
RAPPORTO DI RICERCA

WHO FINANCES INNOVATIVE START-UPS IN PIEDMONT?¹

Ricerca a cura di Giuseppe Russo (Coordinatore), con Luca Gervasoni, Luisa Valente, Guido Cerrato e con la collaborazione di Jolly Service Srl

**** versione definitiva ****

24 luglio 2005, 1 dicembre 2005

¹ Il titolo in inglese non è un “vezzo”, ma segnala il parallelo che corre tra questa ricerca e *Who finances Innovative French Start-Ups?*, pubblicata nel gennaio 2005 su [L'Usine Nouvelle](#) e che ha utilizzato un metodo singolarmente simile al nostro, pervenendo a risultati confrontabili.

"Se tu hai una mela, e io ho una mela, e ce le scambiamo, allora tu ed io abbiamo sempre una mela per uno. Ma se tu hai un'idea, ed io ho un'idea, e ce le scambiamo, allora abbiamo entrambi due idee." **George Bernard Shaw** (1856-1950),

0. LE RAGIONI DELL'INDAGINE E L'ARTICOLAZIONE DELLA RICERCA.....	4
1. CHI FINANZIA L'INNOVAZIONE CHE DIVENTA IMPRESA?	6
1.1 IL FINANZIAMENTO DELL'IMPRESA INNOVATIVA: UN COMPITO PRIVATO, PUBBLICO O MISTO?	6
1.2 I PROTAGONISTI DEL FINANZIAMENTO PRIVATO ALLE IMPRESE INNOVATIVE IN FRANCIA: IL PRINCIPALE ALLEATO DEI FONDATORI È LA "3F & CO".....	9
1.2.1 LEZIONI DAL CASO FRANCESE	11
1.3 IN EUROPA NEL 2004 IL VC HA INVESTITO 2,2 MLD IN OLTRE 3.000 IMPRESE, RACCOGLIENDONE PERÒ 8. NEGLI USA, PERÒ, SI INVESTONO 21 MILIARDI DI \$ PER ANNO	11
1.4 IN ITALIA MENTRE IL VC È AGLI ALBORI, IL PE SI ALLONTANA DALL'HIGH-TECH.....	13
1.5 CONCLUSIONI "PRIMATICCIE".....	15
2. UN'INDAGINE SUL FINANZIAMENTO DI 442 START-UP INNOVATIVE DEL PIEMONTE	17
2.1 LA COMPOSIZIONE DEL CAMPIONE	17
2.2 "IL TEMPO PORTA SEMPRE ALLA LUCE LA VERITÀ"	19
2.3 START-UP IN PIEMONTE: GLI ANNI D'ORO VANNO DAL 2000 AL 2002	20
2.4 START-UP: LA "3F COMPANY" LE HA FINANZIATE ANCHE IN PIEMONTE	22
2.5 LA FONTE DELLE START-UP E' UNA RICERCA GIÀ FATTA	23
2.6 RICERCATORE, INNOVATORE, PROMOTORE, FINANZIATORE, MANAGER: TROPPO!	24
2.7 CHE COSA MANCA? ...NULLA E TUTTO	26
3. LA PAROLA AI TESTIMONI	29
3.1 GLI INVESTITORI PROFESSIONALI IN CAPITALE DI RISCHIO	29
3.2 GLI IMPRENDITORI DELLE START UP.....	32
4. CONCLUSIONI OPERATIVE.....	37
4.1 LE OPINIONI DELLA TAVOLA ROTONDA	37
4.2 SINTESI DELLA DISCUSSIONE: SPUNTI E SUGGERIMENTI.....	37
4.3 A NEW GENERATION OF START-UPS NEEDED, A NEW GENERATION OF PUBLIC-PRIVATE TOOLS TOO.....	40
5. STATISTICHE QUESTIONARI START-UP.....	43

0. LE RAGIONI DELL'INDAGINE E L'ARTICOLAZIONE DELLA RICERCA

Vi sono almeno tre ragioni per studiare il finanziamento delle imprese innovative in Piemonte.

Al primo posto, la deludente dinamica del valore aggiunto, delle esportazioni e della produttività negli ultimi cinque anni. Queste variabili dipendono tutte – direttamente o indirettamente – dall'innovazione e dalla sua capacità di tradursi in buoni affari. Questa traduzione non avviene – tra l'altro - senza il proliferare dei protagonisti dell'innovazione (le nuove imprese innovative) e senza il sostegno a loro delle necessarie risorse finanziarie.

Al secondo posto, è tempo che il Piemonte ripensi alla politica dei suoi futuri Fondi Strutturali. L'Unione Europea ha infatti convertito gli obiettivi pertinenti al Piemonte nell'obiettivo "competitività regionale". Per raggiungere tale obiettivo l'Unione finalizza la spesa dei Fondi Strutturali 2007-2013 a "tre temi specifici" di intervento pubblico e, tra questi, il primo tema è proprio "l'innovazione e l'economia basata sulla conoscenza". Un buon inventario dei problemi esistenti a finanziare "l'innovazione che diventa *business*" rappresenta dunque un aiuto alle decisioni.

Al terzo posto, è noto che l'Italia sconta un ritardo nella modernizzazione di taluni settori: uno di questi è quello del finanziamento delle imprese. Questo studio si propone pertanto di fare il punto sullo stato di diffusione delle pratiche più moderne di finanziamento dell'innovazione in Piemonte, perché alla produzione di conoscenza tecnica segua un appropriato sfruttamento economico.

Questa ricerca si articola in quattro parti. Nella prima faremo il punto sulle statistiche generali sul finanziamento alle imprese innovative, sfruttando le statistiche europee e nazionali. Nella seconda parte svolgeremo un approfondimento piemontese, commentando le risposte a un sondaggio cui abbiamo sottoposto oltre 400 imprese appartenenti a settori (potenzialmente) innovativi e iscritte per la prima volta a una delle Camere di Commercio Piemontesi negli ultimi 10 anni, ossia dal 1995 in avanti. Nella terza parte approfondiremo gli aspetti qualitativi del finanziamento privato alle imprese innovative, riportando il risultato di interviste dirette rivolte sia a investitori professionali, sia a promotori di nuove imprese innovative. Nella quarta e ultima parte concluderemo con le raccomandazioni di policy che il gruppo di ricerca formulerà alla comunità dei decisori, a seguito di una discussione seminariale dei risultati intermedi ottenuti.

1. CHI FINANZIA L'INNOVAZIONE CHE DIVENTA IMPRESA?

1.1 IL FINANZIAMENTO DELL'IMPRESA INNOVATIVA: UN COMPITO PRIVATO, PUBBLICO O MISTO?

Le “imprese innovative” cambiano il tessuto dell’economia e rinnovano il territorio. Le novità di cui sono portatrici servono al capitalismo, la cui anima comporta la centralità dell’innovazione. Chi rompe gli schemi è un soggetto (un’impresa) che ha appetito di profitti che la concorrenza tenderebbe ad azzerare. Sovvertire gli schemi è essenziale. L’innovatore è un sovversivo che produce un bene pubblico, ossia il dinamismo del sistema economico. Senza innovazione non c’è spazio alla crescita della produttività e, in fine dei conti, del benessere. Tuttavia, i sovversivi devono sempre fare i conti con i vincoli, e uno dei maggiori è proprio il capitale finanziario: ciò che permette alle imprese di vivere ogni giorno. Si tratta di una risorsa particolarmente critica quando le aziende non hanno una storia passata, bilanci da “mettere sul piatto”, flussi di cassa assestati. Gli investimenti, sia in quote di capitale proprio che in prestiti alle Start-Up innovative sono solitamente definiti “rischiosi”. In realtà gli investimenti e i prestiti nelle Start-Up costituiscono “rischi particolari”, dei quali è difficile sintetizzare misure. Per questo il prezzo del servizio del capitale imprestatato o conferito a queste aziende non è di facile determinazione per un operatore industriale, che basi la sua azione sul calcolo razionale. Per questo, spesso, gli operatori industriali (ossia i professionisti degli investimenti e del credito) preferiscono razionare i loro fondi a queste attività piuttosto che formulare prezzi tanto alti da “scacciare” i potenziali clienti migliori e accettare solo i *lemon*. Ma, così facendo, non perdiamo potenziali sviluppi interessanti?

Un argomento raramente sollevato e che meriterebbe essere trattato è quello della natura privata o pubblica del finanziamento delle imprese innovative. Da un lato, il sistema finanziario dovrebbe essere lasciato libero di competere anche su questo terreno. D’altra parte, il sospetto (più che non la stretta evidenza) dei comportamenti di razionamento sia delle case d’investimento che dei banchieri ha messo in moto più di un meccanismo pubblico di sostegno delle attività delle imprese innovative. In una recente survey della Commissione Europea, sono state censite oltre 100 diverse policy regionali di sostegno dell’innovazione, e molte di queste assumevano la forma di sostegno del fattore di produzione “capitale finanziario” delle imprese innovative, sotto forma di:

- incentivi diretti monetari
- sgravi fiscali per gli investitori

- forme di garanzia per l'accesso ai prestiti o per mitigare le perdite degli investitori
- servizi reali per migliorare l'incontro di domanda e offerta di questi capitali.

E' del resto poco noto, ma del tutto vero, che il Venture Capital, spesso indicato come la forma più estrema e radicale della libertà di investimento del capitale privato nella ricerca di alti profitti (a costo di alti rischi), sia in realtà un'attività nata in ambito pubblico o, quanto meno, strettamente controllato dal settore pubblico.

Il Venture capital nacque negli Stati Uniti per permettere il finanziamento degli spin off che nascevano in piena guerra fredda nei parchi scientifici che si formavano contigui alle Università. I denari del Venture capital erano pubblici (o quanto meno misti) e servivano a dare forma d'azienda a sviluppi che il Pentagono riteneva necessari e che le Università non avrebbero ritenuto interni al loro perimetro di attività tipiche.

In Israele, primo paese per intensità di Venture Capital sul Pil (cfr. figura 1.1), l'attività dei 10 Fondi di VC del paese (che ha la stessa superficie del Piemonte) è "backed" dallo Yozma Fund, un Fondo di Fondi che ha la caratteristica di avere nel Governo israeliano *l'anchor investor* di 66 milioni di dollari, sui 172 complessivamente investiti.

Venture Capital Investment as a Percent of GDP, Select Industries 1999 - 2002

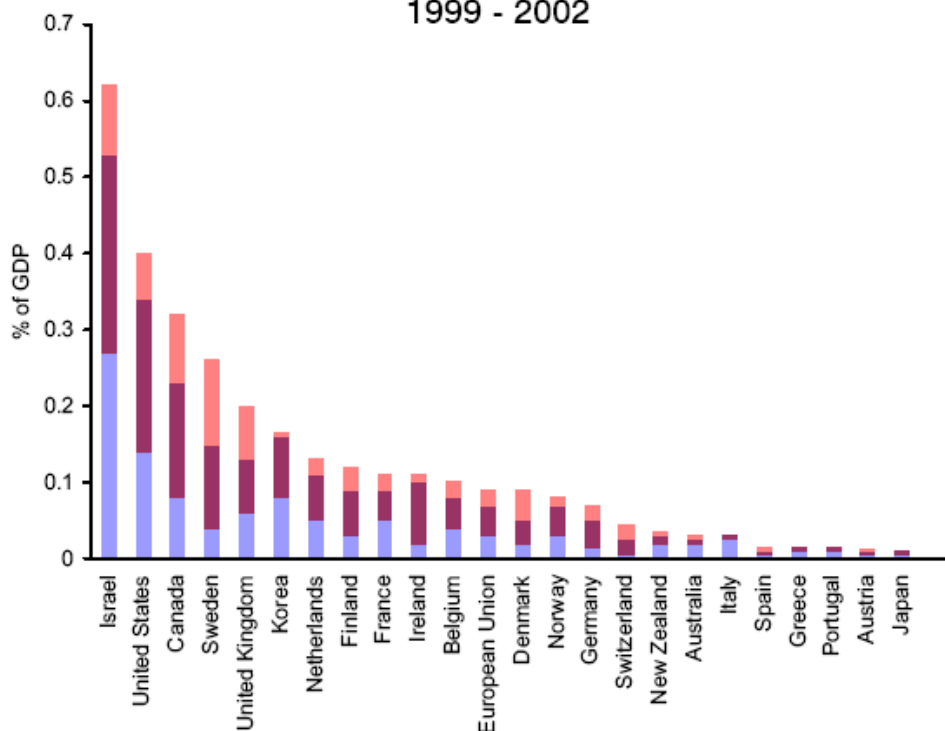


Figura 1.1

Andando avanti, come del resto si vede dalla figura 1.2, tutti i principali paesi citati (anche l'Irlanda e il Regno Unito, assunti spesso a modello di efficienza del capitalismo finanziario) non lasciano il settore privato ad occuparsi "solitariamente" del difficile finanziamento delle imprese più innovative e a base tecnologica. L'autorità pubblica interviene dietro le quinte, conferendo parte dei capitali e spesso associando a quello di finanziatore il ruolo di garante. Siamo pertanto più nell'ambito della "finanza di merito" che non in quello della "finanza privata".

