produttivo** del Paese e perciò sono ancora numerose le iniziative, non solo di carattere normativo, che possono essere intraprese per aumentarne la “potenza di fuoco” in termini di capitale erogabile e *start-up* finanziabili. Il nostro saggio ha inteso fornire un'analisi delle *best practices* che emergono dal mercato internazionale del VC alle quali ispirarsi per continuare a riformare e migliorare il modo di fare VC in Italia.