



***Business Angels Network
della Sardegna***

SHORT REPORT SEMINARIO
BAN SARDEGNA
Cagliari – 22 aprile 2002

RELATORE

Massimo Meneghini

Responsabile del BAN Nordest b-angel.it

A cura del BIC Sardegna



Seminario BAN Sardegna

CAGLIARI

22 aprile 2002 ore 15.15

BIC Sardegna S.p.A.

Sala Conferenze Ilaria Urru

Via Jenner, 15



PROGRAMMA

Brevi cenni al mercato del capitale di rischio: i Business Angel

*Criteria ed indicatori per la valutazione di un Business Plan da proporre ad
un finanziatore del capitale di rischio*

Cenni sulla valutazione del proponente imprenditore in fase di avvio

Alcuni elementi critici di matching

RELATORE

Dr. Massimo Meneghini

Responsabile del BAN Veneto



In collaborazione con Federmanager/ASSDAI

Si riporta di seguito un breve resoconto contenente dei cenni sugli argomenti affrontati nel corso del seminario tenuto da Massimo Meneghini – Responsabile del BAN Nord Est b-angel.it

Le imprese, per crescere, hanno bisogno di capitali. In Italia gli operatori finanziari che forniscono capitali sono ancora prevalentemente di tipo bancario, anche se ultimamente esistono alcuni soggetti ed operatori istituzionali che finanziano il capitale di rischio delle imprese, diventandone soci.

La storia italiana del capitale di rischio è recente; sulla base dell'esempio offerto dagli Stati Uniti, dove l'attività di *Venture Capital* in imprese di *start up* è un fenomeno noto da parecchi anni, anche nel nostro Paese molti operatori si sono attrezzati ad accogliere nel proprio portafoglio, investimenti di *start up*, soprattutto *high tech*. Tuttavia, è da precisare che l'ITC, *Information Technology e Communications*, pur rappresentando il settore più importante per il *Venture Capital*, non è comunque l'unico. Per i settori più maturi dell'economia esistono numerosi altri operatori finanziari, *Investment Company, Merchant Bank*, che operano però spesso ad un ciclo di vita superiore a quello iniziale e spesso rientrano nella categoria del *Private Equity*

Per chiarire che cosa si intenda esattamente con le espressioni "**Venture Capital**" e "**Private Equity**", va definito che entrambi i termini identificano l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese industriali e commerciali, effettuata da parte di operatori specializzati, fondi chiusi di investimento o *investment company*, attraverso l'acquisizione di una partecipazione nella società (cd. *equity*), in un'ottica di medio - lungo termine e con l'obiettivo di ottenere una plusvalenza (cd. *capital gain*) in sede di dismissione della partecipazione stessa.

Nel contesto statunitense, dove l'attività di *Private Equity* ha una storia molto lunga, il termine ha sempre indicato nella sua globalità l'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio delle imprese in funzione della tipologia di operatore che effettua l'operazione. All'interno del *private equity* si distingue poi tra *Venture Capital* e **buy-out** (tecnica finanziaria attraverso la quale il *management* o un altro soggetto acquisisce l'impresa, utilizzando per ripianare il finanziamento i flussi di cassa futuri all'acquisizione dell'impresa stessa). All'interno dell'attività svolta dai *Venture capital funds* è poi possibile individuare due sotto classi, che identificano, a loro volta, numerose tipologie di investimenti. Si parla, infatti, di **early stage financing** per indicare il finanziamento delle imprese nei primi stadi di vita, mentre si fa riferimento all'*expansion financing* per indicare gli interventi effettuati in imprese già sviluppate e mature, che necessitano di capitali per consolidare la crescita.

In Europa è invece in uso una distinzione più netta tra i due termini: con **Venture Capital (VC)** si indica l'**investimento nel capitale di rischio realizzato nella fase di avvio dell'impresa**, mentre con **Private Equity (PE)** si fa riferimento sempre alla **partecipazione azionaria, ma effettuata in stadi del ciclo di vita dell'impresa successivi a quello iniziale**.

