

POLITICHE DI INGEGNERIA FINANZIARIA: LA PARTECIPAZIONE AL CAPITALE  
DI RISCHIO DI IMPRESE INNOVATIVE. STRUMENTI DI VALUTAZIONE

Patrizia Lattarulo<sup>1</sup>, Cristina Santini<sup>2</sup>, Barbara Fidanza<sup>3</sup>

**SOMMARIO**

Il presente lavoro analizza il ruolo dei fondi misti di Venture Capital a sostegno delle imprese innovative partendo dal caso del Fondo Toscana Innovazione. Il lavoro offre una prospettiva sul ruolo del Venture Capital per lo sviluppo delle imprese innovative, nonché i risultati di una indagine conoscitiva condotta sul territorio nazionale e tesa ad analizzare l'utilizzo dello strumento dei fondi VC misti nelle varie regioni. Ci si concentra poi sugli strumenti necessari per valutare l'efficacia del fondo, proponendo, a partire dall'indagine field condotta sulle aziende partecipate da Toscana Innovazione e dai risultati di un'indagine desk sulla letteratura, una prospettiva di analisi integrata. La parte finale del lavoro ospita una discussione e alcune conclusioni con particolare attenzione alle future ricerche da svolgere nell'ambito.

---

<sup>1</sup> Istituto Regionale Programmazione Economica della Toscana – [patrizia.lattarulo@irpet.it](mailto:patrizia.lattarulo@irpet.it) (Corresponding Author)

<sup>2</sup> Università Telematica San Raffaele, Roma – [santini.cristinaa@gmail.com](mailto:santini.cristinaa@gmail.com)

<sup>3</sup> Università degli Studi di Macerata – [fidanza@unimc.it](mailto:fidanza@unimc.it)

## **1 Introduzione**

Le imprese innovative incontrano numerose difficoltà nel reperimento dei capitali. Il Venture Capital può sopperire a tale necessità; tuttavia tale strumento trova alcune difficoltà di applicazione e diffusione in Italia, al contrario di quanto avviene a livello internazionale. Le pressanti necessità delle imprese da una parte e la volontà di coinvolgersi nell'adozione di strumenti ormai di ampia diffusione a livello internazionale, hanno spinto verso un maggiore coinvolgimento del Pubblico nei confronti del Venture Capital. Hanno trovato quindi diffusione fondi di Venture Capital misti (privato e pubblico) in molte delle regioni Italiane. Resta critica la valutazione delle performance del fondo, che se effettuata solo sulla base di indicatori economico-finanziari, offre una prospettiva assai limitata di un problema ben più ampio e complesso. Questo lavoro descrive l'esperienza del fondo Toscana Innovazione, oltre ad offrire una panoramica sull'impiego del Venture Capital in Italia da parte delle Regioni.

## **2 Il Venture Capital a sostegno delle imprese innovative**

Uno dei principali problemi per le imprese innovative consiste nel reperimento dei capitali e nel ricorso al credito: l'innovatività dei progetti comporta molto spesso alta rischiosità dovuta a una serie di fattori (efficacia nel raggiungimento di un mercato dai volumi soddisfacenti; difficoltà legate al livello tecnologico del prodotto; relativa brevità del ciclo di vita del prodotto; requisiti di competenze e capacità interne all'azienda, etc.). La difficoltà di ricorso al credito è, per altro, dovuta anche al fatto che alle competenze tecniche dell'imprenditore non si coniugano necessariamente competenze manageriali. Dalla letteratura emerge che questa categoria di imprese – le imprese altamente innovative - sovverte l'ordine gerarchico tradizionale con cui vengono reperiti i finanziamenti (detto anche *pecking order theory*) preferendo al credito bancario il finanziamento con il capitale di rischio (Gualandri e Schwizer, 2008). Alcuni autori (si veda in particolar modo il lavoro di Gualandri e Schwizer 2008), hanno evidenziato tra le cause che alla lunga determinano una situazione di fallimento del mercato un ruolo rilevante è svolto dalle asimmetrie informative che si creano all'interno del sistema: le imprese in una fase di avvio spesso mancano di quelle competenze nel management tali da garantire la trasmissione delle informazioni cui necessitano i finanziatori per valutare la possibilità di intervenire nel capitale di rischio. Oltre a questo elemento (Gualandri e Schwizer 2008) è stata sottolineata la reticenza da parte degli imprenditori a illustrare quei caratteri innovativi del progetto che stanno alla base del vantaggio competitivo dell'impresa e sicuramente sono determinanti per ottenere il finanziamento: la mancanza di

informazioni in merito a questo elemento rende particolarmente difficile da parte del venture capitalist il processo di selezione delle business idea. Il problema dell'equity gap, quindi, può essere "scomposto" in due dimensioni (Harding 2002): una che riguarda l'aspetto finanziario (finance gap) e l'altra l'aspetto culturale (knowledge gap). Vari studi hanno sottolineato l'esistenza di correlazioni positive tra quantità di mezzi finanziari cui i fondi di VC dispongono per sostenere le imprese nelle fasi seed, start-up e early development e la crescita del tasso di innovation technology in un determinato paese (Helmann e Puri 2002; Kortum e Lerner 1998; Kaplan e Strömberg, 2000). Il VC è visto come uno strumento particolarmente adatto al finanziamento delle imprese innovative: si tratta di uno strumento che, per le sue caratteristiche ha un'elevata adattabilità a tutte le fasi del ciclo di vita dell'impresa. Alcuni autori attribuiscono al VC proprio un ruolo determinante per il successo delle start-up innovative (Kaplan e Strömberg 2001; Denis 2004; Del Colle et al., 2006); infatti attraverso le operazioni di VC le start-up innovative riescono a superare tutte quelle barriere di carattere finanziario che le caratterizzano (Carpenter e Petersen 2002; Colombo e Grilli 2007; Bertone, Colombo e Grilli 2010) ed accedere a una dotazione di capitale che permetta loro di esprimere il proprio potenziale.

### *2.1 Private Equity e Venture Capital*

Occorre fare un breve cenno alle caratteristiche del Venture Capital, soffermandoci anche su un altro strumento, il Private Equity (PE).

