



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
in Sviluppo Economico e
dell'Impresa, Imprenditorialità e
Finanza

Tesi di Laurea

—
Come si finanzia un'impresa
innovativa?

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Relatore

Prof. Guido Massimiliano Mantovani

Laureando

Marco Bordin

Matricola 836546

Anno Accademico

2015 / 2016

Indice

Introduzione.....	4
1. Le imprese innovative.....	6
1.1 Le start-up e le PMI innovative.....	6
1.2 Innovazione come driver per lo sviluppo delle imprese.....	11
1.3 Il ciclo di vita dell'impresa innovativa e le relative fonti di finanziamento.....	13
Dalla nascita dell'idea alle epoca di maturità di un'impresa gli steps da perseguire sono innumerevoli ed ogni step è caratterizzato da specifiche condizioni.....	13
2 Inefficienze di mercato.....	22
2.1 La teoria dell'agenzia.....	22
2.2 Gli effetti delle asimmetrie sul credito.....	27
2.3 Innovazione e capitale di rischio.....	29
3 Imprenditori.....	41
3.1 Gli imprenditori e le difficoltà nel finanziarsi.....	41
3.2 Analisi empirica.....	43
3.3 Imprenditori e finanziatori.....	48
4 Le fonti di finanziamento in capitale di rischio.....	54
4.1 Crowdfunding.....	55
4.1.1 Caratteristiche.....	56
4.1.2 Fase del ciclo.....	60
4.1.3 Come fa un'impresa a raggiungere il proprio finanziatore?.....	61
4.1.4 Il mercato italiano del crowdfunding.....	64
4.2 Business Angels.....	72
4.2.1 Caratteristiche e Tipologie.....	78
4.2.2 Fase del Ciclo e Aree di Investimento.....	82
4.2.3 Interviste.....	86
Associazione di business angels.....	86
Business angels singolo.....	90
Competenze.....	92
4.3 Incubatori.....	93
4.3.1 Modelli di Business	97
4.3.2 Servizi offerti dagli incubatori.....	98
4.3.3 Effetti sul mercato e misura del successo	103
4.3.4 Intervista ad H-Farm.....	106
4.4 Venture Capital.....	110
4.4.1 Caratteristiche e tipi.....	116
4.4.2 Fase del ciclo.....	120
4.4.3 Dati.....	123
5 Conclusioni.....	126
Bibliografia.....	137

Introduzione

La presente ricerca mira ad analizzare le difficoltà che le imprese innovative incontrano nella raccolta di risorse finanziarie e comprendere quali siano le fonti ottimali per sostenere la crescita di questa tipologia di imprese.

La prima parte dell'elaborato ha l'obiettivo di fornire al lettore un quadro complessivo circa questa particolare categoria di imprese, ovvero le imprese innovative. Verrà infatti effettuata un'analisi circa le forme giuridiche speciali sviluppate dalla giurisprudenza italiana al fine di aiutare le imprese innovative a crescere. Successivamente verranno illustrate le varie fasi del ciclo di vita dell'impresa innovativa e verranno inoltre specificate le esigenze dell'impresa correlate alle attività specifiche di ogni fase di vita dell'impresa innovativa. Chiaramente le attività e le relative esigenze cambiano in base alla fase di vita dell'impresa: un'azienda multinazionale non avrà le stesse esigenze di una *start-up*. Verranno poi evidenziate le inefficienze del mercato dei finanziamenti riportate dalla letteratura scientifica. Verrà dunque spiegato in che modo le asimmetrie informative impattano sull'erogazione di finanziamenti da parte degli investitori.

Successivamente, l'elaborato offre un'analisi circa il rapporto tra fonti di finanziamento ed imprese innovative e le difficoltà delle imprese nel finanziare l'innovazione.

Sono poi state approfondite le quattro fonti di finanziamento in *equity* ritenute maggiormente interessanti per le imprese innovative, ovvero *crowdfunding*, *business angel*, incubatori e *venture capital*.

L'approfondimento illustra i vantaggi ed i costi relativi al finanziarsi con ciascuna fonte sopra citata.

Dall'analisi emerge dunque l'importanza delle competenze nello sviluppo dell'impresa e l'importanza di accedere alle risorse dei finanziatori in capitale di rischio poiché questi tendono ad apportare anche competenze e non solo risorse finanziarie. L'effetto di finanziare un'impresa innovativa mediante capitale di rischio è quello di sostenere maggiormente la crescita completando le competenze dell'imprenditore con quelle dei finanziatori.

1. Le imprese innovative

1.1 Le start-up e le PMI innovative

Il termine start-up è sempre più diffuso e si sente parlare spesso di innovazione. Questo principalmente perché si tratta di temi sia di grande attualità sia di notevole importanza al fine di far crescere economie che presentino un elevato grado di maturità.

Nell'ultimo periodo la corsa all'innovazione ed alla creazione di start-up è paragonabile alla caccia all'oro nel far west. È proprio nel "far west" che nasce uno dei principali cluster dell'innovazione, precisamente nella Silicon Valley, vicino a San Francisco. Qui nascono innumerevoli imprese innovative e non solo: la Silicon Valley è anche il luogo in cui è situata una delle Università che studia in maniera più intensa il fenomeno dell'imprenditorialità, ovvero la *Stanford University*.

Anche l'Italia vanta alcune realtà innovative eccellenti. Nascono sempre più spesso start-up al servizio di un'economia "stanca", le quali sono in grado di innovare prodotti e processi. Dunque la start-up non è uno strumento di innovazione fine a se stesso, è un mezzo che oltre a produrla la diffonde nel mercato e diviene dunque strategica per l'intera economia. Per questo motivo lo Stato Italiano ha deciso di regolamentare questo particolare tipo di imprese.

Per essere considerata start-up un'impresa deve sottostare ad una precisa normativa, ovvero la Legge 221/2012, figlia del [DL Crescita 2.0](#).

Questa normativa impone sette criteri che l'impresa deve rispettare per poter essere considerata start-up e, di conseguenza, per potersi iscrivere al registro delle imprese dedicato ad esse.

La normativa sopra citata prevede che le start-up siano società di capitali non quotate, aventi come sede principale dei loro affari ed interessi l'Italia e costituite da non più di sessanta mesi dalla presentazione della domanda. La start-up inoltre non può avere un valore totale di produzione a bilancio maggiore di cinque milioni di euro, non può distribuire e non può aver distribuito utili. Altro requisito fondamentale perché un'azienda venga considerata start-up è l'innovazione tecnologica che la contraddistingue da una qualsiasi attivazione di una nuova attività e/o impresa. La start-up inoltre non può nascere da una fusione/scissione societaria o nemmeno da cessione di azienda o di ramo di azienda. Infine la start-up deve possedere almeno uno dei seguenti requisiti:

- le spese in ricerca e sviluppo devono essere maggiori o uguali al 15 per cento del maggiore tra valore totale della produzione e costo. (le spese relative allo sviluppo precompetitivo e competitivo, quali sperimentazione, prototipazione e sviluppo del *business plan*, le spese relative ai servizi di incubazione forniti da incubatori certificati, i costi lordi di personale interno e consulenti esterni impiegati nelle attività di ricerca e sviluppo, inclusi soci ed amministratori, le spese legali per la registrazione e protezione di proprietà intellettuale, termini e licenze d'uso. Dal computo per le spese in ricerca e sviluppo sono escluse le spese per l'acquisto e la locazione di beni immobili.);
- per quanto riguarda le risorse umane, almeno un terzo del totale

dei dipendenti e/o collaboratori deve essere in possesso di un titolo di dottorato di ricerca o deve saper dimostrare di essere nell'iter per ottenerlo, oppure deve essere in possesso di una laurea di primo livello e dimostrare di aver svolto per almeno tre anni attività di ricerca certificata. In alternativa la start-up deve impiegare in percentuale maggiore o uguale a due terzi della forza lavoro complessiva personale in possesso di laurea magistrale;

- infine, dev'essere titolare, depositario o licenziatario di almeno una privativa industriale relativa ad un'invenzione industriale o biotecnologica, ad una topografia di prodotto a semiconduttori o ad una nuova varietà vegetale ovvero sia titolare dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore, purché tali privative siano direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività d'impresa.

L'impresa che rispetta i criteri sopra citati potrà iscriversi allo speciale registro delle imprese e potrà dunque accedere ai vantaggi legati a questa registrazione. Le start-up infatti possono godere di agevolazioni quali alleggerimenti burocratici e fiscali per tutte le operazioni legate al registro delle imprese, piuttosto che di una gestione societaria flessibile e di una disciplina del lavoro sviluppata specificamente per esse. Le start-up possono inoltre accedere a specifici piani di incentivazione in *equity*, possono accedere all'*equity crowdfunding*, possono godere di facilitazioni nell'accesso al credito bancario. Inoltre, queste particolari imprese godono di incentivi fiscali all'investimento e *fail-fast*.

