

La crisi ha spazzato via tutti i luoghi comuni sul venture capital

DI FAUSTO BONI*

Fino a solo pochi mesi fa, una gran parte degli investitori associavano il venture capital a investimenti altamente rischiosi e in generale alla cosiddetta new economy degli anni 1999-2000. Oggi, alla luce di quanto emerso di recente con la crisi del sistema bancario anglosassone, si può al contrario affermare che il venture capital potrebbe essere preso come modello a cui ispirarsi per rifondare la finanza mondiale su un modello meritocratico, utile e responsabile. Le ragioni possono riassumersi in almeno sei punti che caratterizzano l'agire del venture capital.

1) Virtuoso. Per definizione, il capitale messo a disposizione dal venture capital è impiegato in giovani imprese innovative, che, dati alla mano, sono inequivocabilmente il principale motore di crescita e di creazione di posti di lavoro. Insieme all'iniezione di capitale, i gestori dei fondi di venture capital partecipano attivamente alla governance delle società finanziate e accompagnano gli imprenditori durante la crescita supportandoli nelle decisioni strategiche.

2) A lungo termine. L'orizzonte temporale di investimento è di lungo periodo (quattro-cinque, a volte anche dieci anni). Le plusvalenze eventualmente realizzate dai fondi di venture capital sono sempre strettamente ed esclusivamente legate allo sviluppo economico delle società finanziate e per nulla al meccanismo della leva finanziaria (inesistente). La scarsa liquidità che deriva dal lungo orizzonte temporale non è sempre apprezzata da alcuni investitori, più interessati alla rotazione dell'attivo, ma induce una vera stabilità e bassa volatilità a beneficio dello sviluppo economico dell'azienda.

3) Equo. In tempi di dibattiti accesi riguardanti la distribuzione del valore tra azionisti e dipendenti, il venture capital promuove una distribuzione equa dei profitti nel quadro di una struttura finanziaria semplice, mediante l'impiego sistematico di un piano di stock-option a favore dei dipendenti maggiormente coinvolti nella società. I diritti e i doveri degli azionisti, così come il loro peso rispettivo nella condivisione del valore futuro, sono disciplinati da uno statuto e un patto parasociale che garantiscono l'allineamento di tutti gli azionisti sui medesimi obiettivi. Tale tipo di struttura assicura un'interdipendenza tra i fondamentali economici della società, la performance finanziaria dei fondi e la remunerazione degli imprenditori e dei loro principali collaboratori che è assolutamente sana.

4) Meritocratico. I fondi di venture capital percepiscono una commissione, calcolata in percentuale ai fondi gestiti, per coprire le spese di gestione del fondo. Generalmente i fondi hanno dimensioni limitate a qualche decina e in alcuni pochi casi poche centinaia di milioni di euro, in ragione della relativa esiguità delle somme ragionevolmente investibili nelle singole iniziative. Tali dimensioni (totalmente insignificanti rispetto alla

maggior parte dei fondi di buyout) fanno sì che le commissioni di gestione, pur se percentualmente non trascurabili (2% annue), siano realmente destinate a coprire i costi vivi di struttura e non mascherino extra-profitti a vantaggio dei gestori. I gestori hanno anche diritto a una parte delle plusvalenze conseguite (il cosiddetto carried interest), ma a condizione di investire risorse proprie nei loro fondi (e quindi di condividere gli stessi rischi dei loro investitori) e di superare una determinata soglia di rendimento minimo sugli investimenti. Questo incentivo è però calcolato esclusivamente sulla base del flusso di cassa reso agli investitori e non su valutazioni intermedie, e dunque viene conferito solo una volta che gli investitori realizzino la plusvalenza. Siamo quindi ben lontani dalle pratiche standard seguite in altre asset class, dove i bonus annuali sono distribuiti sulla base del valore attuale netto, che non rispecchia necessariamente la performance finale dell'investimento. Pertanto vale il principio che sino a quando non si è venduto, non si è guadagnato.

5) Prudente. Recentemente le regole contabili si sono evolute in modo da riflettere in maniera più accurata il valore reale dell'attivo. Queste evoluzioni hanno avuto scarso impatto sui portafogli dei fondi di capitale di rischio, spesso costituiti da imprese di dimensioni relativamente modeste, ancora poco profittevoli e difficilmente valutabili con multipli di mercato. Pertanto, in assenza di eventi rilevanti che emergono durante la vita dell'azienda, la regola standard è valorizzarla al costo storico di acquisto della partecipazione. Il fondo normalmente ne risente in termini di comunicazione, poiché ciò non consente di presentare delle performance momentaneamente gonfiate, ma gli investitori ci guadagnano in trasparenza e il sistema in serenità.

6) Trasparente. Il venture capital (lo dice la parola stessa), investendo in società giovani e fisiologicamente a relativamente alta mortalità, è universalmente e dichiaratamente una classe di attivi considerata a rischio. Tuttavia, tale rischio è chiaramente intellegibile/visibile in funzione della natura degli investimenti effettuati. Altri tipi di gestori in altre classi di attivi, anche quando i fattori di rischio erano esplicitati a livello di prospetti informativi (quasi mai attentamente letti dagli investitori) hanno invece abusato in chiave di marketing del profilo di rischio relativamente inferiore degli asset sottostanti a strutture altamente indebitate con cui le operazioni venivano portate a termine. D'altra parte, quanti riterrebbero mai un investimento in azioni a rimborso privilegiato in una giovane società tecnologica con due anni di perdite negli esercizi precedenti e due anni di perdite ulteriori sul business plan, relativamente più sicuro che un leveraged buyout in una società profittevole da decenni operante nel largo consumo o nella meccanica o in una banca? Eppure se quest'ultimo investimento viene fatto con rapporti di indebitamento

come quelli degli anni 2006-2007, in realtà è proprio così. Quanti si sono lasciati attrarre da investimenti da hedge fund che venivano spesso venduti come market neutral (ossia in grado di guadagnare allo stesso modo in periodi in cui i mercati finanziari salivano o scendevano) salvo poi accorgersi a proprie spese che tale neutralità non era affatto veritiera? (riproduzione riservata)

*General Partner-360 Capital Partners