Con il PE e il VC un investitore istituzionale apporta nuovi capitali rilevando quote di una società (target). Chi effettua l'investimento si propone di disinvestire nel medio-lungo termine realizzando una plusvalenza dalla vendita della partecipazione azionaria.

Un primo aspetto da sottolineare è che, oltre alle risorse finanziarie, gli operatori di PE e VC offrono anche esperienze professionali, competenze tecniche-manageriali e contatti con altre istituzioni finanziarie. Il loro scopo è di entrare nella società attraverso l'investimento di capitale di rischio e di far crescere l'azienda grazie all'esperienza maturata nei vari settori. Questo tipo di investimenti raggruppa un ampio spettro di operazioni, in funzione sia della fase del ciclo di vita aziendale in cui si trova la target durante l'operazione, che della tecnica di investimento usata. In Europa, il VC si riferisce all'intervento degli investitori istituzionali nel finanziamento/sperimentazione di una nuova idea (seed) e di una nuova impresa (start-up), mentre il PE includerebbe investimenti in imprese che si trovano in una fase di vita successiva a quella iniziale; a ben vedere il VC non è un'attività diversa da quella di PE, può essere intesa come un'operazione di PE posta in essere per finanziare l'avvio dell'impresa (early stage). Questo spiega perché in letteratura frequentemente si parla di PE e VC in modo non distinto e, quindi, molte delle deduzioni teoriche/empiriche che da essa discendono valgono per entrambe le tipologie di operazioni.

Secondo alcuni autori (Gervasoni e Sattin, 2008) possono essere individuate tre tipologie di finanziamento basandosi sulle esigenze strategiche dell'impresa: il finanziamento all'avvio (interventi con l'obiettivo di supportare la nascita di una nuova iniziativa imprenditoriale, sia essa ancora nella fase embrionale che nelle primissime fasi dell'avvio); il finanziamento dello sviluppo (in caso di diversificazione dell'attività, acquisizione di altre aziende o rami, integrazione con altre realtà imprenditoriali); il finanziamento del cambiamento/ripensamento (cambiamenti più o meno radicali dell'assetto proprietario). Alla prima categoria viene ricondotta l'attività di VC alle ultime due quella di PE. PE e VC hanno assunto sempre più importanza per lo sviluppo delle PMI: notoriamente le PMI sono soggette a opacità informativa, che ne limita il ricorso al finanziamento. Le PMI, come dimostrano alcuni autori (Venanzi, 2010) sono meno indebitate, fanno più ricorso al debito commerciale, fanno maggiore affidamento ai fondi interni e ricorrono raramente alla raccolta di capitale di rischio all'esterno. In questo panorama il PE rappresenta per le PMI un'alternativa al reperimento di mezzi finanziari tradizionali, al fine di accrescere la propria dimensione e competere sui mercati. Le società di gestione dei mercati azionari possono avere un ruolo specifico nello sviluppo dei sistemi economici a sostegno delle imprese con marcate esigenze di crescita, di raggiungimento e di mantenimento di elevati livelli di competitività, di finanziamento di progetti di investimento e di realizzazione di innovative idee imprenditoriali, riuscendo a coniugare la richiesta sia di nuovi finanziamenti che di una nuova governance con supporti professionali e relazionali capace di cambiare radicalmente il modello organizzativo delle imprese. Le imprese quindi hanno un ciclo di crescita finanziaria in cui le esigenze finanziarie cambiano con il maturare dell'impresa, poiché acquisisce maggiore esperienza e riduce il grado di opacità informativa (Berger e Udell, 1998). La vita di un fondo di PE è definita a priori (tra i 5 e i 30 anni, in media 10-12), esso compie generalmente dai 7 ai 25 investimenti nell'arco della propria vita in funzione della dimensione delle aziende in cui investe; in genere si ritiene che con meno di 7 investimenti il rischio sarebbe molto alto e influirebbe negativamente sul rendimento di tutto il fondo. Nella vita del fondo si può distinguere un investment period (dura massimo tre anni) dal disinvestment period: nel primo il fondo va a fare gli investimenti ed effettua le capital calls; nel secondo si occupa della gestione al fine di realizzare i valori attesi

## *2.2 Benefici del rapporto impresa innovativa - VC*

Dalla relazione tra imprese innovative e venture capitalist scaturiscono alcuni benefici:

- accesso a informazioni circa la gestione delle imprese; il monitoraggio continuo cui le imprese devono sottostare da parte dei venture capitalists (Bertoni et al., 2010) offre numerosi spunti di riflessione sulla gestione e sulle performance d'impresa;

- protezione da comportamenti opportunistici degli imprenditori; le nuove imprese altamente innovative possono essere facile bersaglio dei comportamenti opportunistici degli imprenditori (Bertoni et al., 2010); da questi comportamenti le start-up innovative possono difendersi utilizzando proprio le clausole contrattuali previste dai finanziamenti di VC;
- creazione di un sistema di incentivi per gli imprenditori; la struttura della relazione venture capitalist – impresa finanziata, permette di creare degli incentivi per gli imprenditori stessi;
- arricchimento del sistema di conoscenze e competenze in aree “critiche” o insufficientemente sviluppate; va anche considerata la possibilità di scambio di informazioni, conoscenze e competenze tra impresa e venture capitalist, che permettono all’impresa finanziata di arricchire il proprio bagaglio di risorse immateriali nelle aree in cui le imprese sono manchevoli o mostrano acuti segnali di debolezza. Spesso le start-up innovative (specie se di piccole dimensioni) hanno deficit nell’area del Marketing, dello strategic planning (in molti casi del tutto assente), o nella finanza (Gorman e Sahlman 1989; MacMillan et al. 1989; Sapienza 1992). Emerge, inoltre in letteratura come la presenza di VC sia collegata ad un incremento del livello di professionalità nel management (Hellmann e Puri 2002; Bottazzi et al. 2008), che risulta particolarmente importante nei percorsi di crescita e sviluppo delle imprese;
- ispessimento e arricchimento delle relazioni con altri partner; le imprese finanziate hanno la possibilità di arricchire il proprio network di relazioni, entrando anche in diretto contatto con gli attori che fanno parte del network relazionale del venture capitalist (Colombo, Grilli e Piva 2006; Hsu 2006; Lindsey 2002). Inoltre, godendo della fiducia di un investitore esterno, le imprese finanziate possono trovare una maggiore facilità nell’instaurare nuove relazioni o nell’ispessire quelle esistenti attraverso un miglioramento della percezione della loro impresa in termini di “solidità” o “affidabilità” finanziaria;
- aumento della notorietà dell’impresa: le imprese finanziate godono in un certo senso di una pubblicità tra gli operatori del settore. Questo permette di farle conoscere anche ad altri soggetti, con cui le imprese possono instaurare nuove relazioni (Stuart, Hoang e Hybels 1999).