All'interno del VC è possibile poi distinguere:

- **Seed financing:** questo tipo di investimento è finalizzato allo sviluppo di un'idea imprenditoriale di cui non è ancora stata verificata la validità tecnica e

- commerciale ma è stata solo effettuata attività di ricerca, di sperimentazione e l'eventuale creazione di prototipi. Letteralmente dall'inglese "seed" significa il "seme" di una iniziativa imprenditoriale.
- **Start up financing** : finalizzato ad imprese impegnate nella fase di sviluppo di un prodotto e nella verifica della sua validità da un punto di vista commerciale.
- La realizzabilità tecnica dell'idea è stata già precedentemente testata ma si deve verificare la fattibilità economica e di mercato. E' necessario industrializzare il prodotto e il processo e sviluppare un business plan dettagliato.

I dati AIFI sul mercato del VC in Italia parlano di una notevole crescita negli ultimi anni, anche se nel 2001 si è avuta una discesa del 26% rispetto il massimo del 2000, pur rimanendo superiore ai livelli di investimento del 1999.

Il maggior numero di operazioni svolto dagli associati AIFI nel 2001 ha riguardato proprio la fase di avvio delle imprese, anche se la maggior parte delle risorse finanziarie ha riguardato operazioni di *buy out*.

Il comparto delle telecomunicazioni è stato nel 2001 il più investito dagli operatori istituzionali del capitale di rischio; segue poi il manifatturiero e l'energetico. Tuttavia, si ritiene che, escludendo grosse operazioni legate al settore telecomunicazioni, il settore manifatturiero rappresenti il settore principale di investimento, come si registrò nel 2000.

La distribuzione geografica degli investimenti, vede nel Nord Italia una certa concentrazione delle operazioni di finanziamento in equity, con la Lombardia la regione più attiva.

Il cambiamento del mercato del capitale di rischio che sta avvenendo in Italia, soprattutto per le piccole imprese, si riscontra anche nella presenza di una nuova figura economica: **il Business Angel (BA)**.

I BA **sono dei privati**, degli imprenditori che hanno venduto la loro precedente impresa, manager in pensione, persone che comunque dispongono di un discreto patrimonio personale, una buona propensione al rischio, esperienza e contatti professionali, e vogliono investire in una *start up* mediante la partecipazione al capitale di rischio.

Oltre al giusto modo di far impresa, alla *start up* risultano preziosi i contatti che il BA apporta nella società che finanzia: il *network* di relazioni con altri soggetti dell'economia locale che l'investitore ha maturato nel tempo, potenziali fornitori, possibili nuovi clienti, istituzioni finanziarie, centri di ricerca universitaria, autorità amministrative e, soprattutto, importante è il favorevole rapporto che si instaura con l'ambiente creditizio, in virtù di quelle garanzie di "bancabilità" che, frequentemente, sono assenti nell'imprenditore proponente.

Diverse sono le motivazioni che spingono tali soggetti ad investire nelle nascenti imprese: conseguire un elevato ritorno dell'investimento effettuato, con una redditività desiderata almeno pari al 20/30% annua, interesse verso particolari tecnologie, contribuire allo sviluppo economico della propria comunità e di nuove generazioni di imprenditori, senso della sfida e il mero piacere di investire.

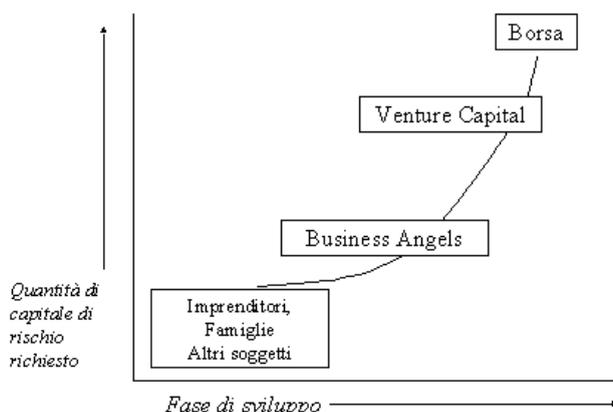
La categoria dei Business Angel ha origine e si è sviluppata negli Stati Uniti. Inizialmente erano finanziatori degli spettacoli di Broadway; in seguito hanno esteso il loro ambito di intervento ad altre tipologie di attività imprenditoriali, tanto da essere considerati, nel 1933 "investitori accreditati", secondo la definizione che di tale categoria viene fornita già dal Security Act. Per agevolare la diffusione del fenomeno, negli USA è stata creata una rete telematica, denominata Ace-Net, gestita da enti universitari e di ricerca, che funge da punto di contatto tra finanziatori e finanziati imprenditori. E' una specie di piazza di incontro, non ancora proprio un mercato di scambi, creata in Internet dal SBA (Small Business Administration), il Ministero americano della piccola media impresa.