In Italia ad oggi sono registrate ben 6097 start-up. La regione Lombardia conta su ben 1324 registrazioni ed è seguita dal Lazio (611), dal Veneto (464) e dalla Campania (385).

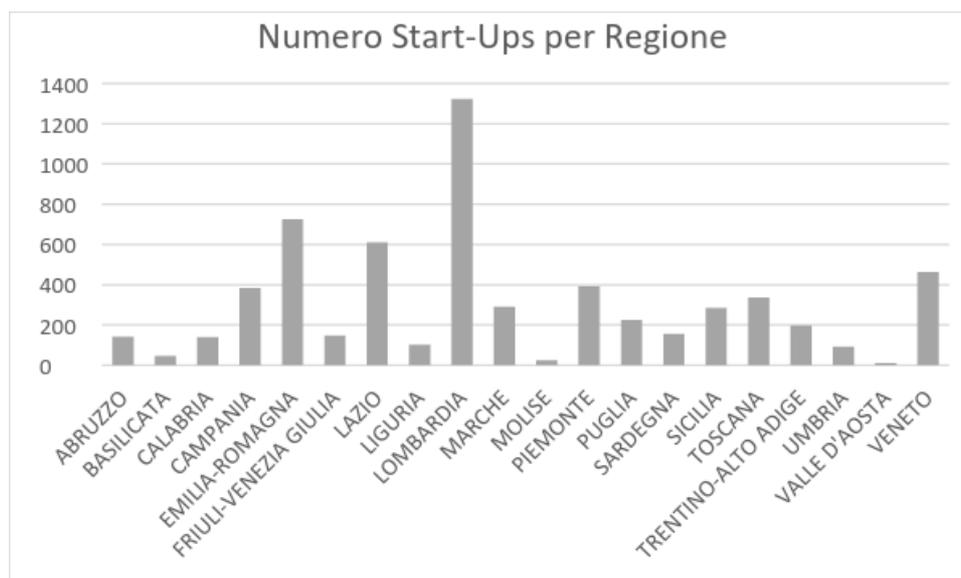


Illustrazione 1: Fonte: registrodelleimprese.it Luglio 2016

Tuttavia, quando si parla di innovazione non è sufficiente analizzare esclusivamente il modello start-up. La normativa italiana prevede infatti un'altra tipologia di imprese in grado di favorire l'innovazione: le PMI innovative. Grazie alla Legge 24 Marzo 2015 n.33, che ha convertito il DL 3/2015 (anche detto "Investment Compact"), nasce appunto questa nuova tipologia di imprese al fine di aumentare la competitività del tessuto imprenditoriale italiano e stimolare l'innovazione.

Così come le start-up, anche le PMI innovative devono essere società di capitali, che abbiano almeno una filiale o una sede produttiva in Italia e che rispettino i criteri legali per poter essere considerate PMI.

Chiaramente queste particolari PMI devono rispettare anche alcuni parametri legati all'innovazione, ad attività e spese in ricerca, sviluppo e innovazione, titoli di studio ed esperienze professionali dei soci e del personale relazioni professionali, di collaborazione o commerciali con incubatori certificati, investitori istituzionali e professionali, università e centri di ricerca diritti di privativa su proprietà industriale e intellettuale.

Anche per PMI innovative sono previste delle agevolazioni, molte delle quali coincidono con quelle riservate alle start-up, come ad esempio una normativa più flessibile per la gestione societaria, la possibilità di ricorrere ad incentivi in *equity*, una disciplina fiscale favorevole per la remunerazione di consulenti e dipendenti, la possibilità di utilizzare l'*equity crowdfunding* come metodo di finanziamento dell'impresa, delle facilitazioni all'accesso al credito e degli incentivi fiscali all'investimento.

Per accedere a queste agevolazioni, le PMI innovative devono essere iscritte nell'apposita sezione del Registro delle Imprese.

Il numero di PMI innovative iscritte all'apposito registro è decisamente inferiore rispetto alle start-up. In Italia se ne contano infatti appena 218 distribuite nelle varie regioni come riportato nel seguente istogramma (Figura 2) :

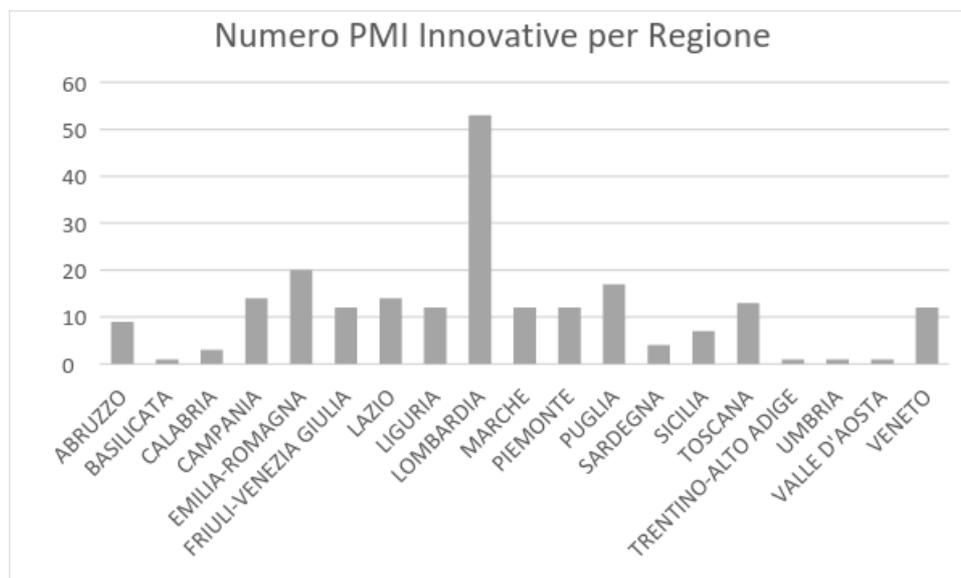


Illustrazione 2: Fonte: registrodelleimprese.it Luglio 2016

1.2 Innovazione come driver per lo sviluppo delle imprese

Osservando il mercato reale ed intervistando imprenditori di successo ci si accorge di come le aziende che non sono in grado di produrre innovazione nel medio-lungo termine falliscono o chiudono. Il concetto di innovazione è spesso frainteso. Sovente, l'innovazione viene categorizzata meramente come tecnologica, tuttavia questo concetto è ben più ampio. Innanzitutto, l'innovazione non è altro che la capacità di rendere applicabile un'invenzione portandola al mercato così come teorizzò J.A. Schumpeter nel 1911¹. Essa può riguardare un prodotto, un processo, un metodo relativo al marketing, all'organizzazione o in generale di business.

Quindi l'innovazione non riguarda solo multinazionali o start-up, ma tutte

¹ Schumpeter, J.A. 1911. *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1934.

le imprese che operano nel mercato. Il vantaggio competitivo di un'impresa nel mercato si può ottenere in due modi:

- vantaggio di costo;
- vantaggio per differenziazione di prodotto o servizio.

In ambedue i casi il vantaggio è ottenuto tramite innovazione: nel primo caso l'innovazione serve per trovare un modo più efficiente di produrre il bene o erogare il servizio, nel secondo caso per aumentarne la qualità percepita dal cliente. Dunque, per ottenere un qualsiasi tipo di vantaggio nei confronti dei concorrenti le aziende devono produrre innovazione. Tanto maggiore è il livello di concorrenza del mercato, tanto maggiore deve essere la capacità di produrre innovazione dell'impresa. Un esempio di questo tipo è Warca s.a.s., una piccola realtà artigiana legata al mondo della meccanica di precisione. Questa azienda realizza cilindri gommati e pezzi stampati in gomma e silicone. Un paio di anni fa, l'imprenditore ha studiato un materiale innovativo: il poliuretano per colata. Grazie a questo nuovo materiale l'impresa ha raddoppiato il fatturato in due anni.

E' importante notare quindi come l'innovazione non sia solo un driver per la crescita dell'impresa, ma anche lo strumento necessario affinché l'impresa non perda competitività nel mercato. Innumerevoli sono infatti le imprese italiane che a causa dei prodotti cinesi maggiormente concorrenziali in termini di costo si sono trovate in serie difficoltà poiché non hanno innovato né i prodotti, né i processi.

Un segnale forte che lo stato italiano ha dato è quello della deducibilità

delle spese di ricerca e sviluppo, un incentivo alle aziende ad investire nell'innovazione. Le imprese potranno dedurre le spese di ricerca e sviluppo:

- integralmente nell'esercizio in cui sono state sostenute;
- a quote costanti nell'esercizio in cui vengono registrate a bilancio e nei successivi (non oltre il quarto)

come da art. 108 del TUIR.