### 2.3 L’Italia

L’attività d’investimento nel capitale di rischio di imprese è iniziata negli Stati Uniti negli anni ’40 e ha subito una fase di fortissimo sviluppo verso la fine degli anni ’70 e gli anni ’80. In ogni modo, l’intero settore rileva la maggiore crescita durante gli anni ’90, quando condizioni favorevoli per nuove quotazioni, eccezionale andamento dei mercati borsistici, ha creato grandi opportunità di investimento. Il Regno Unito è il paese che per primo in Europa ha sviluppato un mercato del capitale di rischio con performance stabili rese possibili da un contesto legislativo e fiscale che agevola l’attività dei gestori dei fondi. In Italia, l’avvio delle

attività di PE è avvenuto con notevole ritardo rispetto a quanto verificatosi all'estero essendosi dovuto misurare con le ostilità del sistema bancario che temeva di perdere il controllo dell'intermediazione finanziaria, ma dagli anni '90 in poi si rileva un'attività stabile che è registrabile con un numero crescente di advisor di fondi chiusi sia internazionali che nazionali (Wright, Gilligan, Amess, 2009). L'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI) nell'ultimo rapporto 2010 evidenzia che dal 1998 gli investimenti e i fondi raccolti hanno subito una spiccata tendenza alla crescita fino al 2008 che è stato un anno record (investimenti per 5.458 milioni di euro), nel 2009 e 2010 gli investimenti hanno subito una contrazione. Generalmente le targets non sono società quotate in borsa; sono PMI, tra il 2003 e il 2008, difatti hanno rappresentato mediamente il 72% (se classificate in termini di fatturato) ovvero il 75% (se classificate in termini di numero di dipendenti) (Fidanza, 2010); presentano un'elevata capacità di generare flussi di cassa costanti e altamente prevedibili, ovvero importanti tassi di crescita potenziale. Negli anni tra il 2004 e il 2010, sono stati mediamente investiti in Italia 3.287 milioni di euro su un numero medio di 296 operazioni. Su base annua la ripartizione degli investimenti (Figura 1), mostra quanto già evidenziato nella premessa ovvero che il 2008 è, in termini di ammontare investito in capitale di rischio, un anno record che va a chiudere un trend di lungo termine positivo, ciò significa che nonostante l'inizio della crisi a livello mondiale, la fiducia nel comparto PE non è venuta meno. Cresce ruolo VC pubblico fino al 19% (10% banche italiane), e crescono operatori internazionali. Dai dati AIFI (rapporti annuali) è visibile come dal 1998 le tipologie di intervento preferite sono state le operazioni di espansione (con un peso medio dell'ammontare degli investimenti del 25%) e, soprattutto, di buy-out arrivate a rappresentare il 79% del capitale investito nel 2007. Nel 2008 l'ammontare degli investimenti in buy-out si è drasticamente contratto al 53%, gli investimenti in replacement sono stati di gran lunga superiori a quelli di espansione e si avvicinano a quelli di buy-out. Evidentemente le trasformazioni del mercato Italiano avvenute dal 2000 in poi hanno spinto gli operatori a far affluire le risorse finanziarie verso acquisizioni di maggioranza o totalitarie, con interventi di buy-out all'interno di processi di ricambio generazionale e di sostituzione del management operativo. Per quanto riguarda i dati del 2008 la crisi finanziaria non può che essere la principale giustificazione: il replacement, l'apertura del capitale ai fondi di PE, può essere letta come la risposta delle imprese alle difficoltà di consolidamento dei debiti, costrette a capitalizzare per continuare a crescere ovvero sopravvivere alla crisi. Se ci si chiede che tipo di investitori in capitale di rischio sono maggiormente presenti sul mercato italiano, la Figura 2 evidenzia come in prevalenza gli operatori sono società di gestione del risparmio, in media hanno un peso del 55% nei sette anni riportati (2004-2010), seguono i fondi pan-europei (33%), gli operatori regionali/pubblici (14%), le banche italiane e i VC players, rispettivamente, 12% e 11%. Da ultimo, per quanto riguarda i disinvestimenti, in tutti gli anni riportati nella figura 2.4 emerge che l'operazione più frequente è, con un valore medio sui sette anni del 43%, quella della vendita delle

partecipazioni sul mercato; hanno peso marginale le IPO (8%), la vendita ad altri operatori e le write off rappresentano il 16%.