Esperienze successive a quella statunitense si sono sviluppate in Europa, e precisamente in Gran Bretagna dove la cultura d'impresa è piu' simile a quella USA, in Olanda, dove esiste un sviluppato network di Business Angel, e solo recentemente con l'impulso e la sensibilità delle autorità della Comunità Economica Europea, anche in Germania, Francia Belgio e Italia.

Da circa due anni infatti, dalla fine del 1999 e inizio 2000, anche in Italia, esiste un Network denominato *Italian Business Angel Network* (**IBAN** www.iban.it), una associazione a cui aderiscono sul territorio italiano diversi BAN (Business Angel Network) con competenza territoriale. Ogni singolo BAN raccoglie sul territorio i progetti d'impresa, li seleziona, li assiste se necessario nella redazione di un business plan che supporta la presentazione del progetto d'impresa in un Forum degli Investimenti, dove partecipano gli aderenti al network.

I Business Angel sono definiti anche **investitori informali**, di finanziamento alle piccole imprese, in opposizione agli investitori formali, ossia il formal Venture Capital tradizionale.

I VC generalmente trascurano le start up di piccole dimensioni in quanto l'intervento finanziario è troppo modesto per giustificare i costi di una adeguata *due diligence*. Ecco allora che il Business Angel si inserisce in un vuoto di mercato del capitale di rischio; acquisisce quote di piccole società a responsabilità limitata (s.r.l), oppure partecipazioni di società per azioni (S.p.A), favorendo la creazione dal basso di imprese, rischiose ma ad alto tasso di rendimento atteso che possono essere cedute dopo 3-5 anni all'imprenditore con clausola di riacquisto oppure ad un Fondo di VC, il quale può trovare nella Borsa *l'exit way* ideale, tramite l'IPO *Initial Public Offering*, chiamata in italiano OPV, Offerta Pubblica Sottoscrizione - ossia nuova quotazione in Borsa.



I Business Angel risultano quindi complementari e non concorrenziali ai VC istituzionali o alle Merchant Bank, in quanto coprono una dimensione di intervento diversa, inferiore, del capitale di rischio, generalmente dai 50 ai 500.000 Euro, anche se la divisione fra un segmento ed un altro non è sempre così definita e chiara.

Per quanto riguarda le **fasi del ciclo di vita** delle imprese in cui investe il BA, un recente report sull'attività di investimento dei business angel, redatto dalla British

Venture Capital Association, rileva che nel Regno Unito le imprese in fase di seed e start up raggiungono da sole il 60% dell'ammontare totale investito dal BA ed il rimanente nelle altre fasi.

I **settori** in cui i BA generalmente investono riguardano soprattutto le imprese con un certo grado di innovazione, solitamente coinvolte in progetti che riguardano i settori collegati a ITC, l'energia, le biotecnologie, il software e le innovazioni in settori tradizionali. Tuttavia, il BA investe nei settori che conosce, e proprio questo rappresenta un suo punto di forza, assieme alla giusta mentalità nel "fare impresa". Si trovano così BA attivi nei settori più tradizionali e maturi dell'economia: da una recente ricerca italiana¹ il 70% degli interventi di BA riguarda il settore manifatturiero.

Dal punto di vista del **territorio**, il BA solitamente preferisce occuparsi di imprese presenti nella propria regione di residenza. Da un'indagine svedese emerge che più del 60% degli investimenti hanno luogo, al massimo, ad un'ora di viaggio dalla residenza dell'Angel. Questo crea quindi una circolazione della ricchezza all'interno della regione, favorendo il moltiplicarsi del reddito locale.

La carta d'identità del BA italiano sembra sia costituita da una persona di **sexso** maschile nel 95% dei casi con una **età** media di poco inferiore ai 50 anni².

Le **tipologie di BA** si possono dividere in 2 diversi gruppi:

1. un primo filone è costituito da ex imprenditori dotati di un discreto patrimonio personale, ma un attuale basso reddito, oppure da imprenditori in attività, che hanno ormai raggiunto una situazione di agiatezza e desiderano investire in nuove aziende ottenendo il controllo, come conseguenza della loro mentalità professionale. Questo filone è tipicamente ambizioso, profondamente radicato nella realtà degli affari. Orientato ai risultati, molto attento al profilo umano del proponente, è in grado di prevedere il potenziale di crescita di una start up che opera nel settore che conosce.
2. Come seconda figura ci sono i BA con forte cultura finanziaria che non cercano la maggioranza della società. Ci sono anche gli *advisor* di piccoli fondi chiusi che investono in start up, amministratori di piccole S.p.A., delle holding specializzate negli investimenti di partecipazioni aziendali e piccole S.a.S., che per le ridotte dimensioni e per la mentalità operativa rientrano nella categoria dei Business Angel e non dei fondi istituzionali.