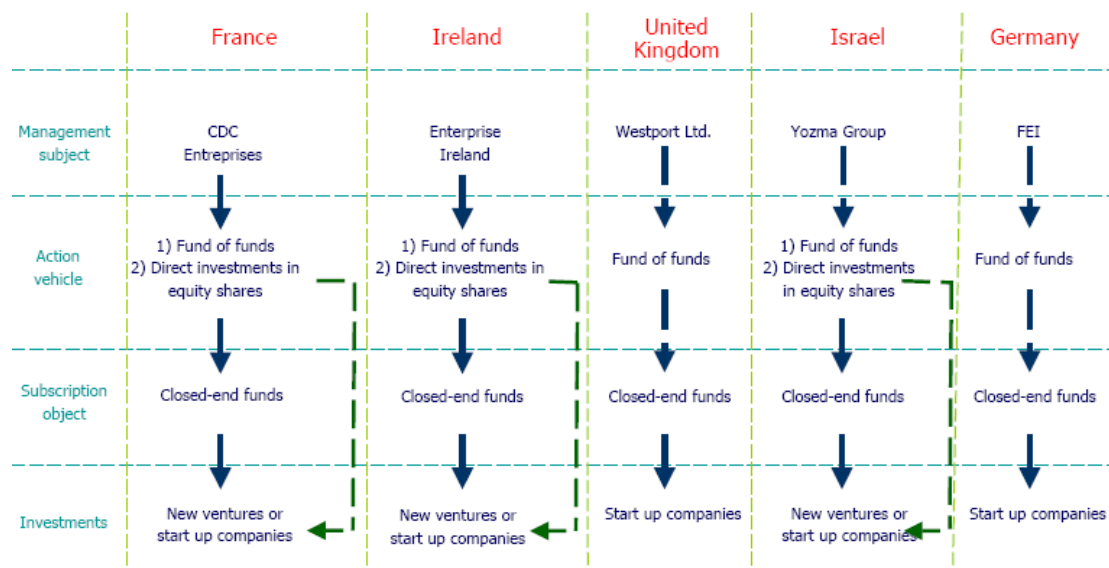


Figura 1.2

Come si vede, però, tutti i paesi esteri non hanno scelto un modello di finanziamento *tout court* pubblico per le imprese innovative. Una ragione c'è. I rendimenti storici del VC si discostano in positivo dalla media degli IRR degli investimenti normali del Private Equity (cfr dati NVCA). Il sostegno dei governi non serve dunque a sostituire l'investimento privato, ma gli è sussidiario in quanto l'intervento pubblico è spesso teso a limitare la volatilità dei rendimenti privati e non già ad aumentare artificialmente gli IRR medi, già ben positivi. Del resto, per riconoscere che gli investimenti innovativi possono comportare forte erraticità degli investimenti basta ripercorrere la storia recente della formazione e del dissolvimento della *internet bubble*.

Per questa ragione è convinzione di chi scrive che il settore degli investimenti in imprese innovative sia uno dei campi di più fertile applicazione delle *partnership* pubblico-privato, ossia un classico settore dell'economia mista. In Italia il riconoscimento di questa natura è già avvenuto nelle regioni nelle quali il finanziamento delle imprese innovative è compito assegnato alle finanziarie regionali, vuoi con investimenti diretti (Friuli, Umbria), vuoi con la promozione di un Fondo di Fondi (Next di Finlombarda). Il Piemonte non ha ancora sviluppato una strategia generale in questo campo e i primi esperimenti sono in corso all'interno delle operazioni della Fondazione Torino Wireless.

1.2 I PROTAGONISTI DEL FINANZIAMENTO PRIVATO ALLE IMPRESE INNOVATIVE IN FRANCIA: IL PRINCIPALE ALLEATO DEI FONDATORI È LA “3F & CO”

I progressi dell'innovazione finanziaria non hanno rivoluzionato, nella vicina Francia, il modello di finanziamento dei business innovativi. I ricercatori di *L'Usine Nouvelle* hanno

adottato un approccio analogo al nostro: hanno selezionato le Start-Up da un elenco di 250 business, tutti innovativi e promettenti, nati negli ultimi 5 anni in Francia, per individuarne le modalità di finanziamento. Come risulta dalla Tabella 1.1, le principali due fonti di finanziamento delle PMI ad alto potenziale si sono rivelate quelle dei “Fondatori” (33%), in cooperazione con la cd. società “3F”, ossia quella che associa “Family, Friends and Fools” (32%). Insieme, queste due fonti finanziarie contano per il 65 per cento del totale. A seguire, l’intervento dei Venture capitalist professionisti (13%), dei Fondi pubblici regionali (6%), mentre è stato pressoché marginale l’intervento dei Business Angels (3%). Nel 4,5% dei casi – infine - si è avuto anche un intervento di società più grandi e mature.

	No of occurrences	No of cases where data was available	Shareholders			
			100%	75-99%	50-75%	<50%
Founders	59	51	11	14	15	11
Private investors (3Fs)	57	54	14	6	7	27
Business Angels (BAs)	6	2	0	-	-	2
Venture Capitalists (VCs)	23	18	2	2	3	11
Regional funds	11	8	-	1	-	7
Businesses	9	9	-	1	2	6
Research centres	7	5	-	1	0	4
Others (unspecified)	8	0	-	-	-	-
TOTAL	180	147	27	25	27	68

Tabella 1.1 – Who finances Innovative Start-Up in France.

Si differenzia però la “taglia media” degli interventi per ciascuna categoria di investitori. In media, i Fondatori hanno infatti apportato 86 mila euro ad impresa e i soci della “3F” hanno contribuito per 95 mila euro nei business nei quali sono intervenuti. I Venture Capitalist - che si sono manifestati solo in una minoranza di operazioni - tuttavia hanno una taglia media degli interventi di 680 mila euro. I Fondi regionali hanno versato 68 mila euro mediamente in ciascun business nei quali sono intervenuti. I Business Angel, sui quali spesso si fa un affidamento eccessivo, hanno rivelato una taglia media degli interventi di 25 mila euro.

Per continuare la sintesi dei risultati, complessivamente a 5 anni di distanza il tasso di creazione di occupazione è risultato in media di 9 addetti per ciascun nuovo business creato. Tenendo presente che l’apporto iniziale per ciascuna impresa è stato di circa 150 mila euro, il coefficiente di capitale iniziale per addetto permanente creato è risultato di 16.600 euro.

L’inchiesta francese indica anche che avrebbero trovato qualche difficoltà di reperimento dei finanziamenti le Start Up degli imprenditori immigrati e quelle promosse dalle donne.

1.2.1 LEZIONI DAL CASO FRANCESE

In termini puramente descrittivi l'esperienza transalpina indica che le imprese innovative nascono con risorse proprie e che i VC Fund sono i soli investitori "importanti" (680 mila euro per impresa), anche se estremamente selettivi (13 per cento di frequenza di intervento). Il loro apporto è però tanto consistente da accelerare lo sviluppo delle idee in imprese quando entrano nel capitale delle Start Up.

Tutti gli altri investitori (ivi inclusi i fondi pubblici regionali) forniscono capitali in pochi casi e per importi non decisivi rispetto alle normali necessità di accelerazione delle imprese nascenti.

1.3 IN EUROPA NEL 2004 IL VC HA INVESTITO 2,2 MLD IN OLTRE 3.000 IMPRESE, RACCOGLIENDONE PERÒ 8. NEGLI USA, PERÒ, SI INVESTONO 21 MILIARDI DI \$ PER ANNO

Ci concentriamo adesso sull'industria europea del Private Equity e del Venture Capital, che abbiamo visto costituire potenzialmente il contributo più "utile" e "spesso" alla crescita delle Start Up e delle PMI ad alto potenziale.

In Europa² l'industria del PE e del VC vale complessivamente 156 miliardi di euro (portafoglio investito al 31.12.2004).

Nel 2004 essa ha investito complessivamente 36,9 miliardi di euro in 10.236 investimenti (3,6 milioni di euro l'investimento medio per impresa). Nel 2004 il valore degli investimenti ha superato il picco storico del 2000, dal quale era sceso a causa del dissolvimento della *internet bubble*.

Da alcuni anni il valore degli investimenti (al lordo dei disinvestimenti pari a 19,6 miliardi di euro) eccede il fund-raising, che si colloca più o meno stabilmente intorno ai 27-28 miliardi di euro per anno. I fondi raccolti provengono principalmente da Banche (22%) e da Fondi pensione (19%), principalmente britannici, in quanto gli investitori pan-europei hanno per lo più sede nel Regno Unito.

Quanto alla finalizzazione della raccolta, è in calo la raccolta per i buyout (dal 78 al 65 per cento del totale), mentre è in aumento la raccolta finalizzate al VC. Nel 2004 sono stati raccolti da VC Fund ben 8,8 miliardi di euro, pari al 32 per cento della raccolta complessiva.

I fondi raccolti per il VC per il momento sono per lo più in attesa di occasioni di investimenti. Infatti, nel 2004 i PE e VC Fund europei hanno compiuto il 70% dei loro investimenti (ossia

² Dati al 31.12.2004 di fonte EVCA, European Venture Capital Association

25,7 miliardi di euro sui 36,9 miliardi in totale) in *buyout*; al secondo posto hanno scelto di investire 7,9 miliardi nelle fasi di crescita delle imprese (21 per cento). Gli investimenti effettuati nel 2004 in “Early Stage e Start Up“ sono ammontati ad appena 2,2 miliardi di euro, ossia il 6% degli investimenti annuali complessivi, e circa un quarto della raccolta del 2004 finalizzata al *Venture Capital*.

Minore ancora, infine, è stata la quota di investimenti assorbiti dal “complicato” segmento di “Seed Capital”, con lo 0,4% degli investimenti complessivi (pari ad appena 148 milioni di euro).

Va comunque considerato che in relazione alla diversa taglia media degli investimenti, gli investimenti in Start Up hanno rappresentato il 30 per cento degli interventi complessivi di PE e VC nelle imprese europee (per numero di imprese).

Per utile confronto, i VC Fund aderenti alla NVCA (National Venture Capital Association degli Stati Uniti) hanno investito nel 2004 complessivamente 21,1 miliardi di dollari, ossia dieci volte di più dei fondi europei.

La rilevanza europea è però destinata a cambiare (in meglio), se si tiene conto della recente impennata della raccolta dei fondi di VC. Tenuto conto della taglia media degli investimenti, se si confermasse un flusso di raccolta annuale europeo di 8 miliardi per anno, le imprese che annualmente potrebbero essere oggetti di interventi di VC in Europa sarebbero circa 10.000. Il potenziale del VC europeo è, in altre parole, alto e in assai promettente crescita³.

³ Per contro è del tutto inferiore all'attesa il contributo che per il momento portano i Business Angel al finanziamento delle Start Up ad elevato potenziale, sia in Europa che in Italia. I tre paesi europei nei quali i Business Angel (ufficiali) hanno una pur minima operatività sono Regno Unito, Germania e Francia. Di seguito una tabella con i “Deal” dei Business Angel in Europa.

1.4 IN ITALIA MENTRE IL VC È AGLI ALBORI, IL PE SI ALLONTANA DALL'HIGH-TECH

L'industria italiana del PE e del VC⁴ conta 97 operatori principali, 7 dei quali specializzati negli "Early Stage" di vita delle imprese e 9 caratterizzati da promotori regionali e pubblici (e quindi con una naturale attenzione agli Early Stages). L'industria contava circa 50 operatori alla fine degli anni 90 e la loro crescita è il frutto di numerosi fattori:

- la "scoperta" del PE da parte delle Banche italiane che hanno riorganizzato le loro "business unit" negli ultimi 5 anni, separando le operazioni di PE;
- la nascita delle prime esperienze di VC, magari a base regionale o istituzionale;
- la maggiore popolarità dell'investimento azionario e in capitale di rischio e la domanda di strumenti di investimento evoluti da parte di investitori istituzionali ed evoluti.

Ad ogni modo, se l'industria europea è relativamente tardiva rispetto a quella nordamericana, così l'industria italiana rispetto all'industria europea.

Country	Number of Deals								
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Mid 2004
Austria		2	2	4	4	4	7	8	0
Belgium ¹				1	19	39	31	37	17
Czech Republic							0	3	2
Denmark					0	1	8	60	n/a
Finland	2	8	8	10	12		12	10	6
France			3	12	29	35	30	31	28
Germany				5	74	115	139	88	49
Greece								1	1
Italy ²					3	2	3	2	1
Monaco					13		2	2	1
Norway ³						3	2	3	6
Poland									
Portugal					1		1		1
Spain ⁴					3	8	10	24	7
Slovenia						2	2		1
Sweden ⁵									4
Switzerland ⁶				3	6	6	8	17	8
The Netherlands	40	75	65	51			19	14	10
United Kingdom ⁷		196	314	234	252	239	299		84
Total	42	281	392	320	416	454	573	300	226

⁴ AIFI, 2005 Yearbook

Il portafoglio dei PE e VC fund italiani al 31.12.2004 ammontava infatti a 9 miliardi di euro, contro un portafoglio europeo di 156 miliardi (la quota italiana è dunque del 6 per cento).

Nel corso del 2004 gli investitori hanno raccolto 1,6 miliardi di euro (la quota sull'Europa è sempre del 6 per cento). Il dato sulla raccolta degli operatori italiani non è particolarmente incoraggiante, tenuto conto che si tratta del peggior valore degli ultimi 6 anni. In realtà, il punto è che il mercato degli investitori nei fondi di PE deve ancora “digerire” i conferimenti passati e vederne i risultati. L'intero settore (PE più VC) al 31.12.2004 aveva sì 9 miliardi di euro investiti, ma ben 4,8 miliardi di euro di liquidità da investire⁵.

Nel 2004 i PE e VC Fund italiani hanno investito 1.480 milioni di euro, che sono andati a finanziare il capitale di 248 imprese. 48 operazioni di *Buy-Out* hanno assorbito la maggior parte dei fondi investiti (916 milioni).

L'ammontare investito si è indirizzato solo per il 2% (contro il 6% europeo) al segmento “Seed e Start-Up” (23 milioni di euro), con il che anche in Italia si conferma una relativa “inappetenza” storica del PE nei confronti del VC destinato agli stadi più iniziali e rischiosi della vita delle imprese. Il confronto dei 23 milioni italiani con i 21 miliardi Usa porrebbe l'industria del VC nazionale in rapporto di 1:1000 rispetto a quella dell'esperienza Usa.