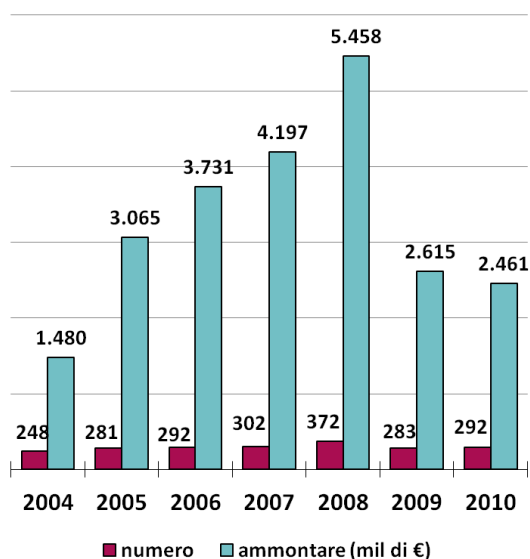


Figura 1 – Operatori in Italia

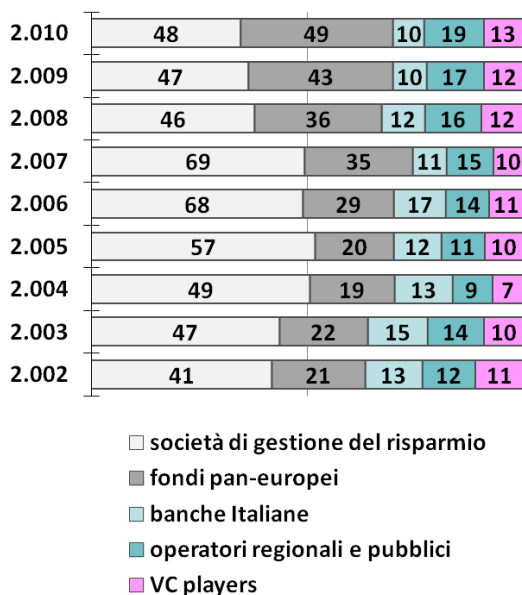


Figura 2 – Tipologie di Operatori in Italia

### 3 Il VC misto privato/pubblico

Vista l'importanza del VC per lo sviluppo sia delle PMI che delle imprese innovative, è cresciuto l'interesse e il coinvolgimento del pubblico in questo tipo di strumenti.

Occorre sottolineare che la partecipazione del pubblico assume una funzione di garante e facilitatore del capitale privato. Nel panorama internazionale vi sono dei casi, in particolare, che evidenziano il ruolo del Pubblico nei fondi VC: si tratta ad esempio della Cina o della

Corea o, specie per le imprese innovative operanti nei settori high-tech, Israele. Inoltre le imprese sono facilitate nel reperimento di informazioni e nell'accesso a programmi di finanziamento agevolati, in quanto possono fare riferimento a un soggetto ben preciso e dotato di un'identificabilità (Prometeia, nella sua relazione sulle dinamiche del sistema di finanziamento in Italia e Europa, parla, con riferimento all'impegno del pubblico in questo ambito di un vero e proprio brand). Il pubblico svolge anche una funzione di garante nei confronti del rischio di appropriazione della business idea da parte dell'investitore.

La Banca Europea, nel 2001, ha individuato tre "soluzioni" per i fondi di venture capital misto (privato-pubblico): la prima soluzione consiste nella sottoscrizione di fondi caratterizzati da un trattamento alla pari tra pubblico e privati; la seconda ipotesi consiste in un maggior impegno da parte del pubblico, che si assume una quota più elevata del costo del fallimento del progetto finanziato (il cosiddetto down-side protection scheme); la terza soluzione consiste in una presenza del pubblico volta a moltiplicare i benefici derivanti da un successo dell'attività finanziata (up-side leverage scheme). In particolare il caso dell'up-side leverage scheme è considerata la soluzione ottimale per la gestione dei fondi misti (EVCA, 2001), vista anche la diffusione che ha trovato a livello internazionale. Questo meccanismo prevede che in caso di perdita pubblico e privato vadano a sopportare nelle medesime proporzioni il "danno", mentre in caso di un ritorno degli investimenti, sia preferita la remunerazione del privato successivamente al recupero dell'investimento da parte del soggetto pubblico.

#### **4 Il quadro a livello regionale**

Quasi tutte le regioni hanno adottato questo strumento tra le loro politiche di sostegno alle imprese (tranne Calabria e Campania e poche altre) seppure le risorse rappresentano una quota sempre inferiore al 10% del totale degli incentivi. In base alle informazioni raccolte nel corso di una indagine ad hoc, possiamo dire che la modalità di partecipazione delle regioni al capitale di rischio delle imprese varia in base alla tipologia di gestione scelta: in alcuni casi la gestione è affidata a privati per conto della Regione, in altri sono le Finanziarie Regionali a gestire il tutto e in altri casi ancora la gestione avviene attraverso società di gestione del risparmio. Osservando i dati primari e secondari raccolti emerge che l'attività di investimento in capitale di rischio è svolta quasi da tutte le regioni attraverso fondi di varia origine, interni e/o esterni, straordinari e non, che comportano sia l'investimento diretto in imprese innovative (SFIRS, Veneto Sviluppo, Filas), che indiretto, attraverso società controllate (Finlombarda con Finlombarda SGR, Friulia con Friulia SGR, Filse con LigurCapital S.p.A fino a giugno 2010).



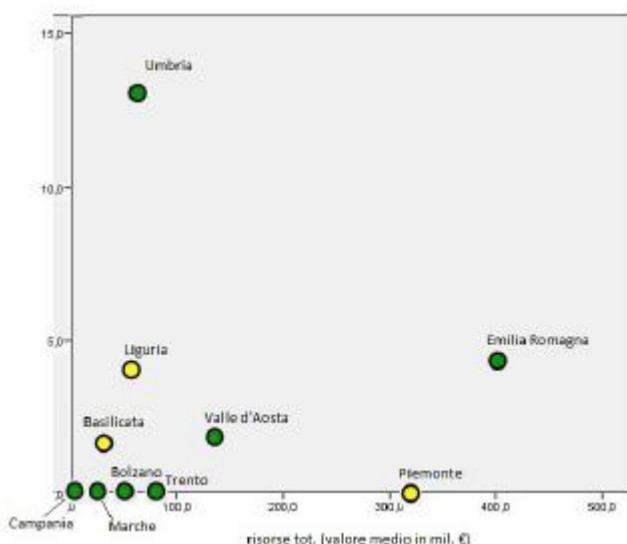


Figura 3 – Posizionamento delle Regioni: Risorse totali stanziare per politiche di sostegno alle imprese e risorse a titolo di capitale di rischio (Valori assoluti, milioni di euro, media 2007-2011)

Nell'indagine condotta a livello regionale è stato anche monitorato il livello di efficacia percepito dei vari strumenti di finanziamento

