

Quanti unicorni nell'hi-tech. Tutti veri?

Era un sabato pomeriggio autunnale quando, nel 2013, Aileen Lee coniava un termine che, a sua insaputa, avrebbe cambiato il linguaggio dell'industria del Venture Capital negli anni a venire. Aileen stava scrivendo un pezzo per *TechCrunch*, il cui titolo definitivo sarebbe poi stato: *Welcome to the Unicorn Club: Learning from Billion-Dollar startups*. Mrs. Lee ha poi spiegato che il termine si riferiva alle startup tecnologiche americane non quotate, fondate dopo il 2003, la cui valutazione supera 1 miliardo di dollari. Ha anche spiegato la ragione alla base del nome, coniato per esprimere la rarità, anche a livello statistico, delle società in questione. Lo studio originale sottolineava come nascesse fondato un unicorno ogni 1.538 compagnie di software che ricevevano fondi. In percentuale, parliamo dello 0,7% delle compagnie sotto esame. Pochissime dunque le probabilità di investirci, quasi nulle. Sarebbe 100 volte più facile entrare a Stanford, per fare un esempio statistico. Difficile, davvero difficile.

In realtà, non proprio. O meglio, oggi è molto meno complicato, almeno a livello statistico. Dati (fonte Pitchbook) alla mano, infatti, la popolazione di unicorni in Usa è aumentata drasticamente, da circa 40 a più di 120. Dal 2008 in poi, questo insieme è cresciuto di circa 16 volte, solo negli Stati Uniti. È quindi più facile trovarne uno? Statisticamente parlando, sì. Ma ci stiamo ponendo la domanda sbagliata. Quella giusta, secondo me, è in effetti quanti, tra

DI DANIELE TESTA*

questi unicorni, sono veri? Quanti produrranno una exit redditizia per gli investitori? Quando si cambia il campo di analisi in questo modo, ci sono altre considerazioni da farsi prima di tentare di rispondere.

Per esempio, i tempi di quotazione sono cambiati sensibilmente. Circa dieci anni fa si investiva in un unicorno con la percezione che la exit, tramite ipo, fosse ormai prossima. L'ultima decade ha però provato il contrario: anche superato 1 miliardo di valutazione, è più conveniente restare non quotati. Perché? Perché il costo del capitale è relativamente basso, perché le informazioni sensibili possono rimanere tali, senza obblighi di divulgazione. Inoltre, o forse soprattutto, perché molte delle ultime valutazioni sarebbero insostenibili in un mercato regolamentato. Si prendano per esempio le performance, successive all'ipo, di Cloudera, Snapchat e Blue Apron, tutte al di sotto dell'ultima valutazione rilevata prima di sbarcare sul parterre di borsa. Non parliamo di disastri, Chapter 11 e liquidazione di asset, ma si può senza dubbio affermare che parte del valore che si era ipoteticamente creato nei mercati non quotati, non si è poi realizzato agli scambi di borsa.

Mettendo insieme tutti questi fattori, e ponendoci di nuovo la domanda iniziale, che risposta ci possiamo dare? No, non è diventato più facile trovare un unicorno. Anzi, è

forse più difficile. Molte società si sforzano di emularne le caratteristiche. Altre, ingolosite dalla relativa facilità nel raccogliere mezzi freschi, preferiscono una cassa ben rimpinguata e continuano a spostare nel tempo la propria redditività, restando non quotate più a lungo. In certi casi, si ha la netta sensazione che si stia prolungando oltremodo la percezione di potenziali grandi ritorni futuri, proprio perché alla fine la realtà potrebbe risultare deludente. Si sono addirittura conati nuovi derivati del termine unicorno, per descrivere alcune di queste realtà: uno è *Zombicorn*, società il cui valore supera il miliardo ma la cui ultima valutazione sul mercato non quotato, a livelli troppo alti, ne impedisce la quotazione con successo per gli investitori ultimi arrivati. Sono anche dette *Frankenunicorn*, una sorta di società-Frankenstein che non rimarrebbe in vita se non costantemente rianimata da nuove iniezioni di cassa da parte dei venture capital.

Un unicorno, dunque, non è sempre sinonimo di successo. Almeno non lo è più. Bisogna imparare non solo a identificare le compagnie che potrebbero un giorno valere più di 1 miliardo, ma anche ricercare, in quelle che passano questo primo test, dei segnali di liquidità delle stesse. La caccia all'unicorno è più aperta che mai, ma le regole d'ingaggio sono sempre più complicate: il multiplo, quello realizzato, si nasconde nei dettagli. (riproduzione riservata)

*capo analista, U-Start