Per contro, come già è accaduto analizzando i dati europei, siccome la taglia media degli investimenti dei VC Fund è stata di 0,5 milioni di euro (0,9 nel 2003), le società che hanno beneficiato di un intervento di un VC nel 2004 sono state 50, ossia il 20 per cento delle 248 società italiane nelle quali i PE e VC Fund nazionali hanno investito.

I PE italiani, infine, mostrano la tendenza verso il progressivo disimpegno dai settori high tech. Il numero degli investimenti in settori high tech è sceso dai massimi storici del 2000-2001, quando era il 51 per cento del totale al 27 per cento del 2004. Questo 27 per cento di investimenti in high-tech (in numero) ha assorbito nel 2004 solo il 5 per cento dei montanti complessivi (74 milioni di euro), contro il massimo storico del 46 per cento nel 2001. L'attuale impegno dei PE Fund italiani nell'alta tecnologia è inferiore a quello del 1998 (11% degli investimenti, pari a 103 milioni di euro).

⁵ Immaginando di far salire alla media europea del 6% la percentuale investita in VC dai PE Fund e con una taglia media di 650 mila euro per investimento, le Start Up potenzialmente finanziabili con queste risorse sarebbero 433 nel momento in cui scriviamo.

1.5 CONCLUSIONI “PRIMATICCIE”

La nascita e lo sviluppo (nei loro primi stadi) delle imprese ad alta tecnologia e ad alto potenziale di crescita è seriamente condizionato dalla disponibilità di risorse, e – tra queste – delle risorse finanziarie, che i promotori delle società innovative non posseggono necessariamente nelle quantità necessarie.

L’analisi del contesto internazionale ha evidenziato come a “fiancheggiare” i promotori siano prevalentemente l’industria delle 3F (*Friends, Families and Fools*) e l’industria del Venture Capital. Rispetto agli altri investitori in capitale di rischio, infatti, i VC intervengono “selettivamente”, su casi scelti, ma con montanti significativi (da 0,5 milioni di euro in su), capaci di accelerare realmente lo sviluppo aziendale delle idee innovative.

In termini di organizzazione della filiera del VC, abbiamo mostrato come in tutti i paesi evoluti il VC è terreno di incontro dell’interesse pubblico con quello privato, essendo l’interesse pubblico quello di non razionare le risorse ai business meritevoli e quello privato di non correre rischi quando non siano valutabili.

L’organizzazione “mista” della filiera del VC si riscontra anche nei paesi europei ad elevata presenza (relativa, e non assoluta) di VC, dall’Irlanda al Regno Unito alla Francia alla Germania.

Sotto il profilo della dimensione e delle prospettive del settore, il VC è certamente in crescita in Europa: se nel 2004 il VC ha investito 2,2 miliardi in oltre 3.000 imprese (1/10 dei 21 miliardi di dollari investiti dai VC nordamericani negli Usa), ha però raccolto nello stesso anno ben 8 miliardi da destinare a futuri investimenti (la raccolta del VC ha rappresentato per la prima volta il 30 per cento della raccolta di tutto il PE europeo). Tenuto conto della taglia degli investimenti, in Europa nei prossimi anni il VC potrà investire in 5-10.000 imprese per anno.

In Italia la situazione è per molti versi caratterizzata da un ritardo di sviluppo del VC. Se, infatti, l’industria italiana del PE e del VC vale circa il 6 per cento dell’industria europea, con 1.480 milioni investiti complessivamente nel 2004, in termini di settori e stadi di investimento solo il 2 per cento dei fondi (50 imprese) hanno beneficiato di un intervento di Seed o Start Up Capital (per complessivi 23 milioni di investimento e una taglia media di 0,5 milioni per intervento). Le imprese investite sono quindi il 2 per mille circa di quelle europee. Se si allarga il perimetro di indagine e vi si comprendono le imprese ad alta tecnologia non si arriva a 75 milioni di euro, pari al 5 per cento degli investimenti dell’intera industria del PE. Basti

questo dato per osservare quanto si sia lontani dalla media europea, tenuto conto che nel resto d'Europa i VC Fund raccolgono ormai il 30 per cento dei fondi da investire dell'intero PE.

Il disimpegno del PE italiano dall'high tech e dal VC desta per certi versi qualche perplessità, tenuto conto che si manifesta in netta contro-tendenza rispetto al contesto europeo, che viceversa si muove per raggiungere gli Stati Uniti. Certamente, questa tendenza non può derivare dalla mancanza di fondi investibili, pari a 4,8 miliardi di euro. Piuttosto, può darsi che ci sia un problema di orientamento degli investitori, di meccanismi di incentivo, di costi di scoperta e di selezione dei deal o ancora di carenza di una partnership pubblica strutturata, che negli altri paesi europei fiancheggia gli operatori privati di VC.

2. UN'INDAGINE SUL FINANZIAMENTO DI 442 START-UP INNOVATIVE DEL PIEMONTE

"Il denaro non è l'idea, ma compera i padroni dell'idea."⁶ Sarà una pura sensazione, ma un istinto naturale di chi possiede un "genio innovatore" è di "non farsi comprare", di cercare da sé la via dello sviluppo economico dell'idea propria e così la via del successo. Ma quanti alla fine ci riescono? E' poi sempre vero, nelle imprese innovative, che "chi fa da sé, fa per tre?"

2.1 LA COMPOSIZIONE DEL CAMPIONE

Per rispondere a questo ed altri quesiti abbiamo deciso di "passare al setaccio" le imprese innovative del Piemonte, in particolare quelle "neonate", ossia iscritte per la prima volta negli archivi delle Cciaa del Piemonte negli ultimi 10 anni (dal 1995 in avanti). Abbiamo così composto un elenco di "potenziali intervistati" nel quale abbiamo in primo luogo inserito:

- le società neoiscritte tra il 1995 e la fine del 2004;

purché:

- fossero considerate "innovative" secondo il settore merceologico di appartenenza, giudicando il medesimo in coerenza con la tassonomia⁷ di Pavitt⁸;

Questo primo elenco di imprese è stato arricchito (depurandolo dalle duplicazioni):

- dalle imprese che fossero risultate contraenti principali dell'Ue nell'ambito del VI Programma Quadro sulla Ricerca;

⁶ Emilio De Marchi (1851-1901)

⁷ Nella logica della tassonomia di Pavitt le imprese sono suddivise in quattro macrosettori costruiti in base al peso relativo di fattori critici di successo:

- Il controllo della tecnologia e la generazione interna dell'innovazione
- Il ruolo del prezzo nella competizione e quindi del controllo della dinamica dei costi dei fattori
- Il grado di differenziabilità del prodotto
- Il ruolo delle economie di dimensione

I quattro macrosettori identificati sono:

- 1) settori ad alta tecnologia (science based)
- 2) settori di specializzazione (specialized supplier)
- 3) settori di scala (scale intensive)
- 4) settori tradizionali (supplier dominated)

Le società appartenenti al campione di analisi appartengono ai settori ad alta tecnologia, caratterizzati secondo Pavitt da:

- Imprese i cui prodotti incorporano un grado elevato di tecnologia e conoscenze scientifiche
- il dominio e la generazione interna di tali competenze (fondamentale per il successo sui mercati)
- prodotto è fortemente differenziato (e il prezzo non è un fattore competitivo rilevante)
- Il controllo della tecnologia costituisce una rilevante barriera all'entrata

⁸ 1984 - Keith Pavitt, "Sectorial Patterns of Technical Change: Towards a Theory and a Taxonomy", "Research Policy", 13, 343-73

- dalle imprese caratterizzate come innovative dal Repertorio sulle imprese innovative della Cciao di Torino
- dalle imprese ospitate dagli Incubatori e nei Parchi tecnologici del Piemonte
- dalle imprese segnalate dal CERIS-CNR⁹, che svolgeva una parallela indagine sull'innovazione nell'ambito del *Progetto Lagrange*¹⁰.

La lista “integrata”, pur ripulita dalle duplicazioni, era senza dubbio ancora inquinata da numerosi fattori. Così, partendo da tale lista di 1.786 casi, abbiamo deciso di filtrare l'ingresso al questionario di indagine da due domande poste in capo al questionario:

- con il primo filtro si accettavano nel questionario solo le imprese che fossero realmente nate negli ultimi dieci anni e non si rivelassero, per esempio, semplici trasformazioni di società esistenti;
- con il secondo filtro si accettavano nel questionario solo le imprese che ammettessero che al momento della loro nascita la propria ditta avesse un “contenuto di innovazione” originale, talché introducesse un “prodotto innovativo” (ossia “che soddisfacesse un bisogno nuovo o soddisfacesse meglio un bisogno già esistente”) ovvero fosse caratterizzata da un processo di produzione innovativo (“che consuma meno risorse e che riduce i costi”).

Il questionario è riportato integralmente, insieme alle risposte¹¹ ottenute, in appendice a questo lavoro. Vi hanno risposto in tutto 442 imprese. Non è l'universo delle imprese innovative, è ovvio. Non vi compaiono le imprese innovative che “non abbiamo più trovate perché estinte dal 1995 al 2005”, essendo evidentemente una indagine sui “sopravvissuti”. Non vi compaiono neppure coloro che non hanno voluto collaborare alle risposte, pur redatte in modo semplice. E' il rischio di tutti i questionari. Tuttavia, per massimizzare l'adesione all'indagine i promotori hanno pubblicato per tre volte un “invito a collaborare” su una testata economica locale¹². Alla fine il tasso di adesione all'indagine è stato del 37 per cento, ossia superiore alla media delle indagini su questionario “non obbligatorie”, come quelle censuarie o dell'Istat.

⁹ Si ringrazia per la collaborazione il Prof. Gianpaolo Vitali

¹⁰ Fondazione CRT

¹¹ Il sondaggio è stato realizzato parzialmente attraverso la tecnica dell'intervista telefonica CATI (Jolly Service, Ivrea) e parzialmente tramite la sollecitazione alla risposta del questionario di cui è stato fatto un set up sul sito dell'Associazione Torino Finanza (www.torinofinanza.org).

¹² Il Sole 24 Ore Nord Ovest.

2.2 "IL TEMPO PORTA SEMPRE ALLA LUCE LA VERITÀ"¹³

E la verità quale è? La verità è che delle 442 imprese che sono sopravvissute, pochissime ce l'hanno fatta a crescere davvero. "Farcela" – per noi - significa oltrepassare la soglia della *garage-company* ed occupare stabilmente almeno una quindicina di persone. E' eloquente la lettura della figura 2.1. La figura è stata costruita ordinando sull'asse delle ascisse le società per anno di nascita e numero di addetti, e riportando lo stesso numero di addetti sull'asse delle ordinate. Si possono così identificare dieci traiettorie di crescita dimensionale delle imprese (quella più a sinistra riguarda le imprese nate nel 1995 e quella più a destra le imprese nate nel 2004), omogenee per generazione. Se la crescita delle imprese fosse un fenomeno deterministico e cumulativo ci aspetteremmo di vedere traiettorie più dense in alto a sinistra e più dense in basso a destra. Invece, a parte il fatto che nessuna delle imprese nate negli ultimi due anni ha più di 10 dipendenti, si vede chiaramente dal grafico che l'essere partiti con un'innovazione, e quindi con il piede giusto, non è di per se garanzia di diventare un *player* rilevante di mercato, ossia un'impresa con l'ambizione e la possibilità reale di sfruttare il mercato globale.

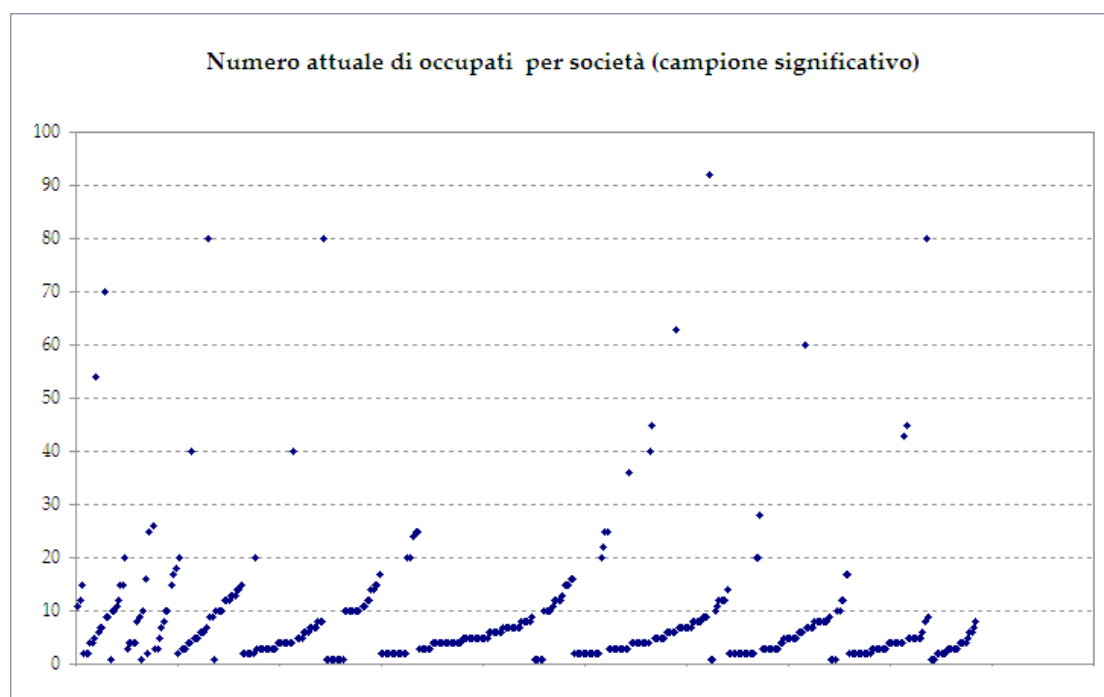


Figura 2.1

Il campione di società intervistato è costituito da aziende tendenzialmente sottodimensionate; il fatto che operino in settori innovativi (identificati secondo la tassonomia di Pavitt) e che lo fossero in origine non basta per assicurare la permanenza sulla frontiera dell'innovazione.