Peraltro, come visto in precedenza, la quota di spese in Ricerca e Sviluppo sul fatturato è una delle condizioni fondamentali per essere inquadrati come start-up o pmi innovativa.

1.3 Il ciclo di vita dell'impresa innovativa e le relative fonti di finanziamento

Dalla nascita dell'idea alle epoca di maturità di un'impresa gli *steps* da perseguire sono innumerevoli ed ogni *step* è caratterizzato da specifiche condizioni.

Ogni impresa nasce infatti da un'idea. Questa prima fase è caratterizzata dalla massima incertezza ed instabilità. In questa fase non si è ancora concretizzato il nuovo prodotto o servizio. Esistono svariati metodi per "tradurre" un'idea in un'impresa, uno dei più famosi è il modello della *lean start-up*². Questo metodo è piuttosto giovane ed è stato sviluppato da Eric Ries in Silicon Valley. Questo *ex-startupper* americano ha scritto un manuale che aiuti gli imprenditori a trasformare la loro idea in impresa per

² Rise, E., 2011, *The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses*. Crown Pub

mezzo di alcune procedure sequenziali da seguire per minimizzare il rischio d'impresa.

La prima operazione che l'imprenditore deve compiere è quella di chiarirsi le idee cercando di organizzare il progetto per mezzo di un documento che consenta di spiegare l'idea a chiunque. Questo documento risulta essere fondamentale nel momento in cui l'imprenditore deve confrontarsi con qualunque portatore d'interesse. La seconda procedura è un'analisi dettagliata degli *stakeholder*, ovvero di tutti quei soggetti che potrebbero ruotare attorno all'idea di impresa, dai fornitori, ai clienti, alle istituzioni.

Successivamente l'imprenditore deve analizzare i *customer segments*: questa analisi deve essere quanto più accurata possibile poiché l'impresa deve intercettare le loro esigenze e i loro gusti al fine di offrire al mercato il miglior prodotto possibile. Dopo aver individuato le esigenze e i gusti del mercato, l'imprenditore deve sviluppare la *value proposition* creando un prototipo del proprio prodotto o servizio. Il prototipo è infatti necessario per poter testare le reazioni del mercato. Chiaramente questo *step* permette all'imprenditore di capire se il mercato apprezza o meno il suo prodotto o servizio ed inoltre gli permette di comprendere se questo va modificato. Questa operazione va ripetuta più volte al fine di ottenere il prodotto o servizio più apprezzato dal mercato. Una volta che quest'ultimo è stato definito, ci si deve concentrare sul piano marketing e sulle strategie di entrata nel mercato del prodotto o servizio. L'impresa dovrà infatti analizzare il mercato cercando di comprenderne le dinamiche e le specifiche, e dovrà implementare una strategia che gli consenta di approcciarsi ad esso in maniera efficiente, senza sprechi di risorse e tempo.

Queste procedure non sono esclusivamente legate al mondo delle *start-up*, bensì possono essere applicate a tutti i progetti innovativi poiché aiutano a ridurre il rischio derivante dal livello di innovazione proposto al mercato dal progetto. Tuttavia, se parliamo di *start-up* le procedure sopra descritte vengono spesso applicate durante la prima fase di vita dell'impresa innovativa: la fase di *seed*.

La fase di *seed* (dall'inglese "seme") è caratterizzata dal fatto che l'impresa non è ancora stata avviata, essa inizia infatti appena dopo che l'imprenditore ha deciso di far diventare la propria idea un'impresa. La fase di *seed* è una fase molto rischiosa poiché non si conosce ancora l'effettivo interesse del mercato circa il prodotto o servizio frutto dell'idea imprenditoriale. L'imprenditore deve dunque rapportarsi con la sfida di analizzare il mercato.

Durante questa prima fase l'imprenditore dovrà inoltre scegliere l'assetto societario. Visto che le sue competenze *manageriali* sono tendenzialmente piuttosto scarse in questa fase, egli dovrà anche cercare *mentors* o *advisors* che lo aiutino a sviluppare il *business plan* ed a reperire risorse finanziarie.

La fase di *seed* richiede risorse finanziarie per poter sostenere le attività di sviluppo prodotto, analisi di mercato e costruzione del *business plan*. L'impresa inizia ad avere dunque necessità di finanziatori esterni poiché il denaro apportato dagli imprenditori non è in genere sufficiente a superare questa fase. Agli albori della fase di *seed*, l'impresa si finanzia in genere mediante *bootstrap*, ovvero raccogliendo risorse da parenti e amici dell'imprenditore, oppure utilizzando il *crowdfunding*. Man mano che il

progetto prende forma cambiano le esigenze finanziarie e con esse anche le fonti finanziarie. Viste le innumerevoli competenze richieste e la necessità di denaro intervengono già da questa fase i *business angels*. Parallelamente al capitale di rischio, i progetti in fase di *seed* possono accedere anche a risorse messe a disposizione dal governo o dagli enti locali, nonché a progetti di finanziamenti in capitale di debito appositamente studiati dal settore bancario per le esigenze di questo tipo di neo-imprese.

La fase successiva è chiamata *start-up*. L'impresa è già stata costituita e la sfida per l'imprenditore è ora quella di riuscire a conquistare il mercato. Durante la fase di *start-up*, infatti, l'impresa si avvicina al mercato ed inizia a commercializzare il proprio prodotto o servizio. Dunque in questo periodo l'imprenditore dovrà analizzare il posizionamento di mercato dei propri prodotti e comprendere i gusti e le necessità dei clienti. Questa fase è molto rischiosa poiché portare nel mercato un prodotto o un servizio innovativo è un'operazione complessa. Le difficoltà maggiori sono quelle di far conoscere al cliente i vantaggi derivanti dall'innovazione proposta e riuscire a raggiungere i propri clienti. Proprio per questo motivo, questa fase risulta essere quella con il più elevato tasso di fallimento per le *start-up*.

L'imprenditore, che nella fase precedente avrà acquisito molte competenze, ha ancora bisogno di essere aiutato poiché le competenze richieste in questa fase non sono le stesse di quelle della fase di *seed*.

Questo stadio richiede ingenti risorse finanziarie, spesso destinate allo sviluppo di campagne di *marketing*, ma anche di competenze gestionali e di mercato: iniziare a commercializzare un prodotto significa infatti dover

gestire anche la logistica oltre che la rete commerciale. Per questo motivo si rafforza il rapporto dell'impresa con i *business angels* e, talvolta, l'impresa inizia a collaborare anche con fondi di *venture capital*. Alcune imprese invece scelgono di appoggiarsi ad un incubatore in questo *step* della loro vita visto che questi finanziatori apportano svariate competenze alle imprese. Le imprese si finanziano anche mediante accordi con fornitori e clienti e continuano a sfruttare i programmi bancari speciali sopracitati poiché non dispongono ancora dei requisiti richiesti tipicamente per l'accesso al credito.

Successivamente alla fase di *start-up* c'è quella di *growth* ("crescita"). Durante questo stadio, l'impresa continua a guadagnare quote di mercato facendo crescere sia il numero di clienti che le vendite. In questo *step*, l'impresa necessita di un management forte ed organizzato in grado di sostenere la crescita dell'impresa. Man mano che l'impresa cresce avrà anche bisogno di nuove risorse umane che dovranno essere in grado di comprendere le dinamiche aziendali ed aiutare il management. Proprio per questo motivo l'imprenditore dovrà saper scegliere i collaboratori o dovrà avvalersi del contributo nella gestione delle risorse umane dei suoi finanziatori: molto spesso i fondi di *venture capital* e gli incubatori aiutano le imprese a cercare personale specializzato.

Come accennato in precedenza, il rapporto tra l'innovazione ed il mercato non è sempre facile. Far conoscere il valore dei propri prodotti o servizi, il valore dell'innovazione che questi portano sul mercato è un'operazione complessa che ha bisogno di ingenti risorse e competenze di *marketing*. Queste competenze vengono con il tempo sviluppate dalle imprese, tuttavia, soprattutto all'inizio di questo stadio, queste conoscenze

vengono apportate da consulenti o dai finanziatori: sia i *business angels*, che gli incubatori, che i *venture capitalists* offrono alle imprese da loro finanziate le loro competenze commerciali e di marketing nonché il loro *network*. L'appoggiarsi a finanziatori di questo tipo può fare la differenza tra successo e fallimento nell'approcciarsi al mercato.