Per completezza, è da precisare che esistono anche delle divisioni di realtà industriali importanti che hanno costituito una sezione specializzata negli investimenti in capitale di rischio, avendo la conoscenza specifica del settore in cui investono, generando una nuova figura definita **Corporate Venture Capitalist (CVC) o**

¹ Dato diffuso dalla ricerca del Prof. Sorrentino durante la 3^a Convention IBAN di Milano il 12 aprile 2002.

² Il dato fa riferimento alla ricerca del Prof. Sorrentino su un campione di 41 Business Angel italiani.

Corporate Angel se le dimensioni di intervento finanziario sono da BA. L'investimento di questi soggetti viene realizzato acquisendo una partecipazione, non necessariamente di minoranza, in una impresa-obiettivo, instaurando dei rapporti di collaborazione industriale per il futuro sviluppo strategico del business, sia del CVC che della partecipata. Gli obiettivi che si propone il CVC, oltre al capital gain (quando la partecipazione non sarà più considerata strategica), sono principalmente l'integrazione dell'attività dell'impresa partecipata con le altre attività "core" e l'allargamento degli orizzonti tecnologici e commerciali.

Come operano i BA? I BA sono soliti richiedere un Business Plan all'imprenditore prima di svolgere qualsiasi investimento finanziario ed analizzare alcuni elementi con particolare attenzione. Alcuni elementi sono:

- L'originalità del progetto ed il rapporto tra originalità e fattibilità.
- I ricavi e la grandezza del mercato potenziale.
- Quanto focalizzato è il business.
- Le difficoltà all'imitazione dell'idea e vantaggio competitivo.
- Riproducibilità del prodotto.
- L'analisi del piano degli investimenti.
- L'analisi del piano delle assunzioni.
- Proiezioni economiche a 6-12-18 e poi -24-36 mesi.
- La gestione della liquidità.
- Rendimento atteso dell'investimento richiesto nell'arco di 3-5 anni?
- Cosa si chiede al nuovo partner oltre che ai capitali.
- Percentuale della società corrispondente all'apporto di capitale.
- Numero di round in cui è richiesto il finanziamento e le tranche di equity corrispondenti.
- Quanto si investirà personalmente o si è già investito?
- Come si intende dar liquidità all'investimento.

Il BA finché ascoltano i proponenti d'impresa valutano oltre il progetto anche il team e sono costantemente alla ricerca di ragioni per "non fare" l'investimento più che per farlo. Si segnalano alcuni elementi critici di matching nelle trattative fra BA ed imprenditori.

- Il fattore **tempo** entro il quale avviene il matching è importante: se supera un certo periodo le probabilità di chiusura diminuiscono. Finché c'è entusiasmo da parte di un BA può avvenire il finanziamento. Mediamente il matching dura da 1 a 4 mesi.
- **L'incompatibilità caratteriale** è un altro fattore importante per la buona riuscita delle trattative. Il rapporto tra BA e imprenditore è basato su una alchimia difficilmente formalizzabile. Già dai primi incontri "occorre sentirsi bene assieme", poiché il percorso da fare è sempre caratterizzato da difficoltà e imprevisti.
- L'esito della **due diligence** è un altro elemento di rottura, soprattutto la valutazioni tecniche e tecnologica.
- Lo sviluppo del **Business Plan**, la diversa visione provoca incompatibilità.

- Le problematiche **giuridico - societarie** sono altre fonti di possibile rottura di trattative.
- Il controllo della società e le cariche sociali. Maggior esposizione finanziaria corrisponde a maggior presenza nel CDA da parte del BA.
- Paternità su brevetti e marchi (% sul fatturato, usufrutto del brevetto ...), gelosie e affetti legati al progetto.
- **Modalità di finanziamento** (scambio azionario, cash, garanzie bancarie...).
- La **differenza di prezzo** richiesto e offerto è la principale causa di rottura nelle trattative.
- Il criterio da usare per la valutazione del "futuro".