¹³ Lucio Anneo Seneca (5 A.C.-65 D.C.)

E' noto come non sia possibile creare o sviluppare nuove tecnologie senza un significativo contributo di risorse umane. Il processo innovativo nasce, liberamente o per sopperire a bisogni, dall'attività creativa umana e dalla ricerca e sviluppo, attività entrambe *labour intensive*: ciononostante i dati forniti dalle società intervistate evidenziano un ridotto impiego di risorse umane:

- il 55% delle società non impiega più di 5 addetti;
- l'80% delle società non impiega più di 10 addetti;
- il 93% delle società non impiega più di 20 addetti;
- 5 società hanno un numero di addetti superiore alle 100 unità, 4 sono superiori alle 200 unità ed una (Reply) superiore alle 1.000 unità

Correlando il numero attuale di occupati all'anno di costituzione delle società la situazione è chiara: i dati evidenziano una moltitudine di società che in isolamento sopravvivono e che, per insufficienza di risorse umane impiegate, probabilmente non possono più soddisfare la condizione di Pavitt di dominio e generazione interna delle competenze. Ciò vuol dire che anche quando si parte da un'innovazione, si perde, in molti casi, la caratteristica innovativa quando non si riesce a sviluppare industrialmente, ossia con numeri significativi anche di addetti, i prodotti dell'innovazione tecnologica.

Sorge spontaneo il quesito: le Start Up innovative hanno sempre avuto le risorse finanziarie necessarie? Come se le sono procurate?

2.3 START-UP IN PIEMONTE: GLI ANNI D'ORO VANNO DAL 2000 AL 2002

Le società (sopravvissute) del campione sono state costituite per i tre quarti prevalentemente nel 2000, nel 2001 o nel 2002 (cfr. figura 2.2). Questo triennio corrisponde con il momento storico in cui più si è parlato di società tecnologiche, conseguentemente alle incredibili performance che i settori tecnologici ebbero sia dal punto di vista industriale che finanziario. Nel 2000 e nel 2001 i fondi di PE italiani investivano il 51 per cento dei fondi nell'high-tech (oggi il 5%). Nel 2000 i fondi di VC Usa dichiararono investimenti in 6.200 società, contro i "normali" 2.400 del 2004. Sono gli anni dell'"esuberanza irrazionale", che partì dai mercati finanziari ma poi contagiò anche gli investitori reali. La *Internet bubble* si sgonfiò lentamente nel 2000 e "saltò" decisamente nel 2001, ma probabilmente il flusso informativo verso gli imprenditori subì ritardi; nonostante il fatto che termini quali *internet, web e e-commerce*

fossero brevemente diventati tabù negli ambienti finanziari e della grande impresa, l'impatto sulle *start-up* tecnologiche, non soltanto *web-based*, si fece sentire con ulteriori mesi di ritardo e la conseguente riduzione globale del giro di affari non fermò gli obiettivi di alcuni futuri imprenditori. La massima densità del campione si ritrova nella generazione del 2002 (quando nasce il 22 per cento delle imprese nel periodo di indagine decennale), ossia a "bolla scoppiata". Questo elemento non è necessariamente negativo per il distretto dell'high-tech piemontese. Chi è nato nel 2001 o nel 2002 si è probabilmente fatto i conti in tasca due volte e, se proprio non ha trovato i portafogli dei VC aperti, ha messo cura nel progettare la sua avventura. In effetti, complice forse la *Internet Bubble*, ben il 53 per cento del campione a una specifica domanda successiva ha risposto di aver preparato e redatto un vero e proprio *business plan* per nascere.

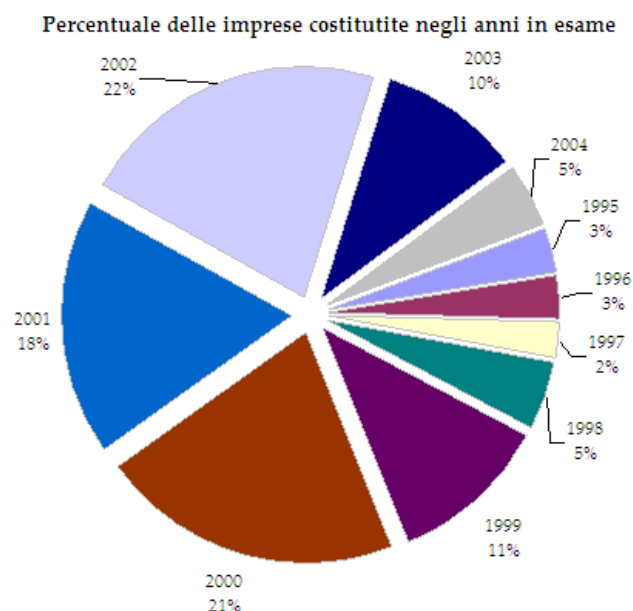


Figura 2.2

A partire dal 2003, primo anno in cui il sistema prende realmente coscienza del proprio stato di salute, si riduce il numero di imprese costituite. Ci resta comunque il dubbio che fosse salda nei "nuovi imprenditori" l'idea che una *start-up* tecnologica fosse costituibile e strutturabile con esiguo capitale e senza ricorrere all'apertura di linee di credito con banche, queste ultime incapaci di fare rientrare i crediti erogati negli anni precedenti e di strutturare nuove forme di finanziamento che non comportassero garanzie eccessivamente onerose.

2.4 START-UP: LA “3F COMPANY” LE HA FINANZIATE ANCHE IN PIEMONTE

Nel campione in analisi il fabbisogno necessario per la fondazione della società è stato erogato per il 92,7% dai soci o da familiari dei soci; l'ulteriore fabbisogno generato dalla partenza delle prime attività operative è stato erogato nuovamente in 81,2% dei casi dai soci o da familiari dei soci e nel 7,7% dei casi da banche. E' sostenibile pensare che il finanziamento da banche sia stato principalmente diretto alla copertura degli sbilanci di cassa derivanti dalla gestione delle prime commesse: sebbene possa sembrare paradossale, l'incremento dell'attività commerciale comporta maggiori spese correnti e, aumentando il differenziale incassi pagamenti, genera spesso un immediato fabbisogno di cassa. Il 59 per cento delle imprese ha così chiesto e ottenuto una linea di credito per coprire gli sbilanci di cassa. E' buon segno, sotto questo profilo, che solo il 2 per cento del campione abbia segnalato di non aver potuto accedere a risorse finanziarie per la copertura di fabbisogni di circolante a causa dell'insufficienza di garanzie. In altri termini, il sistema bancario si è comportato efficientemente, ossia ha coperto in larga parte i bisogni di capitale a breve termine delle Start Up.

Nei primi 18 mesi di vita dell'impresa avete ricevuto un fido o un prestito bancario?

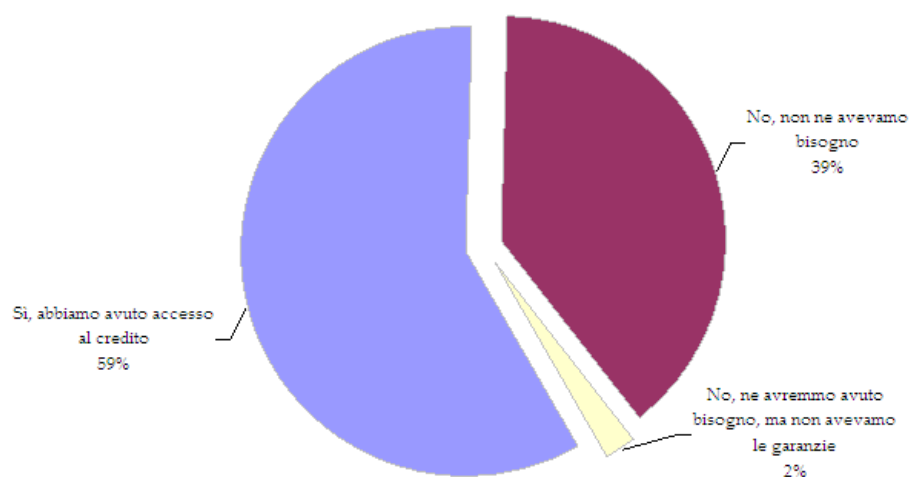


Figura 2.3

Quanto al fatto che il 39 per cento del campione abbia dichiarato di non aver avuto necessità di credito, si deve mettere ancora una volta in relazione con la generosità della “3F Company” che usualmente accompagna le Start Up famigliari fino alla positività dell'EBIT.

Un po' perché le imprese sono state realizzate tenendo d'occhio un business plan, un po' perché a finanziarle è stata la stessa “3F Company” (magari a bassa densità di *Fools*), le

imprese del campione hanno puntato alla positività dell'EBIT prima che alla crescita dimensionale. Il 54 per cento delle imprese è andata in nero dopo un solo anno e un ulteriore 17 per cento dopo due anni. Solo il 7 per cento del campione deve ancora raggiungere un EBIT positivo.

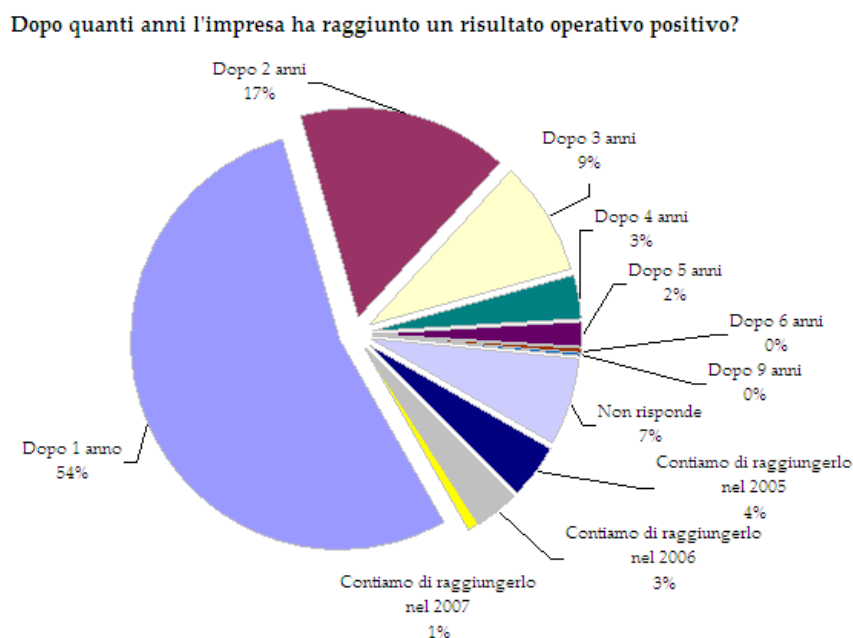


Figura 2.4

Tutto questo nasce dal contesto, ossia dal finanziamento con risorse proprie e dalla nascita durante e dopo la bolla, ma non basta. Per giungere “in nero” così rapidamente le società sono nate quando l’idea era già chiara in testa ai promotori, quando non occorre sviluppi complicati, quando cioè la spesa per la ricerca e sviluppo era già stata fatta, magari in un diverso luogo, formale o informale.

2.5 LA FONTE DELLE START-UP E’ UNA RICERCA GIÀ FATTA

In effetti solo nel 20 per cento dei casi la fonte dell’innovazione che ha originato l’impresa è una ricerca realizzata dopo la fondazione. Prevalde, tra le innovazioni originali, la fonte della creatività interna dei soci, che appare dominante su tutte le altre fonti.

In origine la ricerca del prodotto o dell'attività innovativa è derivata da ricerche e sviluppi (risposta multipla)

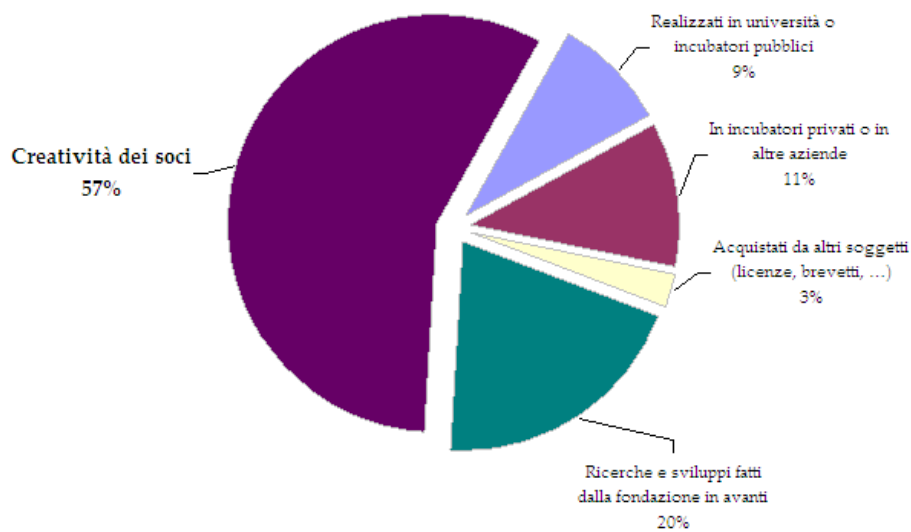


Figura 2.5

Un'impresa su cinque appare essere una specie di *Spin Off* formale o – più spesso – informale generato da ricerche che erano state realizzate in altri contesti (incubatori, Università, Grandi imprese). Non desta sorpresa il fatto che solo il 3 per cento delle imprese nasca per “valorizzare economicamente un brevetto”. Di base, infatti, c'è la bassa attitudine del nostro sistema regionale dell'innovazione di produrre innovazione codificata in brevetti e, in parallelo, c'è una collegata bassa propensione alla valorizzazione economica dei brevetti.