Lo stadio chiamato *established* è quello successivo a quello di *growth*. L'impresa ha ormai conquistato la sua quota di mercato e i ricavi continuano a crescere, anche se molto più lentamente rispetto alla fase precedente. Questi elementi danno maggior sicurezza all'imprenditore ed al management e, talvolta, questo può costituire un problema. Alcuni imprenditori, infatti, danno per scontata la loro capacità di mantenere le quote di mercato precedentemente guadagnate rischiando così di perderle. Un buon imprenditore dovrà cercare di migliorare sempre il proprio vantaggio competitivo lavorando sia su un vantaggio di costo, dunque sulla produttività dell'impresa e sull'abbattimento dei costi, che innovando il prodotto o servizio offerto per evitare che questi diventi obsoleto o che non incontri più le esigenze dei clienti. L'impresa deve dunque continuare a sviluppare i propri progetti e le idee sottostanti.

Oltre all'aspetto innovativo, l'impresa deve continuare a lavorare anche sui processi gestionali dell'impresa: l'aumento dei volumi di vendita e la crescita del *business* rendono necessario formalizzare e controllare le procedure di gestione dell'impresa. Chiaramente l'esperienza dell'imprenditore non è sufficiente per poter sviluppare queste nuove procedure e quindi egli avrà bisogno di un supporto manageriale forte che generalmente viene fornito da enti terzi come finanziatori o consulenti. Per questo motivo le imprese scelgono di accompagnare finanziamento

di capitale di debito a quello in *equity* come *private equiter*: l'apporto di competenze di questi ultimi è fondamentale per poter sviluppare le procedure sopra descritte.

Dopo aver assicurato una struttura in grado di sostenere livelli di vendite maggiori ed aver sviluppato sistemi per controllare e monitorare l'andamento del *business*, l'impresa passa alla fase successiva, ovvero quella di *expansion*. Forte della nuova struttura il *management* dell'impresa dovrà cercare nuovi mercati e canali distributivi per permettere all'impresa di crescere ancora. Per accedere a nuovi mercati serve però spesso un nuovo prodotto o servizio: per accelerare i processi di crescita l'impresa acquisisce altre imprese, possibilmente in fase di *seed* o *start-up* per garantirsi un'idea di prodotto o servizio che possa incrementare i ricavi. A queste imprese manca infatti un mercato e, l'impresa in fase di *expansion* può sfruttare il proprio per commercializzare i prodotti o servizi studiati dalle imprese acquisite. Chiaramente le imprese da acquisire dovranno avere ad oggetto un'attività simile o un prodotto che possa completare la gamma prodotti offerta al mercato dall'impresa in fase di *expansion*.

Le difficoltà legate invece all'acquisizione di quote di altri mercati, generalmente in mercati stranieri ed internazionali, sono molte. Conquistare nuovi mercati è un'operazione complessa che necessita valutazioni approfondite non solo circa i gusti e le esigenze del nuovo mercato, ma anche delle condizioni culturali e linguistiche del nuovo paese e soprattutto dai costi legati al processo di internazionalizzazione. Espandersi ad altri mercati è infatti una procedura molto rischiosa e

costosa, ed approcciarsi ad un'operazione di questo tipo senza un'accurata analisi e pianificazione può danneggiare l'impresa.

Questa fase viene finanziata sia con capitale di debito, che in *equity* e tra gli operatori di questo secondo tipo possiamo annoverare i *private equiter*.

Successivamente l'impresa entra nella fase di maturità. Il livello dei ricavi e dei profitti rimane tendenzialmente stabile, anche se l'impresa deve rapportarsi di continuo con i *competitors*. Questa fase costituisce il punto di svolta dell'impresa, in quanti gli scenari che si possono verificare sono che l'impresa torni alla fase di *expansion* oppure che nel medio termine, essa vedrà decrescere i ricavi fino alla chiusura. È chiaro che imprenditori e *managers* dovranno cercare di innovare prodotti e processi o dovranno cercare di approcciarsi a nuovi mercati per stimolare l'impresa a crescere nuovamente. Dunque una figura caratterizzata da *leadership* è l'elemento che può permettere all'impresa di tornare a crescere, egli infatti deve tenere in considerazione vari aspetti contemporaneamente, dalla gestione a breve termine agli elementi di innovazione sopra citati. Dopo aver effettuato un'analisi dei *competitor* e delle potenzialità del mercato, questa figura dovrà definire dei piani di sviluppo che possono comprendere acquisizioni o *joint venture* utili a guadagnare nuove fette di mercato o a rinfrescare l'immagine che l'impresa ha nel mercato.

In questa fase, ovvero nel periodo di maturità, l'impresa è per lo più finanziata tramite capitale di debito e, per quanto riguarda il capitale di rischio, in alcuni casi, si è quotata in borsa.

Nel caso in cui l'impresa non riuscisse a ricominciare a crescere il *management* deve predisporla per un'acquisizione. Vendere l'impresa non è un'operazione semplice. L'imprenditore tendenzialmente sarà fuorviato dalla sua esperienza ed in genere anche da aspetti emotivi, dunque dovrà avvalersi di consulenti specializzati che stileranno una valutazione accettabile per il mercato. Una volta effettuata la valutazione, il *management* e il proprietario, in collaborazione con dei consulenti, dovranno predisporre dei piani di transazione aziendale che preveda il trasferimento delle competenze al futuro *management*.

2 Inefficienze di mercato

Le differenze tra le piccole e medie imprese e le *start-up* o le imprese innovative sono marcate. Come visto nella prima parte, le PMI innovative e le *start-up* sono caratterizzate da innovatività del prodotto o servizio, o, in alternativa, di un processo legato a dinamiche gestionali, produttive o di mercato dell'impresa.

Secondo una ricerca della *Bank of England* del 1996³, il mercato per il finanziamento delle imprese innovative potrebbe essere affetto da alcune inefficienze, soprattutto legate alle fasi iniziali della vita dell'impresa innovativa, ovvero in quelle di *seed* e *start-up*.

Generalmente le imprese devono rapportarsi con alcune inefficienze del mercato finanziario come ad esempio le asimmetrie informative. Talvolta gli imprenditori, generando asimmetrie informative, danno luogo a conflitti di agenzia tra imprenditori e investitori che possono influenzare la volontà di quest'ultimo di fornire sia capitale di rischio che di debito. Seguono diverse asimmetrie di mercato che possono influenzare la raccolta di capitale da parte delle imprese e dunque il successo dell'innovazione.

2.1 La teoria dell'agenzia

Nel 1976, Michael Jensen e William Meckling, docenti all'Università di Rochester, definirono la teoria dell'agenzia. Essi studiarono la relazione che intercorre tra uno o più soggetti che mediante un contratto obbligano

³ Brierley, P, "The Financing of Technology-Based Small Firms: A Review of the Literature", Bank of England Quarterly Bulletin: Spring 2001

un'altra persona a ricoprire una determinata mansione. La relazione d'agenzia è infatti stata definita come un contratto che prevede l'impegno di un soggetto chiamato *agente* a svolgere dei servizi per conto di un altro soggetto chiamato *principale*. I suddetti servizi includono la delega per gli agenti a prendere decisioni per conto dei principali. In questa relazione, l'agente guadagna appunto il potere di gestire risorse e prendere decisioni per conto dei principali, questo implica che la scelta dell'agente da parte del principale deve essere quanto più accurata possibile poiché le scelte intraprese dall'agente si riflettono direttamente sul principale. Questo significa che gli interessi del delegato dovrebbero essere in linea con quelli del delegante, tuttavia *Jensen e Meckling*⁴ spiegano che le parti cercano di massimizzare l'utilità derivante da questo contratto e quindi spesso l'agente non agirà nei migliori interessi del principale.

Il problema dunque riscontrato dal principale è quello di comprendere gli effettivi interessi dell'agente. Quest'ultimo, essendo interessato a stipulare il contratto oggetto di quest'analisi, cercherà di fornire al principale solamente le informazioni che ritiene possano condurlo alla stipula. Questo significa che l'agente dispone di molte più informazioni di quelle in possesso del principale, ecco che nasce uno sbilanciamento di informazioni dovuto all'opportunità dell'agente. Questo sbilanciamento di informazioni si chiama asimmetria informativa.

Questo problema è piuttosto generale e caratterizza un gran numero di enti che utilizzano una forma contrattuale per delegare decisioni e attività, non è infatti una problematica legata solo al mondo delle imprese. Tuttavia, gli studi di *Jensen e Meckling* si concentrano sul rapporto tra proprietà e controllo dell'impresa. Nella fattispecie questi studiarono i

⁴ Jensen, M C and Meckling, W H (1976), 'Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, Vol. 3.

rapporti tra imprenditore ed investitore ed i rapporti tra shareholder e management. Nel primo caso, essendo l'imprenditore la figura che gestisce l'impresa e dunque ha la capacità di controllarla risulta essere l'agente che raccoglie i finanziamenti dagli investitori, i quali, cedendo la capacità di controllo, diventano principali. Nel secondo caso, invece, i proprietari sono visti come dei principali che delegano il management a gestire l'impresa di cui sono titolari. Dunque nei rapporti analizzati da *Jensen e Meckling* i principali, ovvero investitori e proprietari, non possono prevedere il comportamento e le effettive intenzioni degli agenti. Le asimmetrie informative, generate dall'opportunismo delle parti, danno origine a due nuove problematiche: la *selezione avversa* e l'*azzardo morale*.