	Finanziamenti agevolati e fondo perduto e non	Prestiti obbligazionari	Erogazione mutui	Investimenti in capitale di rischio con fondo di PE	Investimenti in capitale di rischio senza fondo di PE	Concessioni di garanzie	Altro
Valle d'Aosta	4		4		3		
Campania	2						
Emilia-Romagna	5			5		5	
Marche	5						
Bolzano	3		3				
Abruzzo	3		3	3		3	
Abruzzo	1	1	1	1	1	1	1
Trento	3		3	4		3	
Calabria	3						1
Liguria	3			3		3	
Basilicata	4		4	4		4	3
Piemonte	3					4	
Umbria	4			4			
Valore medio	3,2	1	3	3,4	2	3,2	1,6

Tabella 1 – Efficacia degli strumenti regionali adottati (fonte: nostra indagine)

Gli strumenti ritenuti più efficaci (che mostrano un più alto valore medio) sono i finanziamenti agevolati, il finanziamento al capitale di rischio tramite fondo e la concessione di garanzie (Tabella 1)

## 5 La valutazione della performance: la necessità di una prospettiva integrata

Le performance dei fondi VC dipendono da una serie di fattori sia interni all'impresa, che esterni. Valutare le performance del VC attraverso un monitoraggio della redditività aziendale sarebbe riduttivo; il rischio aumenta se il fondo è ancora attivo o se, come nel nostro caso, è ancora ai primi anni di vita. In questo studio si è voluto quindi tenere conto di una serie di fattori collegati alla performance dell'impresa adottando, quindi una prospettiva integrata. Dall'analisi della letteratura emergono una serie di elementi da tenere in considerazione al

momento della valutazione dell'efficacia di un fondo di Venture Capital misto. In primo luogo, esistono delle differenze nel set di risorse e condizioni di partenza per lo sviluppo e la diffusione di questo strumento finanziario. In secondo luogo anche le caratteristiche dei cosiddetti players (ovvero venture capitalist, investitori e imprenditori) determinano i connotati del sistema di VC che si sviluppa a livello nazionale o, nel caso da noi analizzato, regionale. La performance dell'impresa influenza il livello di efficacia del sistema di VC a livello regionale o nazionale; d'altra parte, però, essa è il risultato di una serie di interazioni di elementi interni ed esterni all'impresa che possono creare condizioni favorevoli o sfavorevoli per il miglioramento dei risultati economici dell'impresa. L'efficacia del sistema di VC, quindi viene determinata sia sulla base dei benefici che riesce a generare per l'impresa che sulla capacità che l'impresa ha di generare risultati economici positivi. È però prematuro procedere ad una valutazione di questo tipo caso per il fondo in oggetto, infatti molte partecipazioni sono appena avviate e comunque tuttora in atto, inoltre il fondo investe in imprese innovative che hanno da poco iniziato la propria attività. Si rischierebbe, così di trarre conclusioni parziali o affrettate circa la validità dell'intervento. Ecco che allora l'indagine è stata rivolta a cogliere il ruolo del fondo nelle performance aziendali, tenendo però conto delle potenzialità delle aziende, ovvero della loro capacità di ottenere risultati positivi attraverso i fattori che la costituiscono. Si è quindi andati a cercare quali sono gli elementi che in futuro potranno influire sulla performance dell'impresa. Vengono valutati elementi come l'atteggiamento dell'imprenditore nei confronti dell'innovazione, nonché il grado di imprenditorialità a livello corporate, tutti elementi che possono sembrare estranei se paragonati alle misurazioni "tradizionali" della performance per lo più incentrate su indicatori di bilancio. Eppure, a seguito del progressivo affermarsi di modelli di valutazione bilanciata della performance d'impresa – modelli che integrano gli aspetti economici finanziari con aspetti meno "quantitativi" – questa prospettiva integrata trova una ragione di esistere. In questo lavoro si terranno in considerazione, quindi i seguenti elementi: la performance dell'impresa in termini economici (con tutte le cautele necessarie); le variabili interne ed esterne all'impresa che influiscono sulla performance dell'impresa; il rapporto che l'impresa ha con il fondo.

## **6 La Toscana e il Fondo Toscana Innovazione**

Il Fondo Toscana Innovazione è un fondo chiuso di investimento mobiliare che nasce nel 2007. Successivamente il fondo è stato autorizzato dalla Banca d'Italia e quindi offerto in sottoscrizione: il totale delle sottoscrizioni è pari a 44.400.000,00 euro. La composizione dei soci sottoscrittori è formata in prevalenza (40%) dalla Regione Toscana e da banche (53%); Il Fondo è stato istituito con delibera consiliare della Società in data 16 ottobre 2007; l'autorizzazione della Banca d'Italia è avvenuta in data 11 gennaio 2008 e da tale data è stato

offerto in sottoscrizione a soli Investitori Istituzionali. Al 27 maggio 2008, sono state complessivamente raccolte sottoscrizioni per 44.400.000 euro; il Fondo ha iniziato la propria operatività il 1° giugno 2008. Il fondo è stato pensato per le PMI che stanno attraversando la fase *seed* dello start up o che l'hanno oltrepassata pur essendo agli inizi del proprio cammino e necessitano di un sostegno finanziario. L'obiettivo del fondo è acquisire partecipazioni fino al 100% del capitale in società con investimenti compresi tra i 500.000 e i 5 milioni di Euro. La durata dell'investimento iniziale varia dai 3 ai 7 anni. Le imprese che possono accedere al fondo non devono presentare difficoltà finanziarie. Il fondo ha un meccanismo di funzionamento che si sviluppa attraverso varie fasi. Il primo step è lo *scouting*. La procedura di *scouting*, intesa come generazione del deal flow, consiste nell'individuazione delle imprese che possono essere interessanti per il fondo. Alcune domande pervengono direttamente all'azienda, altre opportunità sono identificate da alcuni soggetti proponenti interni al fondo (appartenenti per lo più al comitato SICI). Il secondo step consiste nell'analisi preliminare della proposta progettuale da parte del Team SICI. Si provvede, quindi alla valutazione da parte del Comitato scientifico; si tratta del primo passo vero e proprio della procedura di istruttoria. Tale valutazione consiste in un colloquio con l'impresa potenziale: gli interessati possono proporre e illustrare la propria idea di business e non è richiesto in questa fase di presentare un *business plan*. Lo scopo di questa prima fase di analisi dell'idea è, infatti, quella di valutare l'attrattività del potenziale investimento sul mercato e le competenze in materia dei soggetti proponenti, nonché avere una prima idea delle capacità imprenditoriali. La prima valutazione, quindi è meramente "tecnologico-innovativa" e tecnica. Questo tipo di valutazioni avviene circa una volta al mese. Nel caso in cui il colloquio abbia un esito negativo, allora il processo si ferma, mentre in caso di esito positivo, si prosegue con le fasi successive. Le qualificate competenze dei membri del comitato scientifico garantiscono una valutazione obiettiva ed efficace delle business idea. Con la fase successiva si entra nel vivo della negoziazione: viene richiesto a questo punto all'impresa, di presentare una documentazione economico finanziaria consistente in un piano industriale da sottoporre al comitato tecnico. Al termine di questa fase l'esito può essere positivo o negativo. Nel caso di esito negativo, il processo di investimento si arresta; nel caso di esito positivo, invece, si inizia a definire la modalità con cui il fondo può entrare in azienda e come, successivamente, può uscirne (ad es. con le modalità tipiche del PE, con operazioni *put & call*). Il Comitato tecnico, quindi, è chiamato a valutare il piano industriale proposto dall'impresa e la convocazione avviene nel momento in cui tutti i documenti sono presentati dall'impresa interessata al finanziamento. Nel caso in cui il Comitato tecnico esprima un parere positivo, si arriva alla fase conclusiva, ovvero alla delibera da parte del CdA e alla fase di Due Diligence. Le operazioni inerenti la Due Diligence, dipendono, per lunghezza, dallo "storico" dell'azienda, ovvero il tempo impiegato sarà superiore per le nuove imprese. Si procede, quindi, all'elaborazione degli accordi inerenti l'investimento, tramite procedure di carattere