Il fatto che gli innovatori siano i soci stessi dell'impresa non costituisce una anomalia né una distorsione rispetto a un modello di funzionamento ideale del mercato delle Start Up innovative. E' piuttosto un problema il fatto che gli innovatori siano, oltre che promotori, anche i principali finanziatori, sostanzialmente mai affiancati in modo consistente da VC professionisti ed è un'anomalia che i promotori siano anche i manager dell'impresa anche a distanza di dieci anni dalla nascita.

2.6 RICERCATORE, INNOVATORE, PROMOTORE, FINANZIATORE, MANAGER: TROPPO!

Abbiamo provato a porre pari a 100 le fonti (le imprese potevano averne più di una) finanziarie delle Start Up al momento della fondazione. Ebbene, l'80 per cento delle fonti corrisponde ai promotori, ai famigliari e alle imprese di famiglia. E' la 3F Company che si manifesta nel ruolo di finanziatore, e siccome il promotore si consolida con l'innovatore, ecco che chi innova è anche colui che promuove e finanzia l'azienda.

Quali altre fonti di finanziamento avete avuto? (risp multipla)

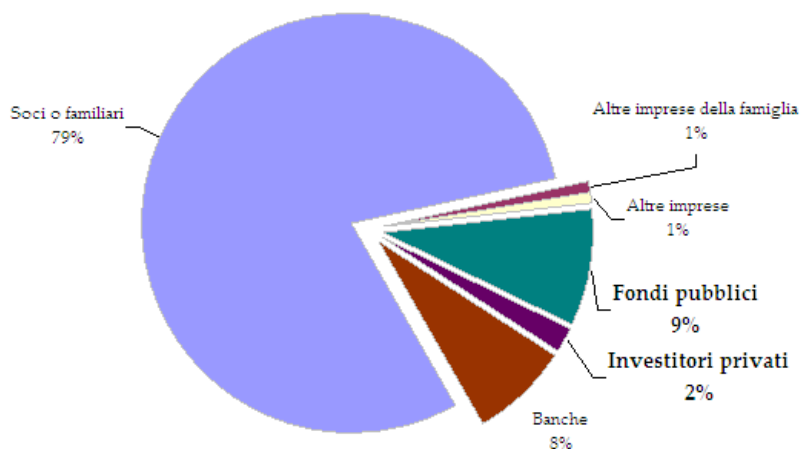


Figura 2.6

La “torta” in figura 2.6 individua grossolanamente la quota di mercato dei finanziatori privati e pubblici (questi ultimi nella forma di erogatori di incentivi, per lo più) in circa l’11 per cento delle fonti finanziarie (non ponderate) indicate.

Se si considerano però i valori, si deve considerare che a una successiva domanda le imprese hanno risposto che solo nell’88,3 per cento dei casi l’integrazione finanziaria del capitale dei “non promotori” è andata oltre il 25 per cento del capitale finanziario. Insomma, la *3F Company*, costituita dallo stesso innovatore e dai suoi famigliari è l’investitore dominante, e forse proprio per questo richiede anche un rapido e stringente ritorno degli investimenti. Il finanziamento diverso dalla *3F Company* ha superato il 50 per cento del capitale nel 6,5 per cento dei casi appena, mandando in minoranza gli innovatori e promotori.

Direbbe la teoria economica aziendale, che le Start-Up si finanziano per *round* successivi di finanziamento, subordinati al raggiungimento di specifici obiettivi. Il finanziamento delle Start-Up piemontesi ha invece avuto un solo *round* (quello iniziale) nel 73 per cento dei casi, mentre nel 27 per cento dei casi c’è stata necessità di un’integrazione del finanziamento. Anche qui il caso è da mettere in relazione alla particolare rapidità con cui le Start Up hanno raggiunto il galleggiamento “da sé”. A integrare il capitale sono stati i vecchi soci da soli nel 67 per cento dei casi, vecchi e nuovi soci nel 18 per cento dei casi, solo nuovi soci nel 15 per cento dei casi.

Attualmente nel 96 per cento dei casi i soci promotori posseggono ancora il controllo della società e sempre nel 97 per cento dei casi i manager sono espressi dagli stessi promotori. Al momento dell'intervista, poi, nel capitale delle società intervistate erano presenti soggetti terzi (non appartenenti alla *3F Company*) nel 9 per cento dei casi. Queste presenze comprendevano essenzialmente le Aziende più grandi (6%), i Private Investors (1,1%), i Soggetti pubblici (1,6%), i Fondi di PE (0,2%).

2.7 CHE COSA MANCA? ...NULLA E TUTTO

Il commento dei risultati dell'indagine è intuitivo. Le imprese innovative del Piemonte si basano sulle energie creative, imprenditoriali, finanziarie e manageriali dei promotori. Pur essendo difficile separare le ragioni alla base di questi comportamenti, ossia quanto questi comportamenti siano il frutto della volontà o del "gusto" "di non farsi comprare dal denaro" e quanto invece siano il frutto di carenze dell'offerta, fatta di investitori professionali con basso appetito per il capitale di rischio delle Start-Up tecnologiche, ci pare comunque che l'esito del comportamento trovato mostri luci e ombre:

- tra le luci, il fatto che le imprese innovative nascano con un obiettivo di profitto di breve termine che riescono per lo più a cogliere;
- tra le ombre, in primo luogo il fatto che l'impostazione basata essenzialmente sui fondi propri e l'obiettivo del profitto di breve termine facciano passare in secondo piano l'obiettivo della crescita. Solo il 7 per cento delle società intervistate in questo campione ha superato la soglia dei 20 addetti;
- ancora, tra le ombre, il fatto che le società innovative nascano come "società padronali" anche nel 3° millennio e neppure a causa dei fabbisogni finanziari evolvano verso la forma più competitiva nel capitalismo globale della "società manageriale"
- infine, in terzo luogo, è evidente che il socio innovatore e manager non può alla fine che privilegiare questo ruolo, con il risultato che la ricerca su cui era basata la società non venga proficuamente coltivata e che così il vantaggio di base, non tradotto in un vantaggio di quote di mercato abbastanza in fretta, si eroda progressivamente e che molte delle imprese in realtà dopo alcuni anni non facciano altro che cercare le condizioni di equilibrio finanziario ed economico minimizzando l'uso del personale e rinunciando, quindi, alle opzioni di crescita.

Il sondaggio, come abbiamo visto, ha mostrato una situazione economicamente equilibrata, ma purtroppo strutturalmente "pietrificata" in termini di organizzazione del settore delle

imprese High-Tech. Considerando il fatto che le risorse finanziarie, quando arrivano in quantità e a certe condizioni, possono essere la leva per rompere equilibri comodi ma poco competitivi, abbiamo provato a chiedere agli imprenditori quale fosse il loro appetito di capitale di rischio verso nuovi fonti di finanziamento delle imprese innovative, per vedere se qualche fonte riuscisse a risvegliare gli *animal spirit* degli innovatori del passato (fig. 2.7)

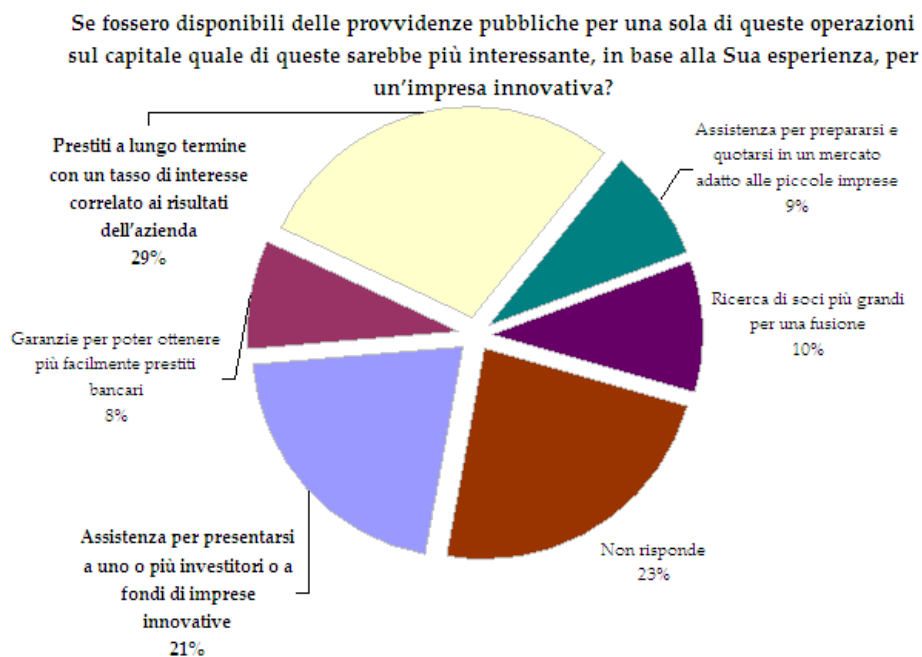


Figura 2.7

Il 23 per cento degli intervistati non ha risposto, ritenendo sostanzialmente di non avere fabbisogni insoddisfatti. Il 77 per cento degli imprenditori ha invece un sogno nel cassetto. Il sogno “meno nobile” è quello del denaro in prestito senza interessi fissi, ma correlati ai risultati, una sorta di prestiti partecipativi che riguardano il 29 per cento degli intervistati. Un ulteriore 8 per cento ha chiesto “garanzie” (pubbliche) per ottenere più finanziamenti bancari. Un imprenditore su cinque (21 per cento) desidererebbe però un’assistenza per avvicinare un fondo di VC o di PE e un imprenditore su 10 (10%) aspira a una fusione con soggetti più grandi, avendo evidentemente maturato la consapevolezza del proprio limite dimensionale. Il 9 per cento del campione, infine, trauguarderebbe una quotazione in un Junior Market azionario, come l’Expandi italiano o l’AIM di Londra, ma vorrebbe una guida (incentivata dalla politica pubblica, sicuramente) per raggiungerlo. Complessivamente, il 40 per cento delle imprese innovative tiene ancora aperte le porte a una strategia di crescita, ma probabilmente senza una “spintarella” non riuscirà a riprendere il timone e imbarcare

l'impresa, raggiunto l'equilibrio del bilancio, in una nuova rischiosa - ma forse appagante - avventura.

3. LA PAROLA AI TESTIMONI

I risultati dell'indagine hanno messo in luce aspetti parzialmente già noti, almeno agli addetti ai lavori, ma hanno consentito di farne emergere di nuovi e, quel che è più interessante, focalizzati sulla realtà italiana e, ancora più specificamente, piemontese. Si tratta di risultati significativi e, stante la tecnica di “costruzione” del campione, assolutamente rappresentativi della realtà che si è voluta fotografare.

Abbiamo, tuttavia, ritenuto opportuno integrare i risultati dell'indagine facendo “due parole” con i promotori di alcune start up, che hanno finora dimostrato di avere tutte le carte in regola per proseguire nel cammino di crescita, per cercare conferme dirette, discutere e approfondire gli aspetti più interessanti emersi dall'indagine.

Abbiamo, inoltre, esteso i colloqui all'altra faccia della medaglia, cioè agli investitori professionali in capitale di rischio, protagonisti, insieme alle start up, dello scenario rilevato, completandone la fotografia anche dal lato dell'”offerta”.

3.1 GLI INVESTITORI PROFESSIONALI IN CAPITALE DI RISCHIO

Sono stati condotti colloqui con i seguenti investitori professionali in capitale di rischio di start up innovative, operanti in Piemonte:

- Torino Wireless – Fondi Piemontech e Alpinvest
- Sviluppo Italia Piemonte

Al fine di allargare l'ottica dell'analisi abbiamo inoltre contattato Iniziativa Piemonte, fondo di PE operante sul territorio ma su settori “tradizionali” e Società Generale Asset Management, società francese a cui fanno capo diversi fondi che investono in start up innovative, sia nell'ambito IT che biotech.

I colloqui si sono sviluppati nell'ambito delle seguenti 4 aree tematiche:

- Caratteristiche strutturali e dimensionali
- Relazioni con le Imprese e le Istituzioni pubbliche
- Processi di valutazione, investimento e governance
- Attività di follow-up all'investimento

Gli incontri *vis a vis* hanno sostanzialmente confermato le caratteristiche, strutturali ed operative, dell'”offerta” di strumenti di finanziamento dell'innovazione, delineate nei due

capitoli precedenti. Più in dettaglio, volendo seguire l'articolazione nelle 4 aree tematiche, i principali punti emersi sono così sintetizzabili.

Caratteristiche strutturali e dimensionali

Se dimensioni ridotte e (relativamente) modesti volumi di capitali investiti e/o in attesa di "allocazione" sono caratteristiche del VC italiano, in Piemonte se ne registra un'amplificazione. A fronte di "portafogli" che, limitatamente agli operatori intervistati che investono in start up innovative, valgono complessivamente poco più di 50 milioni di €, la quota investita è minima. Ciò non è ascrivibile ad una generalizzata mancanza di iniziative imprenditoriali, ma alla recentissima costituzione di questi fondi¹⁴ e alla sostanziale prudenza nelle valutazioni e nelle conclusioni dei "deal". L'aspetto "prudenziale" è peraltro accentuato negli operatori intervistati che operano, per vocazione settoriale, con start up "innovative" e "high tech" dalle quali, come sottolineato nei capitoli precedenti, il mercato del VC ha preso le distanze negli ultimi 3 anni. Se si considera, infine, il ruolo "istituzionale" di alcuni degli operatori intervistati, nell'investire nelle fasi di "seed" o addirittura di "pre-seed", si giustificano ancora meglio le considerazioni appena svolte.