La prima problematica affrontata, ovvero la *selezione avversa*, è stata definita come opportunismo ex-ante riguarda l'omissione di informazioni e l'inesattezza di queste. Spesso gli agenti, pur di chiudere il contratto, danno informazioni scorrette o inesatte in modo tale da convincere il principale a stipulare l'accordo. Chiaramente il principale non riuscirà a valutare correttamente i diversi agenti, soprattutto se l'attività delegata oggetto del contratto è un'attività complessa e rischiosa.

L'*azzardo morale* è stato invece definito opportunismo ex-post poiché riguarda l'incapacità dell'agente di rispettare il contratto dopo che questo è stato stipulato. Le cause possono essere molteplici, spesso l'agente sovrastima le sue capacità al fine di chiudere il contratto, ciò implica che al momento di esecuzione delle attività questo non riuscirà a rispettare le condizioni previste dal contratto. Un'altra fonte di inadempienza contrattuale, ovvero di azzardo morale, è l'onerosità dei meccanismi di controllo che i principali impongono contrattualmente agli agenti.

È proprio questa attività di controllo e monitoraggio imposta a livello contrattuale dai principali la prima azione di tutela nei confronti delle suddette problematiche. Infatti, grazie a ciò essi dovrebbero riuscire ad abbattere le asimmetrie informative. Rimane importante ricordare che il monitoraggio ed il controllo generano però dei costi.

Un altro modo per ridurre le asimmetrie informative ed allineare gli interessi degli agenti a quelli dei principali è l'inserimento a contratto di incentivi basati non sulle azioni intraprese, bensì sui risultati ottenuti dagli agenti adempiendo al contratto. Chiaramente il contratto fisserà degli obiettivi da raggiungere in linea con gli interessi del principale. Dunque per riuscire a limitare le asimmetrie informative e con esse *selezione avversa* ed *azzardo morale*, le parti incorrono in costi, i cosiddetti *costi di agenzia*.

Jensen e Meckling individuano altri due costi legati alla gestione di una relazione d'agenzia. Infatti, non sono solo i *principali* a chiedere controllo e a voler sorvegliare l'operato degli *agenti*, ma anche gli *agenti* a voler rassicurare i *principali* che il loro comportamento ed i loro obiettivi sono in linea con quelli dei principali. Chiaramente questa operazione richiede risorse, quantomeno temporali, che producono dunque dei costi.

Infine, un'altra categoria di costi che grava su un rapporto di agenzia è quella dei costi residuali. Questa tipologia di costi deriva da conflitti di interesse che le attività di monitoraggio e riassicurazione non riescono a risolvere. Essi sono il costo opportunità calcolato come differenza tra il reale comportamento dell'agente ed il comportamento previsto dal contratto, ovvero quello che avrebbe portato il principale a massimizzare l'utilità derivante dalla stipula del contratto d'agenzia.

Jensen e Meckling spiegarono anche che i costi di agenzia dipendono dal tipo di struttura finanziaria dell'impresa. Come si evince dalla rappresentazione grafica da loro proposta, la struttura finanziaria, indicata con E e calcolata come rapporto tra capitale di rischio sulla somma totale dei finanziamenti, ovvero $E = S / (S + B)$ dove S rappresenta il capitale di rischio e B quello di debito, influisce sui costi di agenzia.

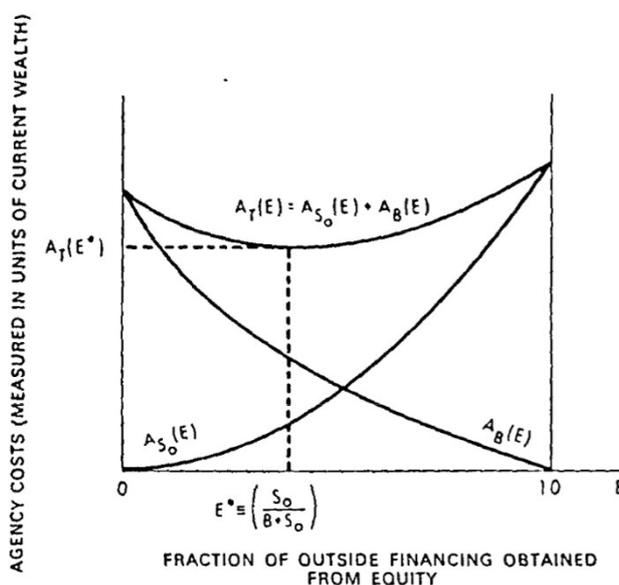


Illustrazione 3: Costi di agenzie e struttura finanziaria

Dalla rappresentazione grafica (Figura 3) emergono alcune interessanti informazioni. Gli autori hanno indicato con AB la curva dei costi di agenzia legati al debito, con AS quella dei costi di agenzia legati al capitale di rischio e con AT quella dei costi di agenzia totali. Si nota che nel caso estremo in cui le imprese non dispongano di capitale di rischio i costi di agenzia saranno rappresentati integralmente dai costi di agenzia legati al capitale di debito ($AT = AB$). Nel caso estremo contrario, ovvero nel caso in cui l'impresa scelga di finanziarsi esclusivamente con capitale

di rischio, i costi di agenzia che l'agente dovrà sostenere saranno appunto quelli legati al equity ($AT = AS$). Il punto E^* rappresenta la composizione ideale della struttura di capitali sotto il profilo di minimizzazione dei costi di agenzia, questo punto viene raggiunto solo quando la sommatoria dei costi di agenzia di debito ed equity, ovvero la funzione dei costi di agenzia totali (AT), raggiunge il suo minimo.

2.2 Gli effetti delle asimmetrie sul credito

La conseguenza di tutto ciò è che le imprese, sia quelle che forniscono informazioni corrette che quelle che giocano sulle asimmetrie, hanno maggiori difficoltà di accesso a risorse finanziarie, come dimostrato da Stiglitz e Weiss⁵ nel 1981. Essi analizzarono le variabili che le banche controllano per attuare la loro politica dei prestiti annoverando tra queste il tasso di interesse applicato, le garanzie richieste, l'ammontare del prestito erogato ed infine l'eterogeneità dei richiedenti finanziamento. Queste variabili vengono utilizzate dalla banca per poter distinguere gli agenti.

Nel loro paper "*Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*" gli autori hanno rilevato che il tasso di interesse influisce sulla rischiosità della progetto finanziato e sul livello di domanda poiché viene pesantemente influenzato dalle asimmetrie informative. Influenzando sulla rischiosità dell'operazione questo avrà una duplice funzione poiché porterà il principale, in questo caso la banca, a classificare i diversi agenti, ovvero le finanziate, ed inoltre influenzerà i comportamenti degli agenti.

⁵ Stiglitz, J E and Weiss, A (1981), 'Credit rationing in markets with imperfect information', American Economic Review, Vol. 71.

Gli autori evidenziano come gli agenti più disposti a pagare tassi di interesse elevati sono in genere coloro che propongono i progetti con un maggior livello di rischiosità e dunque la probabilità di ritornare il prestito è bassa. Quindi, all'aumento del tasso di interesse applicato dal principale, aumenta anche la probabilità che gli agenti non riescano a restituire il prestito e, dunque, la capacità del principale di generare profitti si riduce. Questo effetto è prodotto dalla selezione avversa ed identifica il ruolo selettivo del tasso di interesse.

Inoltre, all'aumentare del tasso di interesse si modifica anche il comportamento degli agenti: essi infatti propenderanno per progetti maggiormente rischiosi vista la probabilità di non riuscire a restituire il debito. Questo tipo di effetto viene anche chiamato effetto incentivo.

Dunque il principale fisserà il tasso di interesse ad una data soglia e rifiuterà di offrire capitale a quei possibili agenti che potrebbero accettare un tasso maggiore, poiché stipulare un contratto con questi soggetti potrebbe aumentare il rischio e, di conseguenza, i rendimenti attesi del principale. Avrebbe luogo, in quest'ultimo caso, il fenomeno chiamato razionamento del credito.

