

UN PERCORSO OBBLIGATO

SERVONO
STRUMENTI SERI
E STRUTTURATI
PER SOSTENERE
LA NASCITA
E LO SVILUPPO
DI NUOVE IMPRESE
INNOVATIVE

di AMEDEO LEVORATO

Il tema dell'investimento in imprese innovative va assumendo oggi grande attenzione tra gli imprenditori, gli enti di ricerca e anche nell'opinione pubblica e nel Governo, di fronte alla presa di coscienza della "vecchia" Europa sui rischi della competitività emulativa e dell'aggressività commerciale e imprenditoriale asiatica in generale e cinese in particolare.

Improvvisamente ci si rende conto – ma molti lo stavano dicendo da anni, ricordiamo solo il ministro Ruberti e il Rapporto Ocse sulla competitività della ricerca italiana negli anni Novanta – che la competizione con l'Asia non avviene solo su prodotti di basso contenuto tecnologico, ma più verosimilmente l'Italia e la stessa Europa (Francia e

Germania incluse) si troveranno presto a fronteggiare competitori che hanno percorso in modo più attento, veloce e strategico le vie dell'innovazione, dando concretezza a una realtà manifattu-

riera e industriale senza precedenti nella storia, investendo in educazione e in ricerca scientifica quote vicine al 3% del Pil (rispetto all'1% italiano), nonostante la povertà, e insidiano ora il ruolo delle economie europee il cui settore industriale, viceversa, sostiene fiscalmente il peso competitivo di un'unione politica e amministrativa difficile e di un terziario quantomeno inefficiente, provinciale e frammentato dai campanili degli stati-nazione europei. La risposta intuitiva che l'Europa oppone alla competizione internazionale è l'innovazione. Non è detto che sia l'unica, ma è sicuramente una scelta positiva, rispetto a forme di guerra commerciale o protezionismo impraticabili e anacronistiche. Innovazione di prodotto e di processo, quella europea, comunque derivante da un sistema manifatturiero e industriale che ha 250 anni di storia e da un sistema educativo, universitario e della ricerca che si è forgiato attraverso le specificità della cultura

europea, due guerre mondiali e una lunga contrapposizione ai Paesi dell'Est, oggi alleati.

Si ritiene giustamente di poter affermare che l'Europa ha una tradizione nella ricerca scientifica e che, pertanto, le opportunità di dare vita a interi nuovi settori industriali a partire da scoperte e innovazioni brevettate, che possano venire economicamente industrializzate, risultano sicuramente maggiori di quelle vigenti in molti Paesi asiatici, incluse India e Cina.

Anche il sistema finanziario, soprattutto quello dei fondi previdenziali che ragiona in ottiche di investimento di lungo periodo, è chiamato a sostenere la fase di nascita e sviluppo di nuove imprese innovative, attraverso fondi speciali di investimento in nuove imprese innovative, dando vita ad un processo, certamente controverso alla luce dei risultati borsistici della New Economy, che ha tuttavia dimostrato grande validità negli Stati Uniti, Israele, Irlanda, dove la presenza di un forte *venture capital*, un investimento accompagnato da ingenti risorse finanziarie in imprese innovative ha portato a importanti risultati, sia per le imprese, che per la Borsa e gli investitori. L'esempio più rilevante di successo dall'innovazione è Nokia, il gigante dei telefoni e delle reti cellulari, che negli anni Ottanta era l'"Olivetti" finlandese (proporzionalmente) e pro-



duceva macchine per scrivere. Ma molti attuali giganti americani delle tecnologie quotati al Nasdaq erano aziende supportate dal *venture capital* quando sono entrate in Borsa, e ancora più tra le biotecnologiche, rispetto a quelle del settore IT e telecomunicazioni.

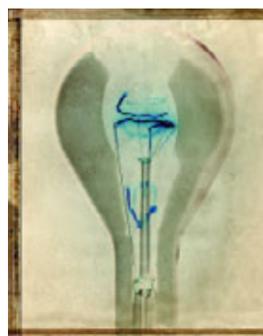
In Italia il settore della finanza straordinaria d'impresa ha una propria storia, ma un numero straordinariamente ridotto di operatori. La finanza straordinaria d'impresa, al di fuori delle grandi banche e degli operatori ad esse collegati, è sempre stata area difficile per un sistema imprenditoriale strettamente legato alla realtà politica italiana, e quindi alternativamente protetto e incentivato oppure condannato.