Relativamente al taglio medio degli investimenti, questo è spesso limitato ad alcune decine di migliaia di €. Lo stretto necessario, insieme agli apporti dei soci fondatori, per costituire la Società e consentirle di muovere i primi passi operativi. L'esiguità dei conferimenti non sembra, per gli operatori intervistati, un buon motivo per snellire i processi di valutazione del "deal" che, a parere di chi scrive, appaiono talvolta "sovradimensionati".

Relazioni con le Imprese e le Istituzioni pubbliche

La *partnership* pubblico-privato si manifesta principalmente sotto forma di conferimenti di capitale nei Fondi, da destinare agli investimenti in equity puro, ovvero in equity e capitale di debito contemporaneamente (es: Sviluppo Italia). Come si è avuto modo di sottolineare in precedenza, il settore degli investimenti in imprese innovative è uno degli ambiti in cui la *partnership* pubblico-privato può essere applicata in modo più efficace. Si registra pertanto che, sebbene i primi esperimenti all'interno di Torino Wireless siano un segnale positivo in questo senso, la strada da percorrere verso una piena operatività dell'"economia mista" è ancora lunga.

¹⁴ Stanti i limitati tagli degli investimenti, ipotizzando un valore medio di 100.000 € (assai inferiore ai 650.000 € medi del VC francese, ma più vicino alla dimensione dichiarata dagli operatori intervistati), le start up potenzialmente finanziabili, con le sole risorse ad oggi disponibili nei fondi considerati, sarebbero circa 500. Un numero di assoluto riguardo.

Le relazioni con il Politecnico, l'Università, gli Enti locali (Regione, Provincia, Comune), le CCIAA, le Associazioni di Categoria, ... sono sviluppate anche con finalità divulgative dell'attività dei soggetti intervistati. È soprattutto grazie a questa attività, sistematica e continuativa, che gli operatori hanno acquisito, in un tempo relativamente breve, "visibilità", almeno a livello locale, e capacità di attrarre candidature spontanee (principale canale di reclutamento dei *deal*). Non va tuttavia sottaciuto il desiderio di un maggior coordinamento tra tutti gli attori del sistema affinché gli obiettivi divulgativi, a beneficio sia degli investitori sia delle imprese innovative, vengano raggiunti grazie al loro coinvolgimento sinergico. Da questo punto di vista "fare sistema" risulta fondamentale per creare innovazione anche in ambito finanziario e per creare cultura e sensibilità all'investimento in capitale di rischio, in start up specialmente; tutti elementi che, in Piemonte, sono ancora in fase embrionale, se non praticamente inesistenti.

Processi di valutazione, investimento e governance

Per l'investitore disporre di competenze tecnico-scientifiche specifiche è tanto più importante quanto più la start up oggetto di valutazione si trova nelle prime fasi di vita. Poiché la mancanza di dati storici significativi rende impossibile qualsiasi tipo di analisi quantitativa orientata al passato, la valutazione dell'idea e del suo potenziale sfruttamento industriale e commerciale è principalmente basata sull'esperienza "tecnica" posseduta dal valutatore nel settore specifico della start up.

Redigere un *Business Plan* coerente, completo e credibile è sicuramente condizione necessaria per poter proseguire nel processo valutativo. Ma non è sufficiente. Tutti gli operatori intervistati attribuiscono un peso determinante alla fiducia che si ripone nell'imprenditore. Insomma, bisogna credere nella persona a cui si affidano i capitali, prima ancora che nell'idea. Il *Business Plan* deve comunque dimostrare la capacità dell'iniziativa di dare risultati positivi in 3-5 anni. Non esistono parametri di riferimento omogenei tra gli operatori intervistati; c'è chi predilige indicatori "finanziari" (es: free cash flow) e chi indicatori reddituali (es: IRR). Quello che è invece comune è:

- l'utilizzo di un solo parametro quantitativo di riferimento;
- l'obiettivo di "positività" del parametro nel medio periodo (3-5 anni).

Soprattutto quest'ultima considerazione supporta la tesi, esposta nel precedente capitolo, secondo cui c'è una tendenza delle start up italiane a privilegiare obiettivi "manageriali" di redditività particolarmente stringenti e di breve-medio periodo, che costituiscono un

potenziale freno alla crescita dimensionale delle imprese; condizione che, invece, richiede tempo e capitali.

Gli investimenti avvengono normalmente per “round” successivi e con tagli medi di qualche decina di migliaia di €. L’investimento complessivo, in ciascuna start up, non raggiunge mai la maggioranza del capitale.

A fronte dell’investimento effettuato dal fondo, viene normalmente richiesto un posto nel CdA dell’impresa, ma senza alcuna pretesa di ingerenza nella gestione della stessa, completamente affidata al management.

Il tempo che intercorre dal primo incontro conoscitivo alla eventuale conclusione positiva del *deal* varia ovviamente in funzione della dimensione di quest’ultimo. Per *deal* modesti, come quelli oggetto di analisi, può essere individuato un tempo medio di 5-6 mesi, di cui circa la metà dedicata agli aspetti burocratici e amministrativi. Un tempo non eccessivo, ma spesso percepito come tale (vd. paragrafo successivo) da imprenditori che, operando in un contesto fortemente competitivo e con un elevatissimo tasso di innovazione, rischiano di vedersi sfuggire opportunità di business per l’impossibilità di depositare un brevetto o rendere comunque difendibile la propria idea.

Attività di follow-up all’investimento

Terminato positivamente il processo valutativo e conferito il capitale, la start up “partecipata” viene seguita da un tutor, normalmente una risorsa “interna” dell’investitore, ma senza funzioni operative, che, come detto in precedenza, vengono completamente lasciate al management aziendale.

Il monitoraggio dell’investimento consiste sostanzialmente in una verifica periodica del rispetto del piano formalizzato nel *Business Plan*.

La fornitura di servizi reali, quali il supporto amministrativo, gestionale, di marketing non è mai fornito direttamente dal VC, ma, eventualmente, da partner “terzi” rispetto a quest’ultimo..

3.2 GLI IMPRENDITORI DELLE START UP

Fare “due parole” con gli imprenditori delle start up ci ha permesso di avere delle conferme “sul campo” dei risultati raccolti con l’indagine e di capire meglio alcuni aspetti del “mercato

dell'innovazione" e dell'"economia basata sulla conoscenza". Oltre a 3 realtà innovative¹⁵, che abbiamo ritenuto "meritevoli di credito" in termini di prospettive di sviluppo, ci è sembrato inoltre opportuno contattare anche I3P che, parlando di start up "high tech" in Piemonte, riveste chiaramente un ruolo importante.

I colloqui si sono sviluppati nell'ambito delle seguenti aree tematiche:

- Relazione tra impresa e Istituzioni pubbliche
- Relazione tra impresa e finanza
- Il vantaggio competitivo: il suo conseguimento e il suo mantenimento

Vengono di seguito riassunti i principali punti emersi dai colloqui per ciascuna area tematica

Relazione tra impresa e Istituzioni pubbliche

La disponibilità di contributi finanziari erogati attraverso iniziative "pubbliche" (es: Progetto "MIP" della Provincia di Torino, progetto "PMI" di Torino Wireless, L.22, ...) non è ritenuta fondamentale, a causa della complessità dell'iter burocratico richiesto e per l'intempestività di erogazione dei fondi, arrivati sempre "fuori tempo massimo" rispetto alle esigenze dell'impresa (dopo un anno o più dalla presentazione della domanda). Anche se si tratta di contributi erogati a fondo perduto e per ammontari talvolta non irrilevanti, se confrontati con la dotazione di capitale iniziale, si riscontra quindi una disillusione di fondo sugli strumenti finanziari "pubblici" a supporto delle prime fasi di vita delle start-up.

Deve, per contro, essere evidenziata la consapevolezza, manifestata dagli imprenditori intervistati, della incompleta conoscenza delle forme di "supporto" utilizzabili e disponibili, sia a livello locale, che nazionale ed europeo. E ciò non tanto per loro disinteresse, quanto per la mancanza di informazioni opportunamente istruite ed incanalate da operatori specializzati.

"Fare sistema" è un'esigenza manifestata e sottolineata anche dalle imprese, specie se di recente costituzione. In questo caso le esigenze di supporto sono, normalmente, maggiori e relative non solo e non tanto agli aspetti finanziari ma anche a quelli dei servizi reali e del supporto nel creare contatti di business all'interno di un network a cui difficilmente si potrebbe avere accesso. In questo ambito le start up si aspettano di più dal "sistema".

La finanza e la gestione d'impresa

¹⁵ Non vengono menzionate le ragioni sociali delle imprese, su esplicita richiesta degli imprenditori intervistati

Come conseguenza della “disillusione” per agli strumenti finanziari “pubblici” a supporto delle prime fasi di vita delle start-up, evidenziata al paragrafo precedente si deve registrare una rivalutazione del motto “chi fa da sé fa per tre”. Il capitale inizialmente conferito dai soci fondatori, a titolo di capitale sociale o di finanziamento, la disponibilità del/i promotore/i a non percepire redditi da lavoro per i primi mesi di vita dell’impresa e la capacità di autofinanziamento dell’impresa stessa, sono in definitiva le fonti a cui attingere e su cui puntare per sviluppare l’idea e il business da questa derivabile. Sembrerebbe addirittura che la “società 3F” si sia ristretta a “2F” (Family and Friends), perché dei “fools” non c’è traccia.

I colloqui fatti confermano che gli imprenditori delle start up high tech considerano la costituzione di queste società come un’attività non *capital intensive*, da affrontare senza grossi capitali e senza ricorrere né al credito bancario (ovviamente difficilmente ottenibile all’inizio) né a capitali di “terzi” non coinvolti operativamente nell’impresa.

Il VC è guardato con distacco, come una cosa “lontana” e comunque non un fattore propulsivo fondamentale per lo sviluppo dell’impresa. Anche il coinvolgimento di *Business Angel* è visto con scetticismo, sia per le difficoltà ad individuarli e contattarli, sia perché, anche dove esistono partecipazioni di questo tipo, è difficile riscontrare l’efficacia della componente “business” di questo supporto essendo prevalente quella “finanziaria”. Più in generale, non sono considerate fondamentali partecipazioni puramente “finanziarie” al capitale, mentre gli imprenditori si dimostrano più aperti a soluzioni di partecipazione da parte di soggetti in grado di supportare lo sviluppo del business in funzione delle competenze specifiche o del potenziale commerciale posseduti.

Tali considerazioni possono essere una delle principali cause della tendenza, evidenziata nei capitoli precedenti e confermata dalle situazioni analizzate, a privilegiare approcci gestionali orientati al raggiungimento della positività reddituale nel breve-medio periodo, inibendo o frenando potenziali di crescita dimensionale ben più ampi di quelli effettivamente raggiunti.

Un altro risultato dell’indagine, che risulta confermato dai colloqui effettuati, è la coincidenza della figura del finanziatore e del manager in capo al promotore. Chi ha avuto l’idea non solo è il principale finanziatore dell’impresa, attraverso i conferimenti di capitale e la rinuncia al percepimento di un congruo compenso, ma ne è anche il “gestore”, spesso qualificato come Amministratore Delegato.

Pur non potendo ovviamente considerare quanto rilevato presso le 3 imprese visitate rappresentativo della generalità delle start up “high tech” è comunque interessante notare che anziché a stars della “new economy”, con tassi annui di crescita dimensionali e di fatturato

esponenziali, ci siamo trovati di fronte a imprese che seguono sentieri di crescita “sostenuti” ma assolutamente “naturali” (“*Natura non facit saltum*” scriveva Darwin ne “L’evoluzione delle specie”). Sarà che la “bolla” è ormai scoppiata, sarà che il carattere “prudente” dei piemontesi si riflette anche sulle imprese ivi localizzate, ma tant’è.

Il vantaggio competitivo: il suo conseguimento e il suo mantenimento

Le start up nascono quando l’idea è già chiara nella testa dei promotori. Questo assioma, emerso dall’indagine, è anche confermato dai colloqui con gli imprenditori, le cui idee sono nate e si sono sviluppate “in laboratorio” prima della costituzione della società. In definitiva le start up nascono già con la disponibilità di un vantaggio competitivo, almeno nella testa dell’imprenditore. Costituita la società, le risorse, finanziarie ed umane, vengono impiegate per industrializzare l’idea o, in alcuni casi, il prototipo e per commercializzare il prodotto/servizio risultante. Può tuttavia capitare che durante le prime fasi di vita dell’impresa e, soprattutto, dopo i primi “contatti” con il mercato, l’imprenditore decida di deviare dall’idea originaria, al fine di mantenere il vantaggio competitivo dell’impresa piuttosto che dell’idea in senso stretto. Ecco, ad esempio, che una tecnologia sviluppata per il target *consumer* viene utilizzata per applicazioni *business*. Perché è questo che chiede il mercato.

Le start up sono imprese che, come tutte le altre, ricercano il profitto mediante la vendita dei propri beni/servizi dal che discende l’importanza di mantenere il contatto con il mercato. Siamo però nell’ambito dell’economia basata sulla conoscenza e sull’innovazione e pertanto non può essere trascurata l’importanza della formazione, della ricerca e del continuo *upgrade* tecnologico. Attività che richiedono risorse, sicuramente umane, ma anche finanziarie. In un contesto di scarsa disponibilità di capitali le start up *high tech* sembrano utilizzare un particolare fornitore di capitale: il cliente. Spesso, infatti, i progetti “incorporano” attività di ricerca e/o di innovazione che, pagata totalmente o parzialmente dal cliente, viene utilizzata nei progetti successivi. La pratica del co-finanziamento, specie per progetti importanti, consente quindi di superare eventuali restrizioni all’accesso al credito bancario nonché di evitare iter burocratici, relativi all’istruttoria deliberativa, spesso intempestivi rispetto ai fabbisogni operativi.