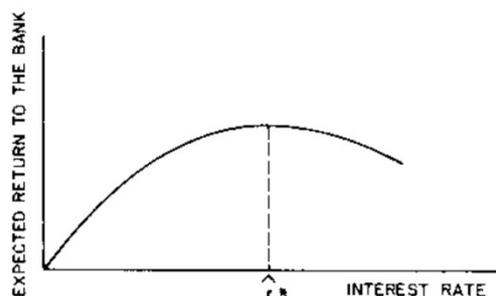


FIGURE 1. THERE EXISTS AN INTEREST RATE WHICH MAXIMIZES THE EXPECTED RETURN TO THE BANK

Illustrazione 4: Tasso di interesse applicato e massimizzazione dei profitti della banca

Da notare che nel contesto italiano, essendo un sistema fortemente bancocentrico, l'imprenditore che chiede finanziamenti in capitale di debito deve sempre tenere in considerazione l'effetto negativo sulla sua immagine e sulla sua credibilità frutto di una sua incapacità di ritornare il debito alla banca. Inoltre, va considerato che in Italia molte imprese si configurano come società di persone e dunque i soci non sono limitatamente responsabili alla loro quota partecipativa, ma i creditori possono rivalersi sul patrimonio personale dei soci.

2.3 Innovazione e capitale di rischio

Oltre a queste inefficienze di mercato, le imprese innovative devono rapportarsi anche con altre difficoltà e già nel 1962 Arrow⁶ iniziò ad analizzarle. La letteratura illustra come queste imprese siano caratterizzate da brevetti o, più in generale, elementi di innovazione per lo

⁶ Arrow, K J (1962), 'Economic welfare and the allocation of resources for invention', in Nelson, R R (ed), The rate and direction of inventive activity: economic and social factors, Princeton University Press.

più tecnici o scientifici, ciò rende difficoltoso per i finanziatori valutare la crescita potenziale vista la loro mancanza di competenze tecnico-scientifiche. Questi tipi di imprese, inoltre, non dispongono di immobilizzazioni materiali, soprattutto nelle fasi iniziali, e dunque non dispongono di garanzie. Innovare un prodotto o un servizio significa portare nel mercato qualcosa di nuovo ed il rischio legato a questa operazione è elevato. Spesso le imprese necessitano di finanziamenti prima di proporre il loro prodotto al mercato: ciò significa che non esistono dati sulle vendite e non si conosce la reazione del mercato al prodotto o servizio fornito con la conseguente difficoltà di attribuire un valore all'impresa.

Queste difficoltà si riversano sulle inefficienze del mercato finanziario che in genere affliggono le piccole medie imprese: ad esempio, la mancanza di competenze tecnico-scientifiche dei finanziatori non fa che aggravare le asimmetrie informative. Secondo autori come Moore, Garnsey⁷, Storey e Tether⁸, per i finanziatori è ancora più difficile attribuire ai progetti un profilo di rischio ed una probabilità di *default* viste le inefficienze sopracitate.

Risulta dunque molto difficile per queste imprese rivolgersi a finanziatori che apportino capitale di debito all'impresa per sostenerne la crescita: nel 1994 Moore⁹ dimostrò che in Gran Bretagna su un campione di ottantanove imprese innovative solo il 7% delle risorse finanziarie utilizzate per alimentare la fase di *start-up* proveniva dal settore bancario. Da notare che la quota di risorse finanziarie delle piccole e medie

⁷ Moore, I and Garnsey, E (1992), 'Funding for innovation in small firms: the role of government', *Research Policy*, Vol. 22.

⁸ Storey, D J and Tether, B (1996), 'New technology-based firms (NTBFs) in Europe', European Commission, DGXIII, Brussels.

⁹ Moore, B (1994), 'Financial constraints to the growth and development of small high-technology firms', in Hughes, A and Storey, D J (eds), *Finance and the small firm*, Routledge, London.

imprese britanniche proveniente dal settore bancario era del 40%, una quota notevolmente superiore rispetto alle imprese innovative.

Dunque, la difficoltà riscontrata dal settore bancario nel valutare le imprese innovative e l'incapacità di queste a fornire garanzie per ridurre il livello di azzardo morale vista la mancanza di immobilizzazioni materiali, rendono difficoltoso l'accesso alle risorse bancarie. Come suggerito da Brierley nel 2001, il settore bancario finanzia imprese innovative solo nella fase di maturità o in una fase in cui le difficoltà sopra citate non siano più così marcate da impedire la valutazione dell'impresa. Egli, inoltre, spiega che generalmente le banche finanziano questa tipologia di imprese in maniera indiretta, utilizzando fondi di *venture capital* da loro controllati.

La struttura del capitale di queste imprese deve dunque sbilanciarsi verso il capitale di rischio. Sin dal 1994 la letteratura ha supportato questa affermazione, i primi ad aver dato dimostrazione empirica di questo sbilanciamento sono stati Himmelberg e Peterson¹⁰ analizzando un campione di 179 imprese innovative americane. Successivamente anche Jordan, Lowe e Taylor, nel 1998, confermarono quanto dimostrato in precedenza analizzando lo sbilanciamento del rapporto debito/equity e rilevando che le imprese innovative risultano avere i più bassi rapporti dell'intero mercato britannico.

Considerando che il sistema italiano è piuttosto bancocentrico, ho ritenuto interessante verificare se il rapporto debito/*equity* fosse sbilanciato verso il capitale di rischio così come dimostrato dagli autori sopracitati.

¹⁰ Himmelberg, C P and Petersen, B C (1994), 'R&D and internal finance: a panel study of small firms in high-tech industries', Review of Economics and Statistics, Vol. 76.

Utilizzando il software Aida, una banca dati contenente informazioni finanziarie, anagrafiche e commerciali di circa 1.200.000 società di capitale italiane ho estrapolato un campione di 251 imprese innovative e 3957 *start-up*. Il *dataset* analizzato raccoglie informazioni circa il rapporto Debito/Equity degli ultimi cinque anni disponibili, ovvero dal 2011 al 2015, nonché del settore e della regione di appartenenza di ciascuna impresa. Il *dataset* dispone di informazioni legate esclusivamente a società di capitali, tuttavia, come visto in precedenza, la normativa italiana impone che per poter iscriverne alla sezione speciale del registro delle imprese, le *start-up* e le PMI innovative queste devono essere società di capitali. Tuttavia, vengono escluse dal *dataset* le *start-up* e le PMI innovative costituite in forma cooperativa e quelle che utilizzano il modello della Società Europea.

Dunque dopo aver selezionato le variabili di interesse, ovvero il rapporto *debito/equity* degli ultimi quattro anni ed il settore di appartenenza, ho dovuto scartare alcune osservazioni poiché non risultavano statisticamente significative.

Il dataset relativo alle *start-up* contava ben 3957 osservazioni, tuttavia solo 2150 risultano essere statisticamente significative. Dopo aver scremato i valori significativi ho proceduto all'analisi costruendo un *boxplot* ed un istogramma per illustrare il valore medio del rapporto precedentemente citato e la sua distribuzione di frequenza.

Frequenza Tasso Debito/Equity ultimo anno disponibile

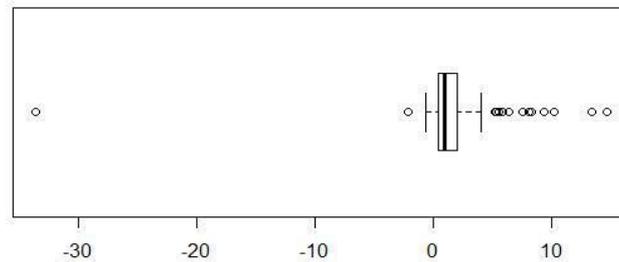


Illustrazione 5: Figura 5: Distribuzione di frequenza del tasso D/E, boxplot

Frequenza Rapporto Debito/Equity dell'ultimo anno disponibile

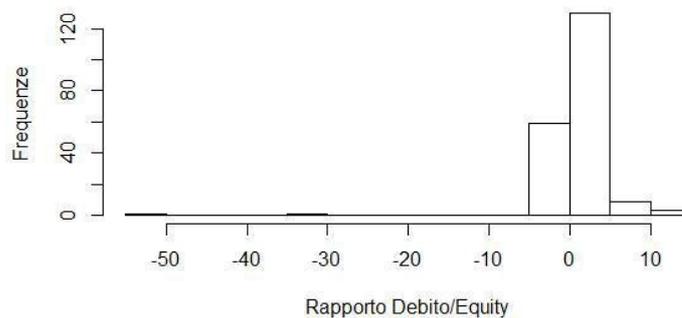


Illustrazione 6: Figura 6: Distribuzione di frequenza del tasso D/E, istogramma

Come si può notare dalle Figure 5 e 6, il campione presenta numerosi valori anomali. Scremando il *dataset* da questi valori anomali si ottiene un *dataset* contenente 1257 osservazioni. Analizzando il *boxplot* e l'istogramma disegnati dopo aver scremato i dati, ovvero le Figure 7 e 8, si può notare come la distribuzione di frequenza si avvicina ad una distribuzione normale.