legale che assicurano la stipula di contratti e determinano il “funzionamento” dell’investimento. Sebbene si sia arrivati alla fase conclusiva, non è detto che in questa fase si raggiunga automaticamente un accordo tra le parti e può accadere che salti l’investimento, nel momento in cui le controparti non si trovino in sintonia. La durata complessiva del DEAL varia da 90 a 120 giorni; la lunghezza del deal dipende dalla capacità dell’impresa di fornire i documenti richiesti nei tempi e nelle modalità previste. Il fondo, gestito da SICI, dalla sua nascita – nel 2007 – ha esaminato 254 proposte e finanziato 10 imprese. Una così marcata differenza tra il numero di domande presentate e quello delle pratiche che arrivano al finanziamento è motivata dalla mancanza di requisiti formali nelle domande, da una percentuale di aspiranti imprese che si autoritira e da una serie di domande che rappresentano idee a uno stato embrionale e quindi non suscettibili di valutazione.

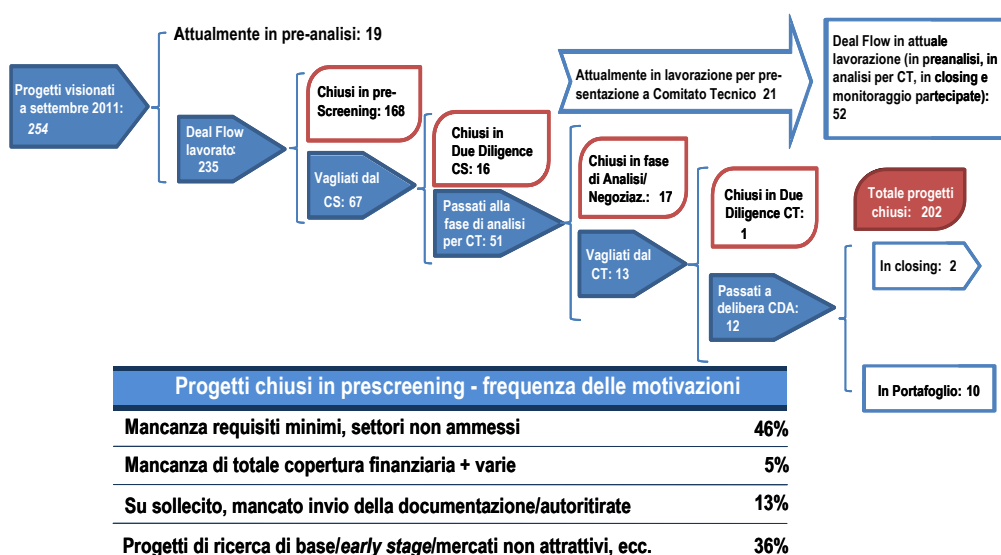


Figura 4 – Il funzionamento del fondo e le cause di chiusura in pre-screening

SICI dalla nascita del fondo ha esaminato ben 254 proposte di investimento, 26 delle quali pervenute nei primissimi mesi di attività del fondo. La maggior concentrazione delle domande si è verificata nel secondo trimestre del 2010, in cui sono state presentate ben 70 domande di finanziamento. Il 70% delle domande proviene da realtà del territorio toscano, e principalmente da Firenze e Pisa. Questo dato è dovuto alla presenza di atenei universitari e centri di ricerca attivi sul territorio, nonché *business incubator*. Del totale delle idee analizzate, 67 sono state esaminate dal Comitato Scientifico e dei progetti che ne hanno superato il vaglio 13 sono stati analizzati dal Comitato Tecnico, di cui 12 valutate positivamente.

### 6.1 Un quadro sintetico delle imprese

Le imprese in cui il Fondo è entrato sono per la maggior parte giovani imprese e la storia del rapporto VC- azienda è ancora troppo breve, in molti casi, per poter fare valutazioni

definitive. Si trovano realtà diverse: in alcuni casi il VC entra a far parte di un mosaico di investimenti, in cui la raccolta di partecipazioni di soggetti terzi può arrivare addirittura ad essere pari al 90% del capitale. Gli andamenti sono variabili: a fronte di alcune imprese che cessano la propria attività, ce ne sono altre che conseguono buoni risultati, sia in termini di performance economiche, che di affermazione tra i players del mercato. In generale, però, si osserva una difficoltà delle stesse a rispettare le milestones, anche perché nel momento in cui sono stati fissati gli obiettivi, la situazione congiunturale era certamente più favorevole.