I brevetti non sono considerati uno strumento indispensabile per la protezione dell’idea e del business, sia per la limitata efficacia in un’economia, quella basata sull’innovazione e sulla conoscenza, in cui i confini dell’originalità di un’idea sono spesso labili, sia per l’indisponibilità di risorse (competenze e capitali) adeguate per completare l’iter necessario

nei tempi e per l'estensione territoriale ritenuta più opportuna. Quasi sempre, infatti, il semplice ottenimento del brevetto per l'Italia non risulta sufficiente allo scopo, essendo invece necessaria una copertura internazionale per la quale sono richieste competenze e risorse finanziarie al di fuori della portata della start up. In questo senso, sarebbero viste in modo assolutamente positivo, iniziative di supporto "reale" e non solo finanziario per l'intero iter di brevettabilità dell'innovazione incorporata nel bene/servizio offerto.

4. CONCLUSIONI OPERATIVE

4.1 LE OPINIONI DELLA TAVOLA ROTONDA

Prima di concludere il lavoro, i ricercatori hanno voluto confrontarsi *de visu* con una serie di testimoni privilegiati. Il 19 ottobre 2005 si è pertanto svolto, nella sede di Torino Incontra, Centro Congressi della Cciaa di Torino, un seminario ristretto cui hanno preso parte 21 testimoni¹⁶, i quali sono liberamente intervenuti dopo aver ascoltato una presentazione dei dati, e stimolati a rispondere a domande del tipo:

- i dati fanno emergere che i finanziamenti a fondo perduto (e le misure simili) non sono così utili: sarebbe bene cancellarli, riformarli, o sostituirli con altre forme di intervento finanziario, magari associate a forme di servizi reali?
- è vero che l'impresa "padronale" soffoca l'impresa "innovativa"? Che cosa fare per aiutare la seconda?
- il VC italiano ha spesso una taglia di investimento medio inferiore al VC europeo, già inferiore a quello Usa. E' un limite o una strategia?
- i deal dei PE specializzati in VC sono pochi. Troppo rischio? Difficoltà di intercettare gli affari? Diffidenza imprenditoriale, o che altro?
- le imprese innovative nascono, ma stentano a crescere. Ce la fa il 7 per cento. E' una percentuale da accrescere, ma come?

4.2 SINTESI DELLA DISCUSSIONE: SPUNTI E SUGGERIMENTI

Alla prima domanda, ossia sulle forme finanziarie, sono intervenuti tre testimoni¹⁷: il primo, responsabile di un incubatore, ha ricordato che la forma di investimento complementare al VC (secondo lo stadio opportuno) è l'investimento in prestiti. Le imprese innovative spesso non hanno tassi di crescita dell'assorbimento di circolante importanti e cash-flow operativi che non li supportano. Per evitare la tensione finanziaria, VC e banca dovrebbero agire in concordia e l'intervento del VC dovrebbe essere la "garanzia morale" che l'impresa sta sviluppando un progetto reale. La stessa opinione è stata espressa da un operatore di VC, che opera con 2 dei principali gruppi bancari italiani per facilitare la concessione di crediti alle

¹⁶ In rappresentanza dei seguenti enti: ABI, Bioindustry Park, Camera di commercio di Torino, Eporgen Venture spa, I3P, Iniziativa Piemonte, Lisem, New Venture Development, Provincia di Torino, Regione Piemonte, Sviluppo Italia e Torino Wireless.

¹⁷ Li citeremo senza il nome, data la riservatezza della riunione;

imprese nelle quali ha immesso il capitale di rischio. Il superamento della forma di finanziamento sotto forma di contributo a fondo perduto (che spesso arriva in ritardo ed è insufficiente, o comunque non determinante) è stato sostanzialmente condiviso dai decisori politici. Il Piemonte (secondo l'intervento di un funzionario apicale regionale) starebbe per riscrivere il programma triennale degli interventi della LR.34. In tale ambito, i nuovi aiuti che l'amministrazione vorrebbe progettare sarebbero articolati in tre grandi filoni:

- a) la creazione di un fondo di investimento nelle partecipazioni azionarie nelle imprese innovative (da realizzarsi anche attraverso fondi esistenti);
- b) la erogazione di "servizi reali" alle imprese innovative (in fase di concezione e definizione);
- c) la creazione di un fondo di controgaranzia specializzato sulle "garanzie di merito", ossia per le imprese che si trovano in condizioni speciali, come le imprese che, per esempio, stanno affrontando una fase di innovazione.

Il tema dell'impresa padronale, contrapposta all'impresa innovativa, è stato affrontato in due modi dal panel di esperti. In sostanza, gli esperti tendono a separare l'esperienza e l'apporto di indirizzo degli azionisti dall'esperienza e l'apporto di attività operativa dei manager. Se l'imprenditore che ha avuto l'idea innovativa ha carenze sotto entrambi i profili, in questo caso, la sua stessa impresa innovativa non nasce sotto i migliori auspici. L'intervento del VC rimedia normalmente alla mancanza di esperienza dell'imprenditore-azionista, ma il VC normalmente non ha le risorse interne (umane) o finanziarie per integrare direttamente il team di management dell'impresa. Sono gli imprenditori che devono garantire di avere (o acquistare) le competenze gestionali, altrimenti è difficile accedere agli investitori in capitale di rischio. Uno degli esperti – gestore di uno dei 5 principali fondi di VC in Italia – ha riferito, per esempio, che nel loro portafoglio, le imprese in cui essi hanno investito sono caratterizzate dall'impegno di un manager professionista. La maggior parte dei testimoni ha concordato che il ridotto numero di "deal" in Italia non sia solo il frutto di una bassa attitudine dei VC a "fare il proprio mestiere", ma dalla maggiore severità con cui oggi si valutano i dossier, dopo che nel 2000 il settore nazionale del VC ha bruciato quasi 1000 milioni di euro, messi a disposizione da istituzioni e famiglie, avendo investito in dossier che oggi forse non sarebbero più considerati. Insomma, se un imprenditore volesse "andare a nozze" con un VC i soldi non mancherebbero, nel sistema, ma è il modo che deve cambiare: occorre presentarsi con tutte le carte in regola, non bastano più i business plan e le labili condizioni di contorno di 5 anni fa. Le "persone" legate al business sono importanti quanto il brevetto che ne tutela lo sfruttamento.

Una cultura in questo senso però sta crescendo, e con questa nota la discussione si apre a un certo ottimismo. Delle 135 idee di impresa partecipanti alla Start-up Cup del 2005, 15 erano già *business plan* formalizzati e nei tre casi vincitori l'idea si era già ben strutturata: tutte le 3 prime *new-ventures* vincitrici del premio avevano in comune una domanda di brevetto all'EPO e tutte e 3 le prime *ventures* erano alla ricerca di un VC investitore in capitale di rischio.

Che fare, allora, per le start-up e il loro finanziamento? Si è fatto tutto? La risposta non è affermativa. Gli esperti del panel concordano su un fatto: il VC dei privati in Italia non ha pressoché alcuna forma di agevolazione. In altri paesi l'investimento nel VC ha forme di agevolazione fiscale: a volte sono forme di defiscalizzazione che riguardano direttamente le imprese innovative (come in Francia, dove le "giovani imprese innovative" - adottanti statuti speciali - hanno trattamenti fiscali fortemente convenienti); altre volte sono defiscalizzati i redditi degli investitori nelle imprese innovative, attraverso misure che consentono ai risparmiatori di considerare la detenzione di quote di fondi di VC come una sorta di "investimento di merito". In Francia, nuovamente, questa seconda classe di interventi che era già stata introdotta per incentivare l'accesso delle imprese alla Borsa, poi per facilitare il finanziamento dei PE ed è attualmente allo studio una misura analoga per aumentare la platea dei partecipanti ai fondi di VC: così i francesi avranno più frecce al loro arco. E noi? Non potremmo chiamare i VC francesi? La risposta è unanime e negativa.

All'unanimità gli intervenuti hanno concordato sulla natura essenzialmente "legata al territorio" degli investimenti in Venture Capital e quindi degli "investitori" in VC. Un territorio che vuole far crescere le sue imprese innovative (ma un tasso di successo del 7% per alcuni sarebbe già simile agli standard internazionali) dovrebbe facilitare la nascita degli investitori privati di VC locale. Quella del VC locale è una missione privata, ossia esercita nell'interesse degli azionisti, ma sull'esistenza ed efficienza della quale non è difficile scorgere un interesse pubblico. Tuttavia, dato per scontato che gli operatori di PE internazionale non vengano sul territorio pedemontano per gli affari che farebbero i VC, ma semmai compreranno in un secondo tempo le imprese sviluppate con successo dai VC, resta il problema di avere più VC sul territorio – in quanto il programma Yozma di Israele ha mostrato che non sono i VC a crescere quando ci sono le imprese innovative, ma sono le imprese innovative che hanno più *chanche* di essere scoperte e inserite su traiettorie di successo quando tra gli azionisti ci sono VC professionisti. Facciamo due conti: gli investimenti lordi delle imprese in Piemonte sono 17 miliardi per anno (al netto delle costruzioni). Al netto delle costruzioni e degli ammortamenti, gli investimenti netti (quelli

nuovi) scenderebbero però a circa 3 miliardi per anno. Se ci ponessimo l'obiettivo che gli investimenti nelle imprese innovative dovrebbero essere – a tendere – almeno il 25 per cento del totale e che dal mercato finanziario dovesse arrivare circa il 30 per cento dei fondi, si arriverebbe a un fabbisogno annuo di circa 200 milioni di nuovi investimenti in VC o, comunque, di investimenti in equity correlato ai processi innovativi. Una cifra importante, forse più un obiettivo di riferimento che un traguardo imminente, ma serve come riferimento per chiarire che, nonostante alcuni passi in avanti siano fatti, l'industria del finanziamento innovativo in Piemonte, come in Italia, è realmente allo stadio nascente e, perciò, bisognosa di una speciale attenzione.

4.3 A NEW GENERATION OF START-UPS NEEDED, A NEW GENERATION OF PUBLIC-PRIVATE TOOLS TOO

L'indagine ha messo in luce un folto segmento di imprese che, pur caratterizzandosi per un prodotto o una tecnologia innovativa, sono nate seguendo percorsi gestionali molto tradizionali: probabilmente troppo. Abbiamo trovato Start-Up molto diverse dall'equivalente anglosassone: ci siamo imbattuti in piccole società padronali, autofinanziate, autogestite, tese all'equilibrio economico di breve termine, al mantenimento del controllo, a “far da sè”, salvo la richiesta di incentivi pubblici (44%), per nulla essenziali e dei quali si sarebbe fatto a meno se non fossero pervenuti. E' fin troppo facile intuire l'atteggiamento di questi operatori di fronte ai primi VC: “razziatori” dell'ingegno altrui, altro che “facilitatori” dello sviluppo aziendale di un'innovazione tecnologica. E, per la verità, il comportamento dei VC “di casa nostra”, che hanno comprato e abbandonato la tecnologia seguendo le mode, non è stata una buona carta da visita.

Nondimeno, un passo in avanti è necessario. Le Start-Up che si dovessero ancora generare secondo questo modello, come pare evidente, difficilmente saranno in grado di dare un contributo importante al reddito e all'occupazione regionale. Per questo, i policy maker dovrebbero incominciare a riflettere sul fatto che il progresso in questo settore richiede cambiamenti culturali non secondari.

- In primo luogo, sul fronte del finanziamento delle imprese innovative bisognerebbe prendere atto del ritardo italiano nel VC (il nostro VC è 1:1000 di quello Usa) e che il VC è per selettività e dimensione degli interventi lo strumento per individuare le imprese che hanno possibilità di crescere e per accelerarne la crescita. Gli altri strumenti (es.: sussidi pubblici, Business Angels,...) non impattano sulla crescita, ma migliorano le condizioni dell'azienda in termini statici: ossia nel momento e nella

fase di sviluppo in cui si trova quando essa stessa ne beneficia. Per questo ragione, il VC dovrebbe essere fortemente promosso;

- In secondo luogo, considerando la “marcia indietro” ingranata dal VC italiano dall’High Tech, bisognerebbe prendere coscienza che i VC di nuova generazione non dovrebbero risultare il frutto esclusivo né di un intervento pubblico, né dell’iniziativa privata: una collaborazione è invece necessaria per progettare gli interventi da realizzare nel *seed* e negli *early stages* dello sviluppo delle imprese innovative, secondo i modelli francese, inglese e israeliano. Dimostrare che anche nella nostra Regione c’è la possibilità di concludere *deal* di successo è condizione necessaria affinché la catena “visibilità - afflusso di capitali – creazione di innovazione” possa chiudersi su se stessa creando un “anello” virtuoso.
- In terzo luogo, ancora sul fronte degli incentivi, si tratterebbe di diventare consapevoli che gli incentivi pubblici non selettivi (opposti al VC) hanno un basso impatto, non muovono gli investimenti e si traducono in semplici abbattimenti fiscali ex-post; da queste forme di incentivazione si potrebbero trarre risorse, nazionali e locali, da destinare al settore del capitale di rischio per le Start Up tecnologiche;
- Conseguentemente, come accade in altri paesi, i PE Fund che si occupano di VC dovrebbero essere defiscalizzati (almeno parzialmente) e fondi di garanzia dovrebbero essere istituiti per proteggere gli investitori da alcuni rendimenti negativi fortemente anomali;
- Sul versante delle imprese, gli incentivi dovrebbero essere rivolti a rendere più visibili le imprese meritevoli ai VC Fund ed abbassare i costi impliciti di *due diligence* degli investimenti.