Negli anni Ottanta e Novanta, alcuni operatori, in assenza di una chiara e fiscalmente favorevole legi-

slazione sui fondi chiusi d'investimento, cominciarono ad operare in Italia attraverso strutture giudiziarie e finanziarie paneuropee, con fondi residenti in Paesi europei come Lussemburgo o Madeira, a partire dai quali risultava possibile assicurare agli investitori italiani ed esteri un rendimento godendo di alcune agevolazioni fiscali principalmente consistenti nella possibilità di dedurre le perdite sugli investimenti effettuati oltre che pagare le imposte sulle plusvalenze. Questo quadro normativo, oggi in vigore anche in Italia sia per i fondi di investimento che per le imprese ordinarie, ha permesso di far nascere numerose iniziative imprenditoriali che altrimenti si sarebbero spostate in altri Paesi europei o anche negli Usa, esportando ulteriore intelligenza e competitività dall'Italia.

Bisogna avere assoluta consapevolezza di questo fenomeno, quando si parla di investimenti finanziari in imprese innovative: che, cioè, un contesto normativo e fiscale non favorevole limita le opportunità di sviluppo delle imprese innovative. Tale è ancora in Italia, ad esempio, per la normativa sui fallimenti.

Se già le operazioni di finanza straordinaria costituiscono un'attività difficile e pericolosa nelle aziende industriali tradizionali (si pensi ad esempio a operazioni come Piaggio, in Italia, che per alcuni anni è stata gestita da Deutsche Morgan Grenfell prima di passare alla IMMSI di Roberto Colaninno), si pensi quali difficoltà comporta investire poche risorse in aziende costruite sulla fiducia nei piani di ricerca di gruppi di giovani ricercatori oppure su prospettive di mercato interessanti per una diversificazione o uno spin-off da imprese esistenti. In un Paese, tra l'altro, dove la ricerca è da sempre una *turris eburnea* rispetto al sistema economico.