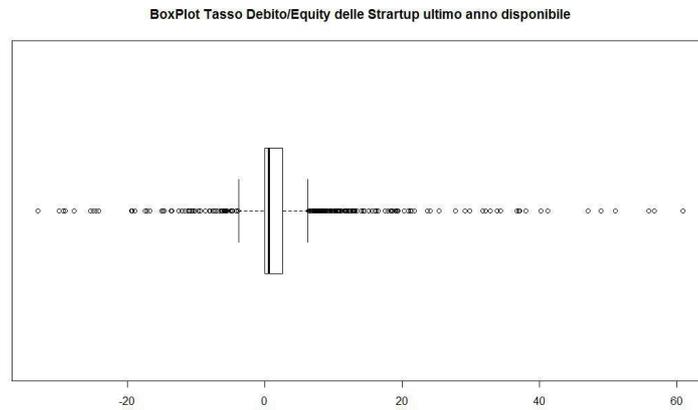


Illustrazione 7: Distribuzione di frequenza del tasso D/E, boxplot

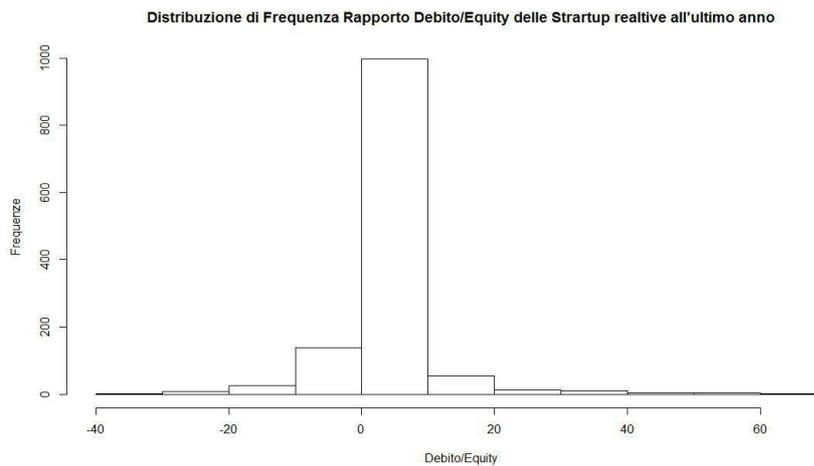


Illustrazione 8: Distribuzione di frequenza del tasso D/E, boxplot

I dati dimostrano come il sistema italiano presenti un valore medio relativo al tasso debito/equity pari a 2,044 , mentre la mediana post scrematura è pari a 0,600. Il valore medio del tasso debito/equity dopo la scrematura risulta pari a 1,904 , mentre la mediana post scrematura è pari a 0. Questo valore dimostra uno sbilanciamento delle start-up italiane verso il capitale di debito. Da questi risultati si può dunque asserire che il

comportamento delle *start-up* italiane è controcorrente rispetto a quello analizzato da Himmelberg, Peterson, Jordan, Lowe e Taylor. Preferiscono infatti accedere al debito che sfruttare il capitale di rischio.

Elaborando i dati, è stato possibile tracciare l'andamento del suddetto tasso per tipologia di imprese. Si è scelto di rappresentare i settori maggiormente legati all'innovazione, ovvero quelli legati all'IT, alla consulenza e alle tecnologie biomediche. Come si può notare dalla Figura 9 i tassi sono cresciuti negli ultimi anni.

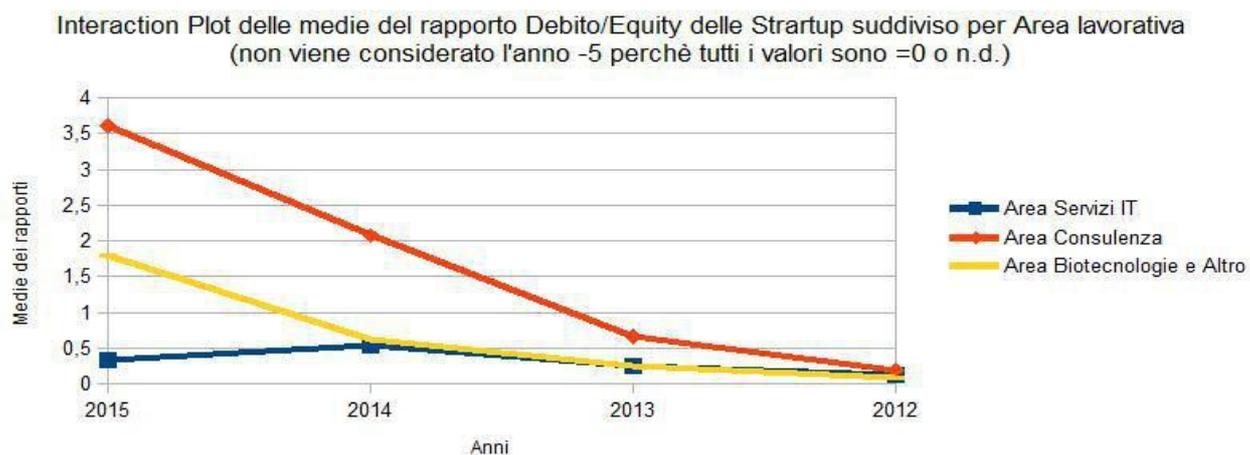


Illustrazione 9: Rapporto D/E per settore strategico

La stessa procedura è stata eseguita anche per il *dataset* relativo alle PMI innovative. Anche questo *dataset* presenta dei valori statisticamente non significativi. Dopo averli rimossi il dataset ha potuto contare su 172 osservazioni. Si è dunque proceduto all'analisi costruendo un *boxplot* ed

un istogramma per illustrare il valore medio del rapporto precedentemente citato e la sua distribuzione di frequenza.

Frequenza Tasso Debito/Equity ultimo anno disponibile

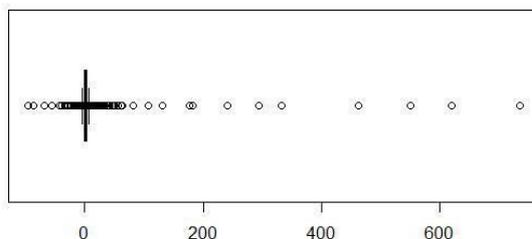


Illustrazione 10: Distribuzione di frequenza del tasso D/E, boxplot e istogramma

Frequenza Rapporto Debito/Equity ultimo anno

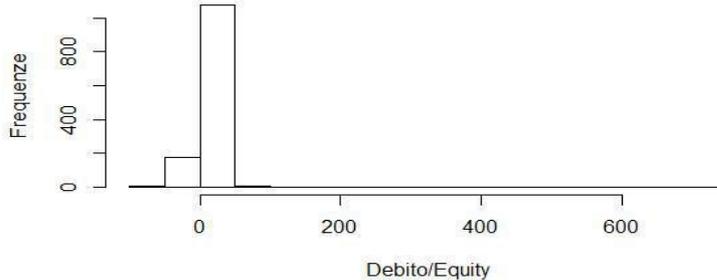


Illustrazione 11: Distribuzione di frequenza del tasso D/E, boxplot e istogramma

Similmente al caso delle *start-up*, il campione presenta diversi valori anomali che si è deciso di scremare ottenendo un *dataset* contenente 143 osservazioni.

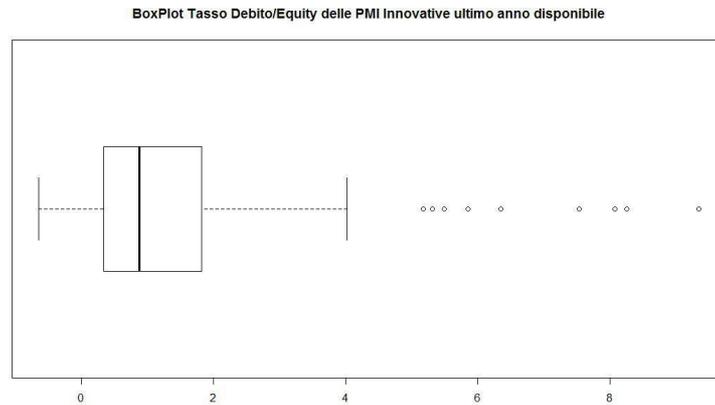


Illustrazione 12: Distribuzione di frequenza del tasso D/E, boxplot e istogramma

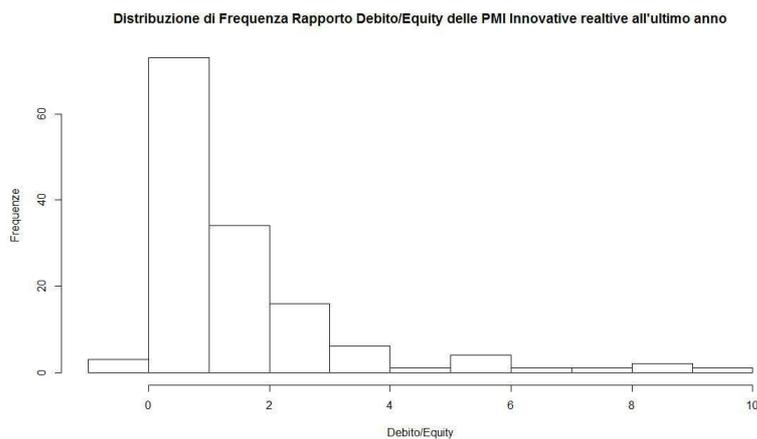


Illustrazione 13: Distribuzione di frequenza del tasso D/E, boxplot e istogramma

I dati dimostrano come il sistema italiano presenti un valore medio relativo al tasso debito/equity per le PMI innovative pari a 0,8961, mentre la mediana è pari a 0,33. Il valore medio del tasso debito/equity dopo la scrematura risulta pari a 1,403, mentre la mediana post scrematura è pari a 0,88. Questo valore dimostra uno sbilanciamento delle PMI innovative italiane verso il capitale di debito, dunque il comportamento delle PMI è simile a quello delle *start-up* italiane, esse preferiscono infatti accedere al debito che sfruttare il capitale di rischio.

