

FONDO DI FONDI DI VENTURE CAPITAL

DI GUIDO CORBETTA, UNIVERSITÀ BOCCONI

1. Premessa: il mercato del *venture capital* in Italia

Lo sviluppo del mercato del *venture capital* in Italia è relativamente recente se comparato con mercati maturi come quelli anglosassoni, il *venture capital* italiano ha avuto avvio infatti con la nascita dei primi fondi istituzionali di *venture capital* in Italia alla fine degli anni 90. Nel 2001, a seguito dello scoppio della “bolla internet” a livello globale, il mercato del *venture capital* in Italia ha subito una rilevante contrazione con conseguente scomparsa di gran parte dei principali gestori ed una maggior ritrosia da parte degli investitori nei confronti di tale tipologia di investimento.

Nonostante l’attenzione al mondo delle *start-up* recentemente mostrata dal governo attraverso la definizione dei disegni di legge per accrescere l’innovazione e favorire la nascita di nuove iniziative imprenditoriali, ad oggi il mercato è significativamente in ritardo rispetto agli altri paesi europei ed agli USA sia in termini di attori operanti nel settore che conseguentemente per quanto riguarda i capitali disponibili ed impiegati nello stesso.

Il *fundraising* per i fondi di *venture capital* italiani resta infatti particolarmente complesso a causa del difficile contesto di mercato a cui si aggiungono: (i) le **caratteristiche peculiari** e di elevato rischio degli investimenti in *venture capital*; (ii) la poca dimestichezza degli investitori italiani con tale *asset class* dato lo **scarso numero di investitori** istituzionali che **professionalmente** investono in *venture capital*; (iii) la quasi totale assenza di investitori internazionali sul mercato italiano; (iv) l’assenza di un mercato borsistico specializzato che permetta di intravedere possibilità di *exit* anche nelle fasi di sviluppo delle aziende (come ad esempio il Nasdaq negli USA).

Inoltre, l’attività di *venture capital* rispetto all’attività di *private equity* focalizzata sulle PMI, si contraddistingue in particolare per:

- **Ritorni polarizzati:** gli investimenti in *venture capital* hanno generalmente aspettative di ritorno polarizzate con un numero significativo atteso di *write-off* ed un numero ridotto di investimenti ad alto ritorno che generalmente compensano le perdite sugli altri investimenti;
- **Necessità di molteplici *follow-on* e *round* di investimento:** tipicamente gli investimenti in *venture capital* richiedono la capacità degli investitori di fare fronte a un numero di significativo di *follow-on* con la conseguente gestione della diluizione della propria percentuale azionaria;
- **Necessità di specializzazione settoriale ed esperienza/network internazionale dei team di gestione:** il successo degli investimenti in *venture capital* richiede una chiara conoscenza del settore di investimento (ICT, *biotech*, *medtech*, ecc) soprattutto data la vicinanza ancor più marcata tra investitori ed imprenditori e l’apertura ai / la conoscenza dei mercati di sviluppo e dei capitali internazionali;
- **Dimensione dei fondi più contenuta rispetto ai fondi di PMI:** la mancanza di investitori istituzionali, il mercato relativamente poco maturo e la più ridotta necessità di capitale, hanno come conseguenza che la dimensione dei fondi italiani di *venture capital* sia relativamente contenuta;
- **track record relativamente limitato dei gestori di fondi italiani:** il numero di gestori italiani strutturati con una base di investitori diversificata è limitato e taluni settori non presentano team con esperienza e capacità di raccolta sufficiente per l’implementazione della strategia di investimento (ad esempio: *biotech*).

2. Possibile soluzione per la creazione di un ecosistema italiano

In tale contesto risulterebbe di fondamentale importanza, al fine di sviluppare e consolidare il mercato italiano del *venture capital*, proseguire con l'attività di sviluppo ed investimento intrapresa ad esempio dal Fondo Italiano di Investimento **istituendo un Fondo di Fondi** dedicato a investimenti in fondi di *Venture Capital*.

- Il Fondo di Fondi dovrebbe avere un approccio proattivo al mercato e, di conseguenza, avere anche la possibilità di essere un **anchor investor** a supporto della raccolta di capitali da parte di team di gestione specializzati e con un **track record** di investimento solido e coerente. Il supporto proattivo da parte del team di gestione del Fondo di Fondi alla strutturazione di opportunità di investimento sarebbe anche propedeutico all'ingresso nel mercato italiano di team di investimento non italiani, figure necessarie per facilitare la crescita del mercato stesso.
- Il Fondo di Fondi ricoprirebbe il ruolo di **primo interlocutore** nei confronti di investitori istituzionali (pubblici e privati) che potrebbero così investire in fondi selezionati e strutturati secondo le migliori pratiche di mercato. Il Fondo di Fondi infatti potrebbe gestire risorse non solo provenienti da investitori pubblici (MISE ed altri), ma risulterebbe essere una struttura di investimento che permetterebbe un'allocazione **professionale** ed ottimale di capitali che altrimenti risulterebbero dispersi o allocati in maniera poco efficiente o non utilizzati del tutto (ad esempio Fondi Pensione) nel sistema produttivo ed economico italiano.
- Il Fondo di Fondi dovrebbe investire a termini e condizioni di mercato.