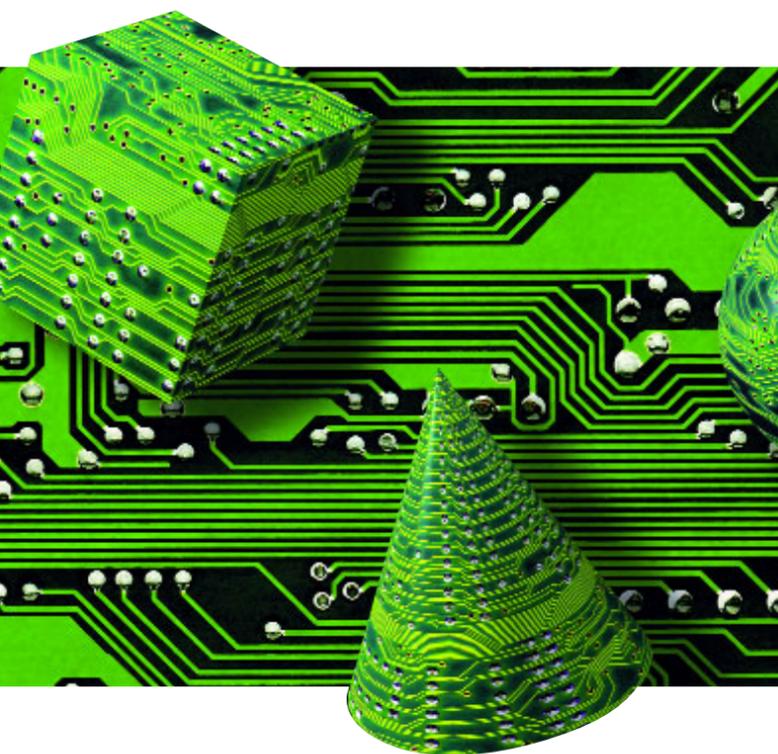
IL FINANZIAMENTO DELL'INNOVAZIONE È CONSIDERATO UN PERCORSO OBBLIGATO

In Italia il finanziamento dell'innovazione è ormai considerato un percorso obbligato per due principali motivi: a) fare nascere nuove imprese in grado di offrire nuove prospettive di crescita e occupazione in settori nuovi per i mercati internazionali; b) assistere – come un vero e proprio servizio – un processo di spin-off e di valorizzazione delle attività di ricerca svolte sia nelle imprese che nelle università e negli enti di ricerca. Per quanto riguarda le imprese esistenti, con la Finanziaria 2004 è stata introdotta la Tecno-Tremonti con l'art.1 del D.L. 269/2003, convertito in legge 326/03, che prevede la detassazione delle spese sostenute per investimenti in ricerca e sviluppo nel periodo d'imposta 2004: si tratta di costi attinenti progetti realizzabili e in grado di generare utilità futura in termini di ricavi, incluse quelle spese sostenute da Pmi che, in forma associata di non meno di 10 imprese, creino sinergie in innovazioni informatiche. In Germania, nel 2003, era stata varata una legge di agevolazione diretta a giovani ricercatori e inventori che commercializzano i propri prodotti. In Francia, ancora con la legge finanziaria 2004, sono state introdotte misure di incentivazione fiscale per le imprese innovative con meno di otto anni di vita che siano riuscite a collocare almeno il 50% del capitale sociale tra società di *venture capital* e *private equity*, fondi chiusi, società finanziarie per l'innovazione e *business angels*.

L'investimento in nuove imprese innovative costituisce, quindi, il precuo settore di intervento del *venture capital*. L'investitore in generale non finanzia la ricerca di base (*Big Science*, come fisica, nanotecnologie, biotecnologie, materiali innovativi) e neppure la ricerca applicata, cioè l'attività di lungo periodo di gruppi di ricercatori intesa ad effettuare analisi e scoperte di natura scientifica o tecnologica. L'investitore interviene, a seconda della propria vocazione, in una fase successiva e cioè: a) nella fase di vera e propria industrializzazione di un'innovazione (brevettata o meno) o di un sistema di innovazioni che abbiano dimostrato la propria riproducibilità economica e fisica; b) nella fase di lancio del nuovo prodotto o sistema di prodotti sul mercato.

Vi è sicuramente un'area grigia tra il finanziamento





della ricerca e il finanziamento dello sviluppo, tanto che gli stessi strumenti di incentivazione statale (di cui l'Italia è abbondantemente dotata, ma a cui le piccole e medie imprese non sempre ricorrono) distinguono tra ricerca di base, ricerca applicata, ricerca industriale e sviluppo competitivo. Ma essenzialmente l'area degli investitori di *venture capital* in imprese innovative si colloca nella fase di maggiore rischio, cioè l'industrializzazione e il lancio del nuovo prodotto, contribuendo forse ad alcune parti finali della ricerca applicata.

Questa distinzione può cambiare in relazione al settore produttivo, in quanto nei settori concentrati come il farmaceutico e l'automobilistico, l'elettronica di consumo e l'energia, sono le stesse maggiori imprese a svolgere attività di ricerca, ma risulta abbastanza calzante nel caso delle piccole e medie imprese.

Il *venture capital* (proveniente sia da investitori professionali che da fondi di investimento chiusi) si ferma al cosiddetto *early stage* dell'impresa: esso include il finanziamento iniziale (*seed*) e l'avvio dell'azienda (*start up*), ma può includere o meno la fase di lancio e consolidamento sul mercato del prodotto e dell'impresa. In questa fase di sviluppo, l'impresa non riesce a servirsi degli strumenti di incentivazione pubblica dell'innovazione perché spesso non ha le strutture, le risorse finanziarie, le competenze e l'organizzazione. Spesso, progetti pluriennali di ricerca finanziata, divengono anche un vincolo capace di condannare a morte o ad assorbimento l'impresa, limitandone la libertà di sviluppo e crescita.

Nella fase successiva di crescita, l'impresa deve consolidarsi nel mercato e la problematica finanziaria viene limitata all'autofinanziamento e al credito tradizionale, oppure viene spostata sui fondi di *private equity*, che scelgono di investire in aziende sulla base di parametri convenzionali, quali il rendimento prospettico assicurato, la possibilità di uscire dall'investimento, le garanzie societarie e giuridiche concedibili dai manager e proprietari.