Impresa	Soci Fondatori	Data di costituzione impresa	Data di ingresso fondo	Impegno di investimento	Intervento	Investimento al 30/06/11	Quota partecipazione al 30/06/11	Altri Fondi VC	Andamento dell'attività di impresa
							(%)		
Diagnostica molecolare	UniFi + UniPi	2006	mag-09	2.100.000	Equity	1.473.545	55	It 35%	Perdita in linea con le previsioni
Nanotecnologie	Spin off CNR ISMN + partner industriali	2007	set-09	1.186.200	Equity	1.186.200	20		Perdita in linea con le previsioni
Rinnovabili	Imprenditori e professionisti	2008	ago-10	500.000	Equity+poc	499.521	12	Fondo europeo	Perdita in linea con le previsioni
Bioplastiche	Imprenditori e professionisti	2009	nov-10	500.000	Equity	500.000	29,4		Incremento del fatturato
Illuminotecnica	Imprenditori e professionisti		gen-11	1.200.000	Poc	1.200.000			Incremento nel fatturato
Audio hi fi	Impresa familiare	2009	mag-11	500.000	Equity	250.000	40		Incremento nel fatturato Le milestones non sono state raggiunte
Domotica	2000	giu-09	2.000.000	Equity	800.000	45	45		Istanza di fallimento
Drug discovery	2003	lug-09	3.000.000	Equity	1.000.000	27,8	55		Liquidazione
ICT wireless		feb-10	1.800.000	Equity + POC	1.800.000	22	22	Copertura 50% POC Fidi Toscana	Fondo si è ritirato
Servizi odontoiatrici		apr-11	600.000	Equity	600.000	40	40		L'azienda sta per cessare la propria attività

Tabella 2 – Quadro di sintesi degli investimenti del Fondo Toscana Innovazione per entità, tempistica, business di riferimento e caratteristiche dell'impresa (fonte: nostra rilevazione)

Guardando alla tipologia di impresa (Tabella 2) va sottolineata l'eterogeneità delle stesse: nell'elenco coesistono società di capitali "tradizionali" con spin off universitari. Gli spin off universitari hanno un orientamento prevalente alla ricerca il cui costo è alto e genera pochi, se non nulli, risultati economici positivi nel breve periodo. Gli spin off sono concentrati sulla ricerca e sulla realizzazione del prodotto, non tanto sulla sua successiva commercializzazione; questo ne influenza la struttura e l'organizzazione delle risorse umane e relative competenze. Va poi sottolineato che le imprese si trovano ad operare in ambienti competitivi totalmente diversi: aziende che vivono in settori a crescente competitività (ad esempio la musica liquida) non possono essere assimilate nei criteri di valutazione ad altre che operano in settori conflittuali anche su scala locale (si pensi ai settori delle energie rinnovabili caratterizzati da

resistenze delle comunità locali che ostacolano spesso l'agilità del processo di erogazione di un servizio o installazione di impianti). Il Fondo ha registrato anche dei fallimenti: nonostante l'innovatività delle proposte (servizi, domanda ricavata), l'esito dell'investimento è stato fallimentare. Nei primi due casi raffigurati in Tabella 2, tuttavia sembra quasi più opportuno parlare di PE, piuttosto che di VC.

## **7 Considerazioni Conclusive**

Dall'analisi del caso oggetto di studio, possiamo fare alcune considerazioni. Sebbene il sostegno finanziario sia stato offerto a imprese operanti in settori estremamente promettenti, solo poche aziende hanno avuto risultati in linea con le milestones prefissate in sede di presentazione del business plan. Al di là dei fattori esterni legati alle dinamiche di mercato e alla situazione economica sfavorevole, va sottolineato che spesso le stime contenute nel business plan iniziale erano, a detta delle imprese, molto ottimistiche soprattutto ai fini della presentazione della domanda. L'intervento del Fondo è da considerarsi, nella maggior parte dei casi, utile, ma non risolutivo. Un altro ambito di osservazione riguarda il bagaglio di conoscenze e competenze degli imprenditori e di chi riveste ruoli manageriali: il rapporto con il VC ha determinato l'impiego di competenze specifiche (sviluppo e creazione di processi di raccolta dati; conoscenze nel campo economico – finanziario e gestionale, etc..) che in alcuni casi hanno rafforzato una base già esistente, ove presente, che caratterizzava l'imprenditore; in altri casi, invece, sono state acquisite o attraverso il reclutamento di personale adeguato o tramite consulenze. Non sempre, quindi, il bagaglio di competenze è incrementato stabilmente fino a diventare un asset dell'impresa. Il rapporto impresa – fondo varia a seconda delle imprese, ma appare più difficoltoso nei casi in cui la quota VC è bassa. Una conseguenza positiva dell'interazione impresa – VC è sicuramente il miglioramento del proprio network relazionale e le ricadute positive sull'immagine a livello corporate. Ad oggi solo in alcuni dei casi analizzati emerge il ruolo positivo in termini di visibilità e reputazione derivante dalla partecipazione VC solo in alcuni casi. Molto nella gestione del rapporto dipende anche dall'atteggiamento dell'imprenditore nei confronti del VC: dove si adotta una gestione proattiva, improntata al confronto sistematico e continuo, il rapporto è percepito in modo particolarmente positivo. Il presente studio ha presentato alcune riflessioni che emergono dall'analisi dei dati raccolti. L'indagine a livello regionale condotta ha fatto emergere il ruolo che il VC ha nel sostegno alle PMI. Il caso Toscana ha evidenziato sia il funzionamento di un Fondo, che le difficoltà che le imprese possono incontrare nelle varie fasi progettuali e nella gestione del rapporto con il Fondo. Dai dati possiamo trarre alcune conclusioni che, in futuro, potrebbero costituire una base per ulteriori ricerche condotte in modo più approfondito a livello nazionale. Una prima considerazione riguarda gli indicatori che potrebbero essere utilizzati nella valutazione della performance del VC: appurata la necessità di una prospettiva