Infine, è difficile terminare queste conclusioni preliminari senza ricordare che un forte *gap* resta l’approccio alla creazione delle imprese. L’impresa nei settori moderni nasce ancora come un’impresa tradizionale di un’epoca passata. L’alternativa dell’impresa moderna, tecnologicamente e organizzativamente, si costruisce lentamente. Occorre puntare a una nuova generazione di Start Up, capaci di nascere con il piede giusto, ossia senza sottocapitalizzazioni, prestando un’attenzione bilanciata e armoniosa ai diversi settori dell’impresa: un occhio alla tutela del vantaggio tecnologico e uno alla conquista del mercato di sbocco. Nelle nuove Start Up i promotori e i ricercatori dovrebbero essere affiancati da manager e gli azionisti dovrebbero essere attenti al contesto concorrenziale e ai concorrenti, perché le strade della crescita spesso non sono endogene, ma passano per le fusioni e le

acquisizioni. Fino a oggi gli imprenditori delle Start Up sono come quei ciclisti che intravista una meta, salgono sulla bici, guardano il manubrio, evitano le buche ma alla fine perdono l'orientamento strategico e non raggiungono la destinazione. Le Start Up di nuova generazione devono avere team di management e non "padroni": team multidisciplinari capaci di evitare le buche (guardando il manubrio), mantenendo un occhio fisso verso l'orizzonte: solo così si arriva lontano e il ciclista porta la bici al traguardo. Le idee insomma fertilizzano altre idee: quelle sulla tecnologia non bastano, occorrono anche pensieri evoluti nel marketing, nella gestione, nell'organizzazione, nella finanza e nella pianificazione strategica. Lo scambio di idee è più forte della migliore idea, perché i risultati si cumulano: lo sapeva George Bernard Shaw, creativo e innovatore, senza essere un tecnologo.

5. STATISTICHE QUESTIONARI START-UP

CAMPIONE: 442 imprese innovative (compresi i questionari su zoomerang)*

Sono state escluse le imprese che hanno detto di essere state fondate (all'origine) prima del 1995 o nel 2005

(Domanda esatta: "In quale anno è stata fondata all'origine la Sua impresa?")

Sono state anche escluse le imprese che alla domanda: "Lei definirebbe il prodotto principale della Sua

Impresa o l'attività che vi si svolge come un prodotto o un'attività dai contenuti prevalentemente innovativi o tradizionali?", hanno risposto tradizionali (SONO 87 IMPRESE).

[Definizione di riferimento di prodotto innovativo:

Un prodotto che soddisfa un bisogno nuovo o ne soddisfa meglio uno già esistente, oppure che ha un processo di produzione che consuma meno risorse e riduce i costi]

Se non diversamente indicato le % sono calcolate sul totale degli intervistati

*File provenienza dati: Start-up-risultati-1. mdb

Tabella: 3-originale-Innovative + ZOOM_senza doppie e dubbie_riordinata_1

DOMANDE DI USCITA DAL QUESTIONARIO PER LE IMPRESE TRADIZIONALI:

2.1. Negli ultimi tempi ci sono state innovazioni importanti per la Sua impresa che aveva in programma, ma che ha messo da parte? (Le imprese tradizionali sono 87)

Si	8,0%
No	92,0%
TOTALE	100%

2.2. Se Sì, per quale motivo?

Mi sembrano premature per come sta andando il mercato	0,0%
Non ho ancora trovato il modo di finanziarle	100,0%
Saprei come finanziarle, ma richiedono un impegno organizzativo che per ora non posso destinare	0,0%
TOTALE	100%

PROSEGUIMENTO QUESTIONARIO, SOLO PER LE IMPRESE INNOVATIVE:

Dati
campione
principale

3. Alla nascita il finanziatore prevalente dell'impresa è stato:(solo una risposta)

Soci o familiari	92,7%
Altre imprese della famiglia	0,7%
Altre imprese	0,9%
Fondi pubblici	3,2%
Investitori privati	0,7%
Le banche	1,8%
TOTALE	100%

4. Quali altre fonti di finanziamento avete avuto? (domanda a risposta multipla)

Soci o familiari	81,2%
Altre imprese della famiglia	0,9%
Altre imprese	0,9%
Fondi pubblici	9,0%
Investitori privati	1,8%
Le banche	7,7%
TOTALE	101,5%

5. Quanto tempo è trascorso dalla nascita dell'idea d'impresa all'effettivo avvio dell'impresa? (una risposta)

Meno di 6 mesi	76,7%
Da 6 mesi a un anno	14,0%
Da uno a due anni	4,5%
Più di due anni	0,7%
Non risponde	4,1%
TOTALE	100%

6. La ricerca di finanziamenti nella fase iniziale quanto tempo ha richiesto? (una risposta)

Meno di un mese	80,3%
Da uno a tre mesi	12,7%
Da tre a sei mesi	3,8%
Da sei mesi ad un anno	0,7%
Oltre un anno	2,5%
TOTALE	100%

7. Per trovare finanziamenti di quali intermediari o consulenti avete fatto uso? (domanda a risposta multipla)

Commercialisti, avvocati e professionisti di fiducia	2,0%
La banca	3,2%
Il confidi	0,9%
L'associazione di categoria	1,6%
Amici, parenti e conoscenti	0,7%
Enti pubblici come la Camera di Commercio, Finpiemonte e simili	4,3%
Nessuno, abbiamo provveduto da noi a cercarli	88,5%
TOTALE	101,2%

8. Grazie a questi apporti esterni in che misura è stata coperta la necessità di capitali? (una risposta)

Completamente	1,8%
Per oltre il 75%	1,1%
Fra il 50% e il 75%	3,6%
Fra il 25% e il 50%	5,0%
Non oltre il 25%	88,3%
TOTALE	100%

9. Il capitale inizialmente sottoscritto dai soci è stato successivamente integrato o aumentato nei primi anni di vita dell'impresa?

Si	27,2%
No	72,6%
Non risponde	0,2%
TOTALE	100%

9.1. Se sì, a queste nuove fasi di finanziamento hanno partecipato nuovi soci oppure gli stessi che erano già presenti in precedenza? (una risposta: % su chi ha risposto sì alla domanda precedente)

(NOTA: 2 imprese che a questa domanda hanno risposto "entrambi", alla domanda 20 hanno detto di non avere soci diversi dai promotori iniziali.

3 imprese che alla 9.1 hanno detto "solo vecchi soci", alla 20 hanno detto "I soci dell'impresa diversi dai promotori iniziali sono stati cercati dall'impresa")

Solo nuovi soci	15,0%
Solo vecchi soci	66,7%
Entrambi	18,3%
TOTALE	100%

10. Dopo quanti anni l'impresa ha raggiunto un risultato operativo positivo?

Dopo 1 anno	53,8%
Dopo 2 anni	16,5%
Dopo 3 anni	8,8%
Dopo 4 anni	3,4%
Dopo 5 anni	1,8%
Dopo 6 anni	0,2%
Dopo 9 anni	0,5%
Non l'abbiamo ancora ottenuto, ma contiamo di raggiungerlo nel 2005	4,3%
Non l'abbiamo ancora ottenuto, ma contiamo di raggiungerlo nel 2006	3,2%
Non l'abbiamo ancora ottenuto, ma contiamo di raggiungerlo nel 2007	0,9%
Non risponde	6,6%
TOTALE	100%

11. Attualmente nella struttura del capitale sono presenti partecipazioni o interessenze di: (% sul totale intervistati)

	Si
Aziende più grandi	5,9%
Fondi chiusi	0,2%
Soci privati non operativi, non della famiglia	1,1%
Soggetti pubblici oppure privati, ma sempre a controllo pubblico	1,6%
TOTALE	8,8%

12. I soci promotori possiedono attualmente ancora almeno il 51% delle quote della società?

Si	96,4%
No	3,4%
Non risponde	0,2%
TOTALE	100%

13. Il management è attualmente espressione, in modo prevalente: (una risposta)

Dei promotori originari	96,8%
Di manager professionisti	1,8%
Altro (nuovi investitori)	0,5%

Altro (altri soci)	0,2%
Altro (nuovi investitori + promotori)	0,2%
Non risponde	0,5%
TOTALE	100%

14. La società ha richiesto agevolazioni finanziarie pubbliche?

Alla nascita	7,5%
Dopo la nascita	35,3%
Lo facciamo regolarmente	1,3%
Non ci interessano i fondi pubblici	55,9%
<i>* Chi ha dato questa risposta è passato alla domanda 14.5</i>	
TOTALE	100%

14.1. Di che tipo di agevolazioni si trattava? (risposta multipla: % sul totale intervistati, esclusi coloro che non si dichiarano interessati ai fondi pubblici – domanda 14)

Contributi a fondo perduto	64,6%
Finanziamenti a tasso agevolato	53,3%
Crediti d'imposta	6,7%
Particolari garanzie per accedere alle banche	1,0%
TOTALE	125,6%

14.2. Li avete ottenuti? (una risposta: % sul totale intervistati, esclusi coloro che non si dichiarano interessati ai fondi pubblici – domanda 14)

Sempre	67,2%
Il più delle volte	11,8%
Raramente	1,5%
Mai	19,5%
TOTALE	100%

14.3. Sono arrivati in tempo, cioè quando ne avevate necessità (% su chi ha ottenuto agevolazioni finanziarie pubbliche – risposte alla domanda 14.2: sempre, raramente, il più delle volte)?

Si	65,6%
No	32,5%
Non risponde	1,9%

TOTALE	100%
--------	------

14.4. Gli importi finanziati o agevolati: (una risposta: % su chi ha ottenuto agevolazioni finanziarie pubbliche – risposte alla domanda 14.2: sempre, raramente, il più delle volte)

QUESTI INTERVISTATI PASSANO DIRETTAMENTE ALLA DOMANDA 15

Sono stati fondamentali per l'innovazione dell'impresa	16,6%
Sono stati utili, ma avremmo investito lo stesso	66,2%
Sono stati di limitata utilità	16,6%
Non risponde	0,6%
TOTALE	100%

14.5. Per quali ragioni? (massimo 3 risposte: solo per coloro che NON sono interessati ai finanziamenti pubblici)

Non sapevamo esistessero	5,7%
Troppa burocrazia per le richieste	18,2%
Non si sa prima se poi ci saranno i soldi	5,3%
Tanto gli importi sono sempre bassi	2,0%
Costa meno andare in banca	5,3%
Altro (specificare) <small>(Per dettaglio risposte "Altro" vedere file Excell)</small>	74,5%
Non risponde	1,6%
TOTALE	112,6%

15. Nei primi 18 mesi di vita dell'impresa avete ottenuto un fido o un prestito bancario?

Sì, abbiamo avuto accesso al credito	<small>* Chi risponde si passa alla domanda 16</small>	58,1%
No, non ne avevamo bisogno		38,5%
No, ne avremmo avuto bisogno, ma non avevamo le garanzie		2,3%
Non risponde		1,1%
TOTALE		100%

15.1. Se no, ne avete richiesti in tempi successivi?

Si	23,2%
No	75,2%
Non risponde	1,6%
TOTALE	100%

16. Rispetto all'origine dell'impresa il finanziamento dell'innovazione dal Suo punto di vista è:

Migliorato molto	2,5%
Migliorato abbastanza	23,5%
Un po' peggiorato	29,7%
Molto peggiorato	10,0%
Non risponde	34,3%
TOTALE	100%

17. In origine la ricerca del prodotto o dell'attività innovativa è derivata da ricerche e sviluppi: (risposta multipla)

Realizzati in Università o incubatori pubblici	11,3%
Realizzati in incubatori privati o in altre aziende	13,8%
Acquistati da altri soggetti (licenze, brevetti, ...)	3,2%
Ricerche e sviluppi fatti dal momento della fondazione in avanti	25,3%
Creatività dei soci	72,4%
Altro (specificare) <small>(per dettaglio "altro" vedere file Excell)</small>	0,6%
Non risponde	0,2%
TOTALE	126,8%

18. I problemi di finanziamento hanno ritardato all'origine l'innovazione dell'impresa o la sua introduzione sul mercato? (una risposta)

Molto	2,0%
Abbastanza	6,8%
Poco	8,2%
Per nulla	82,8%
Non risponde	0,2%
TOTALE	100%

19. L'azienda ha forse realizzato un business-plan: (una risposta)

Sì (questa risposta indifferenziata è stata introdotta da Jolly)	2,0%
Sì, all'inizio della sua vita	41,2%
Sì, in un momento successivo	10,4%
Non è mai stato preparato <small>* Chi ha dato questa risposta passa alla domanda 20</small>	46,4%

TOTALE	100%
---------------	-------------

19.1. Tale business-plan è mantenuto costantemente aggiornato?

Si	74,7%
No	25,3%
TOTALE	100%

20. I soci dell'impresa diversi dai promotori iniziali: (una risposta)

Sono presenti perché sono stati cercati dall'impresa	9,7%
Hanno cercato l'impresa di loro iniziativa	5,7%
Non abbiamo soci diversi dai promotori iniziali	84,4%
Non risponde	0,2%
TOTALE	100%

21. Se fossero disponibili delle provvidenze pubbliche per una sola di queste operazioni sul capitale quale di queste sarebbe più interessante, in base alla Sua esperienza, per un'impresa innovativa? (una risposta)

Assistenza per presentarsi a uno o più investitori o a fondi di imprese innovative	20,8%
Assistenza per prepararsi e quotarsi in un mercato adatto alle piccole imprese	8,8%
Garanzie per poter ottenere più facilmente prestiti bancari	8,4%
Prestiti a lungo termine con un tasso di interesse correlato ai risultati dell'azienda	28,7%
Ricerca di soci più grandi per una fusione	10,0%
Non risponde	23,3%
TOTALE	100%

22. Quante persone lavorano presso la Sua impresa, compresi i soci e i collaboratori a tempo pieno o quasi? (Risposta: numero). Media (escludendo chi non ha risposto: 12,6 persone)

(% su intervistati):

Da 1 a 5	53,8%
Da 6 a 10	25,6%
Da 11 a 20	13,1%
Da 21 a 50	3,6%

Da 51 a 100	1,8%
Oltre 100	1,1%
Non risponde	0,9%
TOTALE	100%