Numerosi fondi di investimento di *private equity*, tra l'altro, si affacciano oggi nel mercato europeo e in Italia in quanto si registrano due aspettative significative:

- aiutare processi verticali di integrazione e fusione di imprese di un medesimo settore per il conseguimento di quote significative del mercato europeo e mondiale, creando imprese di successo di dimensione continentale;
- preparare queste imprese, anche attraverso una

iniezione di management e trasparenza gestionale, alla quotazione sui mercati regolamentati.

L'AIFI, Associazione Italiana Finanziatori in capitale d'Impresa segnala che nel primo semestre del 2003 le operazioni di *expansion* in capitale d'impresa sono aumentate rispetto al 2002 del 17% e riguardano oltre la metà dei capitali investiti pari a 591 milioni di euro in Italia.

Spesso, inoltre, queste operazioni di finanziamento di imprese sono accompagnate da una leva finanziaria bancaria che porta al raddoppio dei capitali disponibili.

La combinazione di tali operazioni non risulta difficile in quanto la banca si sente abbastanza garantita dall'entrata del Fondo nell'impresa, sia italiano che estero, e tende ad accompagnare la sua crescita. L'attenzione degli investitori istituzionali esteri sulle piccole e medie imprese italiane risulta comunque in forte crescita: l'afflusso di capitali ai fondi dedicati all'Italia è stato pari a 1,1 miliardi di euro nel primo semestre 2003, una cifra superiore a quanto raccolto in tutto il 2002. Per il 70% questi fondi provengono dall'estero.

Anche il finanziamento delle *start up* innovative rientra nella più ampia categoria del *private equity*. Tuttavia il finanziamento di *start up* è considerato molto più rischioso: molto difficile, se non spesso impossibile, è prevedere l'IRR di medio periodo di una nuova impresa innovativa, e anche il *management team* risulta all'inizio spesso incompleto e inadeguato a condurre l'impresa dall'idea innovativa alla prova materiale della sua applicabilità al mercato e infine al successo di mercato. In questo settore operano ormai consolidate figure di soggetti quali incubatori, *venture capitalist* e fondi chiusi con carattere di *venture capital*.

Vi è una crescente consapevolezza dell'esigenza di strumenti seri e strutturati per assistere la nascita e lo sviluppo di nuove imprese innovative. Tale consapevolezza si è consolidata, in Italia, soprattutto negli ultimi cinque-dieci anni, dopo l'approvazione del Testo Unico sulla Finanza (1998) e l'introduzione della normativa sulle Società di Gestione del Risparmio (SGR) specializzate nella gestione di fondi chiusi di diritto italiano. Numerosi operatori che effettuavano investimenti in imprese innovative si sono recentemente dotati di questi strumenti, che oggi stanno iniziando a operare sul mercato selezionando investimenti in imprese innovative e tradizionali, di piccole o medie dimensioni, caratterizzate da fenomeni di crescita e internazionalizzazione spinta, con forti prospettive di sviluppo e rendimento, sia in termini di dividendi che di valore patrimoniale, assicurando agli investitori una tutela di trasparenza dell'investimento che altrimenti l'impresa non sarebbe in alcun caso capace di garantire.



L'AIFI segnala nella sua ultima newsletter di dicembre 2003 che – sulla base di analisi effettuate da Ernst & Young e dalla società di ricerca Venture One, più della metà degli operatori mondiali di *venture capital* ha in programma di lanciare un nuovo fondo entro la fine del 2004, anche se la maggior parte dei fondi chiusi raccolti nel periodo della New Economy (1998-2000) non è ancora arrivato al disinvestimento, oppure ha perduto strada facendo molti degli investimenti effettuati.

Per quanto riguarda in particolare il finanziamento dell'innovazione in Italia, la Banca d'Italia ha adottato nel 2001 un provvedimento (18.07.2001), su proposta dell'AIFI e di altri soggetti operanti nel campo del finanziamento dell'innovazione, con cui veniva promossa la costituzione di Fondi di Investimento Chiusi gestiti da società di gestione di natura essenzialmente territoriale o settoriale, promosse da soggetti privati (banche, istituzioni finanziarie, investitori professionali) con la maggioranza riservata a Università, Parchi scientifici, Enti pubblici, Fondazioni bancarie e Camere di commercio. I Fondi per l'innovazione hanno normativamente dimensioni ridotte (25 milioni di euro) e vengono destinati all'acquisizione di quote o azioni in nuove imprese innovative nate da spin-off imprenditoriali o universitari o degli enti di ricerca (Cr, Infn, Enea, Asi, ecc.) basati principalmente sull'impiego di IP (Intellectual Property) sotto forma di brevetti o know how.