3. Caratteristiche del Fondo di Fondi di venture capital

Il Fondo di Fondi dovrebbe assumere un approccio particolarmente **proattivo** e **pragmatico** al fine di svolgere un ruolo di **catalizzatore** della raccolta per i fondi di *venture capital* meritevoli. Il Fondo di Fondi potrebbe essere strutturato secondo i seguenti punti guida: (1) investitori e dimensione del Fondo di Fondi; (2) strategia di investimento; (3) gestore del Fondo di Fondi.

- 1- **Investitori e dimensione del Fondo di Fondi:** Le risorse del Fondo di Fondi potrebbero derivare in maniera incrementale dai seguenti attori:
 - **Risorse pubbliche (tra cui Ministero dello Sviluppo Economico ed altri):** in tale contesto il *commitment* del Fondo di Fondi sarebbe sottoscritto esclusivamente da soggetti pubblici. E' utile osservare che, malgrado in tale caso si potrebbe anche ipotizzare un **rendimento disallineato** dell'investimento nel **medesimo fondo target** tra quello per il Fondo di Fondi e quello per gli altri investitori (ad esempio in caso di ritorno positivo del fondo target la distribuzione dei profitti tra *commitment* pubblico e privato potrebbe essere asimmetrica mentre le perdite essere condivise in modo paritetico tra il Fondo di Fondi e gli altri investitori del fondo target), tale struttura di incentivo appare essere **poco sostenibile** nel lungo periodo e non efficiente in quanto creerebbe un **mercato "falsato"**: infatti, i fondi target che hanno ricevuto un investimento dal Fondo di Fondi avrebbero un rischio/rendimento atteso differente rispetto ad altri;
 - **Risorse pubbliche a fianco di risorse istituzionali (casce previdenziali, fondi pensione) e private (soggetti industriali):** tale raggruppamento di investimtori nel Fondo di Fondi sarebbe propedeutico alla creazione e strutturazione di un vero "**ecosistema sostenibile**" del *venture capital* in Italia. La concentrazione in un Fondo di Fondi gestito in maniera professionale e dunque l'utilizzo efficiente di tali risorse potrebbe risultare attraente anche per gestori di fondi pensione o soggetti privati alla ricerca di una gestione professionale delle proprie risorse. Si potrebbe ipotizzare un rendimento disallineato dell'investimento nel Fondo di Fondi **per le risorse di origine pubblica** rispetto a quello per gli altri investitori (ad esempio in caso di ritorno positivo del Fondo di Fondi la distribuzione dei profitti tra *commitment* pubblico e privato potrebbe essere asimmetrica mentre le perdite essere condivise in modo paritetico tra gli investitori pubblici del Fondo di Fondi e gli altri investitori dello stesso). Tale struttura, diversamente dagli incentivi sui singoli fondi target, potrebbe **attirare risorse da investitori non pubblici e non falserebbe il mercato degli investimenti diretti finalizzati nei fondi target**.

La dimensione del Fondo di Fondi dovrebbe essere adeguata al fine di effettuare un minimo di 10 / 15 investimenti: considerando l'attuale panorama italiano del *venture capital* appare opportuno che il Fondo di Fondi abbia in dotazione un *commitment* adeguato (€120-€150 milioni) per effettuare un minimo di 10 / 15 investimenti. Come riferimento, nel 2010 con il supporto del governo britannico e dell'European Investment Fund, è stato creato un Fondo di Fondi in nel Regno Unito dedicato al *venture capital* (UK Future Technologies Fund) con un *commitment* complessivo pari ad GBP 200 milioni più addizionali GBP 135 milioni dedicati al *clean tech*;

2- **Strategia di investimento:** La strategia di investimento potrebbe seguire le seguenti linee:

- **Attività di investimento esclusivamente indiretta:** il Fondo di Fondi così definito dovrebbe perseguire esclusivamente investimenti indiretti in fondi di *venture capital*. Sarebbe da **escludere** la possibilità da parte di tale fondo di effettuare investimenti **diretti** o implementare accordi di **coinvestimento** con i fondi in portafoglio in quanto tale attività necessita di *skills* di investimento specifiche e potrebbe generare potenziali conflitti di interesse difficilmente gestibili;
- **Possibilità di investire sia in fondi italiani che non italiani:** dovrebbe essere considerata anche l'opportunità di investire una parte dei capitali del Fondo di Fondi in fondi esteri allo scopo di dare in gestione tali risorse ad operatori di comprovata esperienza internazionale con un *best effort* a **dedicare** parte di tali capitali al mercato italiano. Questi team di gestione devono avere dimostrato un comprovato *track record* di investimento in Italia. A titolo esemplificativo, da sottolineare come nel corso del 2012, Fondo Italiano di Investimento, ha negoziato ed attratto selettivamente team di investimento esteri i quali hanno assunto un impegno ad investire in società italiane. Il mercato italiano potrà quindi beneficiare del *network* internazionale di team di gestione esteri e del loro comprovato *track record*;
- **Portafoglio bilanciato tra operatori di *seed capital* e fondi di *venture capital early/late stage/growth capital*:** il focus di investimento potrebbe essere rivolto sia a fondi operanti nei primi stadi di nascita e sviluppo dell'idea imprenditoriale (investimenti *seed*) sia in fondi *venture capital* che investano ad uno stadio di maturità più avanzato *late stage* o *growth* (piccole imprese);
- **Possibilità di ricoprire il ruolo di *anchor investor*:** con l'obiettivo di supportare l'attività di *fundraising* o dare vita a nuove realtà operanti principalmente a livello settoriale (*biotech*, IT / digitale/ *new media*, mecatronica e nuovi materiali), il Fondo di Fondi dovrebbe avere la possibilità di operare in **taluni casi** sia come *anchor investor* sia come investitore in fondi raccolti da team che si approciano al mercato per la **prima volta** (*first time team / first time fund*) effettuando un *commitment* (al massimo pari al 50%-70% del totale raccolto dai fondi stessi) anche come primo investitore e quindi a supporto dell'attività di *fund raising*. Così facendo, il Fondo di Fondi potrà, in modo ancor più efficace, implementare le migliori pratiche di mercato e strutturare al meglio le opportunità di investimento. Nel caso di *first time team / first time fund* i team di gestione dovranno comunque dimostrare **dedizione, capacità di raccolta** di ulteriori risorse ed **allineamento di interessi con gli investitori**;
- **Predilezione di fondi con specializzazione settoriale (salvo in specifici casi in cui il team di gestione abbia comprovata esperienza di investimento):** il Fondo di Fondi dovrebbe privilegiare team con specializzazione settoriale (*biotech*, IT / digitale/ *new media*) ritenuta importante per il successo degli stessi e per il valore che i team di gestione devono portare agli imprenditori;
- **Periodo di investimento del Fondo di Fondi che possa coprire più cicli di *fund raising* dei fondi target:** appare opportuno ipotizzare un periodo di investimento del Fondo di Fondi ad esempio di 7 anni (tenuto conto che i team di investimento torneranno in raccolta ogni 3/5 anni). Tale arco temporale infatti appare adeguato per poter dare la possibilità ai fondi di *venture capital*, che hanno ottenuto un primo investimento da parte del Fondo di Fondi, di poter **essere rifinanziati** per un secondo fondo al termine del periodo di investimento anche sulla base dei risultati ottenuti. Tale caratteristica risolverebbe le problematiche di successivo *fund raising* a supporto di un ecosistema solido e duraturo nel tempo;

- **Governance dei fondi target e condizioni economiche ed incentivi basate sulle migliori pratiche di mercato internazionali:** data la natura particolarmente rischiosa degli investimenti di *venture capital*, risulta ancor più opportuno che il Fondo di Fondi faccia adottare ai fondi in cui investe strutture di *governance* bilanciate nei confronti degli investitori ed ispirate alle **best practice internazionali**. Le condizioni di investimento, incluse le condizioni economiche e di incentivo dei team di gestione, dovrebbero essere anch'esse allineate alle condizioni di mercato, *condicio sine qua non* per permettere di attrarre **investitori esteri nei fondi target**. Inoltre, tali condizioni economiche dovranno garantire la **sostenibilità economica della società di gestione**.

3- Gestore del Fondo di Fondi

- **Gestione professionale del Fondo di Fondi:** sarebbe opportuno individuare come gestore del Fondo di Fondo un operatore di comprovate capacità ed esperienza nella creazione e gestione di Fondi di Fondi. Considerando inoltre la possibilità di investimento in fondi esteri, si potrebbe ipotizzare **la collaborazione** con altri gestori di Fondi di Fondi attivi in campo internazionale (come ad esempio l'European Investment Fund ("EIF")) e che condividano la filosofia di investimento. Ad esempio, il Fondo Italiano di Investimento, nel corso del secondo semestre 2012, ha implementato e sviluppato tale modalità di approccio proattivo ed ha approvato, anche come *anchor investor* supportandone sin dall'inizio la strutturazione, investimenti in 4 fondi di *venture capital* per un *commitment* complessivo pari a circa €50 milioni ed ha strutturato un accordo formale con l'EIF;
- **Governance del Fondo di Fondi basata sulle migliori pratiche di mercato internazionali:** in particolar modo nel caso in cui fossero presenti investitori privati oltre alle risorse pubbliche, il Fondo di Fondi dovrà adottare una struttura di *governance* bilanciata nei confronti degli investitori ed ispirata alle *best practice* internazionali.