integrata, occorre studiare un insieme di indicatori che rilegga i risultati economici sulla base della realtà investigata. In questo senso la remunerazione del capitale dovrebbe essere valutata in un'ottica pubblica, ovvero cercando di minimizzare le perdite e procedere al recupero degli investimenti, piuttosto che conseguire utili. L'introduzione di "indicatori soglia" che identifichino i limiti di rischiosità dell'operato dei fondi può essere altresì di aiuto. Il rapporto tra risorse perse e risorse investite offre interessanti spunti. Nel caso in oggetto, tale rapporto equivale al 30%; dall'analisi dei casi emerge come la situazione nel complesso non sia da considerarsi particolarmente positiva; è ipotizzabile, quindi che valori inferiori al 30% siano auspicabili. Ulteriori indagini empiriche potrebbero confermare queste ipotesi e approfondire tali spunti. Il caso Toscana Innovazione, però fornisce anche alcune spiegazioni in merito all'andamento dell'investimento: in primo luogo l'importo massimo erogabile risulta eccessivo ed influisce negativamente sui valori considerati come soglia di rischio. In secondo luogo emergono criteri di selezione distorti: nel selezionare le proposte occorre considerare anche la vocazione commerciale delle imprese. Ove manca una pianificazione dell'attività commerciale (e quindi anche una strutturazione dell'impresa a tale scopo), si incorre nel rischio di non riuscire ad intercettare una domanda nel mercato con conseguenze sulle vendite. Infine occorre contestualizzare il fenomeno del VC e studiarlo partendo dalle caratteristiche del tessuto imprenditoriale del territorio: in Toscana le imprese sono di modeste dimensioni (AIFA, 2012) e questo determina un interesse esiguo del VC privato, con un conseguente intervento del VC misto. La domanda da approfondire è sulla ragionevolezza di un intervento a livello regionale, piuttosto che sovraregionale. Ulteriori ricerche sono auspicabili anche in tale ambito di indagine.

## 8 Bibliografia

- Bertoni, F., Colombo, M. G., & Grilli, L. (2010). Finanziamento tramite venture capital e crescita delle giovani imprese high-tech: un'analisi longitudinale sul ruolo della tipologia di investitore. *Rivista italiana degli economisti*, 15(3), 433-0.
- Bertoni, F., Croce, A., & D'Adda, D. (2010). Venture capital investments and patenting activity of high-tech start-ups: a micro-econometric firm-level analysis. *Venture Capital*, 12(4), 307-326.
- Bottazzi, L., Da Rin, M., & Hellmann, T. (2008). Who are the active investors?: Evidence from venture capital. *Journal of Financial Economics*, 89(3), 488-512.
- Carpenter, R. E., & Petersen, B. C. (2002). Capital market imperfections, high-tech investment, and new equity financing. *The Economic Journal*, 112(477), F54-F72.
- Colombo, M. G., & Grilli, L. (2007). Funding gaps? Access to bank loans by high-tech start-ups. *Small Business Economics*, 29(1-2), 25-46.

- Colombo, M. G., Grilli, L., & Piva, E. (2006). In search of complementary assets: The determinants of alliance formation of high-tech start-ups. *Research Policy*, 35(8), 1166-1199.
- Del Colle, D. M., Russo, P. F., & Generale, A. (2006). *The causes and consequences of venture capital financing. An analysis based on a sample of Italian firms* (No. 584). Bank of Italy, Economic Research Department.
- Denis, D. J. (2004). Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence. *Journal of Corporate Finance*, 10(2), 301-326.
- Fidanza, B. (2010). Private Equity in Italia: caratteristiche del mercato e ruolo per le imprese, in Boffa F., Galeazzi G. (eds), *Evoluzione e discontinuità nel sistema finanziario internazionale*, Milano:McGrawHill
- Gervasoni A., Sattin F. (2008) *Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, Milano, Guerini Studio.
- Gualandri, E. & Schwizer, P. (2008). Bridging the Equity gap: il caso delle PMI innovative. *Studi e note di economia*, 13(1-2008), 101-138
- Hellmann, T., & Puri, M. (2002). Venture Capital and the Professionalization of Start- Up Firms: Empirical Evidence. *The Journal of Finance*, 57(1), 169-197.
- Hsu, D. H. (2006). Venture capitalists and cooperative start-up commercialization strategy. *Management Science*, 52(2), 204-219.
- Kaplan, S. N., & Stromberg, P. (2001). *Venture capitalists as principals: contracting, screening, and monitoring* (No. w8202). National Bureau of Economic Research
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2003). Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *The Review of Economic Studies*, 70(2), 281-315.
- Kortum, S., & Lerner, J. (1998, June). Stronger protection or technological revolution: what is behind the recent surge in patenting?. In *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* (Vol. 48, pp. 247-304). North-Holland.
- Lindsey, L. (2003). 'The Venture Capital Keiretsu Effect: An Empirical Analysis of Strategic Alliances among Portfolio Firms,'. *Unpublished working paper, Stanford University*.
- MacMillan, I. C., Kulow, D. M., & Khoylian, R. (1989). Venture capitalists' involvement in their investments: Extent and performance. *Journal of business venturing*, 4(1), 27-47
- N Berger, A., & F Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6), 613-673.
- Sapienza, H. J. (1992). When do venture capitalists add value?. *Journal of Business Venturing*, 7(1), 9-27.
- Stuart, T. E., Hoang, H., & Hybels, R. C. (1999). Interorganizational endorsements and the performance of entrepreneurial ventures. *Administrative science quarterly*, 44(2), 315-349.



Venanzi, D. (2010) *Il Puzzle della Struttura finanziaria*, Milano: Pearson

Wright, M., Gilligan, J., & Amess, K. (2009). The economic impact of private equity: what we know and what we would like to know. *Venture Capital*,11(1), 1-21.

## **ABSTRACT**

This work explores the role played by Venture Capital (VC) funds in supporting innovative firms with a focus on public involvement within VC; the case of Toscana Innovazione Fund is presented. The paper shows the results of an explorative research carried in Italy at a regional level. An overview of the main tools for evaluating and monitoring the performances of funds will be provided; starting from insights emerging from desk and field research an integrated approach will be described in order to combine financial indicators to other variables that should be taken into account when dealing with innovative firms. The last section of the paper includes conclusions and discussions with a special focus on further researches.