Da questa norma del 2001 sono nate sinora tre Società di Gestione del Risparmio per l'innovazione, tra cui Quantica SGR, Galileo SGR e Med Venture SGR. In particolare, Galileo SGR, società promossa da E-Venture, Confindustria del Veneto, Parco scientifico Galileo e Università di Padova, ha visto l'adesione di 22 soci tra cui tutte le Università del Nord-Est (Venezia, Verona, Padova, Trento, Udine e Trieste), molte delle associazioni industriali del triveneto, le tre principali banche (Popolare Verona e Novara, Antonveneta e IMI S.Paolo Cardine), i Parchi Scientifici di Padova, Verona e Venezia. Attualmente, ottenuta l'autorizzazione, Galileo sta completando il *Fund Raising* del fondo e diventerà completamente operativa entro la metà del 2004.

Altre iniziative sono in fase di avvio presso Università e Regioni del Sud, come la Sicilia e la Campania. È importante evidenziare come la strutturazione di investitori di natura territoriale, vigilati dalla Banca d'Italia, introduce significative novità nel panorama dell'investimento per l'innovazione: innanzitutto fa assumere alle Università e agli enti territoriali delegati allo sviluppo economico una partecipazione diretta in uno strumento finalizzato all'in-

vestimento in imprese innovative. Secondariamente, permette di valorizzare gli ordini di priorità e i centri di eccellenza che pure si sono distinti negli ultimi anni a livello italiano e internazionale come punti di riferimento dello sviluppo di alcune tecnologie, competenze e professionalità nel mondo.

Il Governo ha già fatto molto per andare incontro a queste iniziative: la legge 388/2000 che assegna 210 milioni di euro dei Fondi UMTS al Mediocredito per l'accompagnamento nell'investimento in imprese innovative, vede in investitori professionali

ORGANIZZARE INDUSTRIALMENTE

e SGR per l'innovazione il veicolo ideale per l'attuazione di programmi di investimento articolati in specifici settori o distretti produttivi con prospettive di innovazione (digitale, energia, materiali).

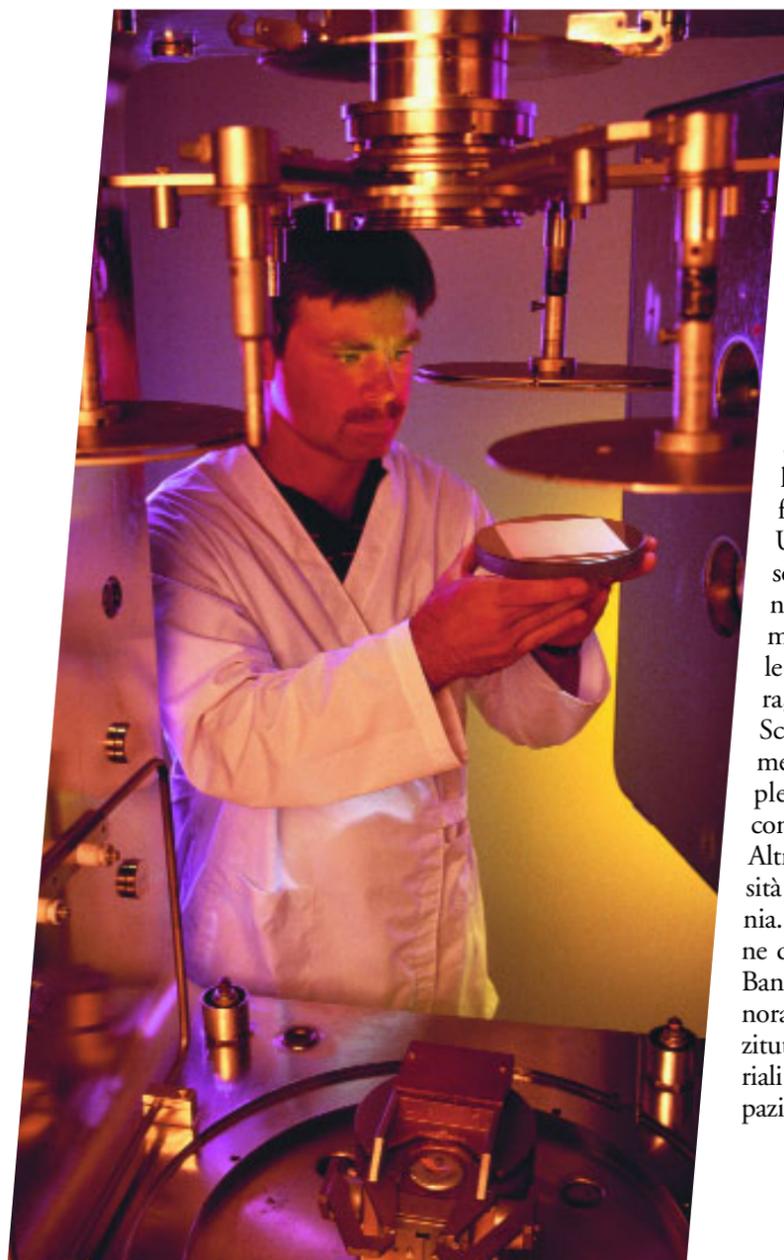
Il Mediocredito Centrale accompagna gli investimenti effettuati dal fondo con una compartecipazione al 50% con il criterio del *pari passu* su ogni operazione fino a 2 milioni di euro. La misura è stata regolamentata con Decreto ministeriale il 19.01.2004 e ha ammesso, tra i destinatari delle risorse gestite da MCC, le SGR per l'innovazione. Anche il Fondo europeo per gli investimenti dichiara esplicitamente il proprio interesse alla sottoscrizione di certificati di fondi orientati all'innovazione, solo se tali fondi sono costituiti e gestiti da organismi collettivi di gestione del risparmio autorizzati e vigilati dall'autorità di vigilanza del Paese di riferimento, nel nostro caso la Banca d'Italia.

Infine tutte le Regioni italiane, quando già non abbiano affidato i propri fondi POR provenienti dal QCS (Quadro Comunitario di Sostegno) alla capitalizzazione di imprese innovative alle finanziarie regionali con metodi *intra muros*, stanno scegliendo di bandire gare per l'assegnazione dei fondi stessi a piccole e medie imprese innovative in aree caratterizzate da ritardo o in distretti industriali specializzati, riservando la gestione di tali fondi solo a organismi specificamente autorizzati e vigilati dall'autorità pubblica, sulla base di un recentissimo regolamento comunitario emanato nel giugno del 2003.

Grazie a queste misure si può auspicabilmente sperare in una attenuazione del rischio legato ai tempi e alle modalità del delicato sviluppo delle imprese innovative (attualmente non più di 300 l'anno, in Italia, sempre secondo AIFI), incoraggiando gli investitori di *venture capital* nei fondi come Galileo e altri costituiti a questo scopo in Italia e all'estero, a sostenere questo tipo di investimenti che altrimenti sarebbero caratterizzati da un rischio insostenibile. Vi è un ultimo ma non meno importante punto da sottolineare. L'effettuazione di investimenti in im-



LA RICERCA E LO SVILUPPO



prese innovative deve convivere con la piena consapevolezza dei rischi di fallimento ma anche della ineluttabilità della presenza nel lungo periodo di queste forme organizzate di investitori "specializzati" sia territorialmente che settorialmente. Questa presenza deve essere perseguita con ostinazione e pervicacia, anche grazie all'appoggio unanime del sistema Confindustria e delle università più avanzate.

Ciò non toglie che quella finanziaria sia la parte forse meno difficile per quanto rischiosa, comportando responsabilità reali nei confronti degli investitori che affidano le loro risorse e che si attendono di vederle restituite con forti incrementi.

Per credere veramente alle potenzialità dell'innovazione e della ricerca, quello che investitori e risparmiatori si attendono è uno sforzo parallelo e corresponsabile degli Enti di ricerca, dei Parchi scientifici, delle Università e delle Camere di commercio, diretto a sfornare opportunità di investimento che presentino tutti i più corretti requisiti per poter essere finanziate.

Tra questi requisiti è bene ricordare i seguenti:

1. Team di ricerca e sviluppo omogenei e ben motivati.

È omogeneo quel gruppo di ricercatori che abbia risolto preventivamente ogni motivazione di scontro con i colleghi legato al passaggio da uno status universitario di ricercatore a quello, meno accademico ma più operativo, di ricercatore industriale. Devono essere risolti i problemi e le barriere legate a pregiudizi e difficoltà nei regolamenti accademici per lo svolgimento di questa attività più ravvicinata al mondo dell'impresa. Devono essere mantenuti collaborativi e chiari canali di comunicazione. Ugualmente, è motivato uno staff a cui siano ben chiari i vantaggi economici e professionali del dedicare tempo, risorse e competenze a un'avventura imprenditoriale che può andare bene o anche male. Il rischio, anche del ricercatore-imprenditore, deve essere riconosciuto e, dopo una attenta valutazione, la persona o il gruppo vanno abilitati opportunamente a svolgere il proprio ruolo: questo è un essenziale compito dell'Università e/o del Parco scientifico. Per questo sono nati diversi incubatori universitari, finanziati anche dalle Fondazioni bancarie, cui oggi occorre guardare con attenzione per le potenzialità di generazione di nuove iniziative.

2. Modelli organizzativi e industriali oggettivi.

Una volta risolti i problemi legati alla costituzione dei team imprenditoriali, rimane la questione se questi modelli siano industrialmente e finanziariamente viabili. Occorre organizzare industrialmente la ricerca e lo sviluppo, con vocazione alla segretezza

za e al risultato, oltre che al rispetto dei tempi. C'è bisogno di una forte attenzione su questi temi in quanto non tutte le buone idee si trasformano in imprese e non tutte le buone imprese ottengono successo sul mercato.

3. Capacità finanziaria di accompagnare il processo di *early stage* e sostenere il finanziamento ulteriore dell'iniziativa nel secondo round.

Gli investitori devono essere dotati o costruire un network capace di poter supportare lo *start up* dell'impresa innovativa anche nella fase di decollo, co-investendo con partner finanziari e industriali al fine di garantirne il successo dopo il decollo, in quadri competitivi non sempre neutri o semplici, in quanto spesso l'innovazione incide su un monopolio e la forza del monopolista travalica la competizione sul prezzo e sulla qualità.

Anche se il modello operativo di una *venture capital* tiene conto dell'inevitabile prezzo da pagare di qualche o numerosi fallimenti, l'investitore o la SGR devono fare quanto possibile per impedire che la fase iniziale di avvio dell'impresa sia turbata da fattori non economici tali da favorire il fallimento dell'iniziativa.

Queste realtà, inoltre, richiedono un apporto sostanziale di management da parte del sistema di consulenti, advisors specializzati e imprenditori della rete Confindustria.

Qui ritorna il tema dello sviluppo e della competitività globale dell'economia italiana.

Lo sviluppo di imprese innovative di successo in Italia potrà avvenire solo ed esclusivamente attraverso la "coltivazione" dei settori e dei distretti che già ne fanno la forza.

Informatica, telecomunicazioni, biotecnologie e anche nanotecnologie rappresentano tecnologie trasversali che devono investire e permeare tutti i modi di distribuire, comunicare, produrre e migliorare (anche stravolgere) i prodotti che già fanno dell'economia italiana un modello da copiare nel mondo, rafforzandone il ruolo e la capacità competitiva.

È indispensabile, anche attraverso lo sforzo congiunto a creare un ambiente normativo e finanziario favorevole, individuare e collegare quelle realtà imprenditoriali in Italia che intravedono già la tecnologia come una soluzione chiave per la riconquista e il consolidamento verso l'alto di mercati internazionali interessanti per l'esportazione che sarebbero altrimenti chiusi dalla concorrenza da costi, e quindi da prezzi, verso il basso e verso un irreversibile declino.

Amedeo LEVORATO, amministratore delegato di E-Venture.

FONDI SPECIALI DI INVESTIMENTO IN NUOVE IMPRESE INNOVATIVE