Anche per le PMI innovative si è ritenuto interessante tracciare l'andamento del tasso oggetto di analisi per tipologia di imprese. Si è scelto di rappresentare gli stessi settori precedentemente analizzati per le *start-up*, ovvero quelli maggiormente legati all'innovazione. Al contrario di quanto riscontrato per le *start-up*, le PMI innovative hanno visto decrescere il tasso negli ultimi anni:

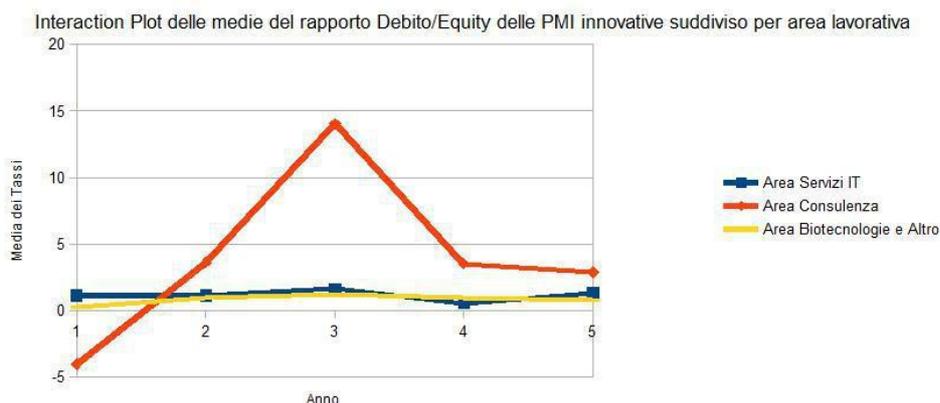


Illustrazione 14: Rapporto D/E per settore strategica

Probabilmente le PMI innovative dispongono di una struttura e di un livello di competenze tale da conoscere i vantaggi e gli svantaggi delle diverse fonti di finanziamento, competenze che con il tempo permettono di modificare la composizione della struttura di capitali. Infatti, gli imprenditori che gestiscono questo tipo di imprese sono in genere contraddistinti da un maggior livello di esperienza rispetto agli *startupper* e dunque è più facile che conoscano i vantaggi derivanti dell'accesso a finanziamenti in capitale di rischio.

I finanziatori che apportano *equity*, infatti sono meno avversi al rischio ed inoltre cercano di ridurre il livello di asimmetrie informative entrando a far parte della *governance* dell'impresa finanziata. La letteratura illustra come vengano stipulati accordi tra i finanziatori e gli imprenditori al fine di eliminare i problemi di agenzia. Sorge dunque un problema per gli imprenditori che accedono al capitale di rischio: essi perdono parte del controllo della loro impresa. Il bilanciamento tra valore del finanziamento raccolto e cessione di controllo viene definito in base a diversi parametri come la *performance* dell'impresa o la legislazione.

Un altro aspetto che rende preferibile il capitale di rischio rispetto a quello di debito per le imprese innovative è la capacità dei finanziatori in *equity* di aiutare l'imprenditore a completare le proprie competenze. Questi finanziatori hanno delle competenze specifiche e ne apportano più o meno dipendentemente dal grado di partecipazione alla *governance* dell'impresa o al tipo di finanziatore. I *venture capitalists*, ad esempio, hanno ottime competenze in fatto di commercializzazione di prodotti o servizi poiché spesso dispongono di un *network* di potenziali clienti. Gli

angels, invece, mettono spesso a disposizione competenze tecniche per aiutare le *start-up* a sviluppare il prodotto e testarlo nel mercato.

Dunque i finanziatori si rapportano con l'impresa in maniera molto differente e richiedono di partecipare tanto più attivamente alla *governance* dell'impresa in base alla necessità di informazioni o in base al livello di apporto di competenze.

I problemi di valutazione delle imprese legati alle asimmetrie informative, come l'azzardo morale e la selezione avversa, possono riflettersi sulla loro performance e dunque anche sulla capacità di attrarre nuovi investitori. Questa problematica è riscontrata soprattutto per i finanziatori formali, ovvero quelli che investono capitale di terzi, quindi nel caso delle imprese innovative è sentita da incubatori e *venture capitalists*. Il primo ad individuare questo rischio fu Sahlman¹¹ quando, durante gli anni novanta, dipinse i *venture capitalists* come degli *hubs* con il compito di fraporsi tra gli investitori e le imprese.

Per i finanziatori informali, come i *business angels*, questo problema è vissuto in maniera molto differente in quanto questi investono direttamente una quota del proprio patrimonio nei progetti in fase di *start-up*. Landstrom¹², nel 1992 e nel 1993, spiegò che questi finanziatori entrano a far parte della vita dell'impresa in maniera attiva per ovviare ai problemi di agenzia e per avere informazioni chiare e precise circa l'impresa e il suo andamento.

¹¹ Sahlman, William A. "The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations." *Journal of Financial Economics* 27, no. 2 (October 1990): 473–521. [View Details](#)

¹² Landstrom, H (1992), 'The relationship between private investors and small firms: an agency theory approach', *Entrepreneurship and Regional Development*, Vol. 4. e Landstrom, H (1993), 'Informal risk capital in Sweden and some international comparisons', *Journal of Business Venturing*, Vol. 8.

3 Imprenditori

3.1 Gli imprenditori e le difficoltà nel finanziarsi

Come analizzato nel capitolo precedente, non è semplice per i finanziatori scegliere le imprese in cui investire vista la scarsità di informazioni, la difficoltà legata alla valutazione del livello di innovatività dell'impresa e la relativa profittabilità. Quanto descritto inquadra le problematiche del mercato finanziario soprattutto dal lato degli investitori, ma i finanziati, ovvero gli imprenditori, quali problematiche riscontrano nel mercato dei finanziamenti?

Come visto in precedenza, il rischio legato allo sviluppo di idee e progetti innovativi è molto elevato poiché è spesso difficile comunicare al mercato l'innovatività dell'idea. Questa difficoltà comunicativa si riflette anche sulla ricerca di possibili finanziatori, questi infatti sono spesso in difficoltà quando si trovano ad analizzare investimenti in progetti innovativi vista la loro carenza di competenze tecniche.

Gli imprenditori più giovani, caratterizzati da inesperienza, cercheranno di concentrarsi maggiormente sullo sviluppo dapprima del prodotto o servizio e successivamente del mercato. Sponderanno dunque le loro energie ad accrescere le loro competenze tecniche e di mercato. Questi avranno inizialmente delle carenze di competenze nella strutturazione degli strumenti di comunicazione con i potenziali investitori, cioè *business plan* ed *elevator pitch*. Dunque, la mancanza di competenze comunicative è una problematica fondamentale legata alla raccolta di capitale. Essa si riflette maggiormente sulle scelte dei finanziatori in

capitale di debito, in particolare sulle banche vista la loro incapacità di valutare progetti innovativi sotto il profilo tecnico.

Questa problematica è meno sentita dalle PMI innovative visto che gli imprenditori o i *manager* che si avvicinano al mercato per richiedere finanziamenti hanno in genere un livello di esperienza sufficiente da comunicare il loro progetto in maniera ottimale ai finanziatori.

Al di là delle competenze comunicative, l'inesperienza dei neo imprenditori si riflette anche sulla loro conoscenza delle fonti di finanziamento. Spesso gli imprenditori italiani decidono di avvicinarsi al mondo bancario per ottenere finanziamenti poiché è il mondo più noto e poiché è relativamente più facile accedervi.

Come suggerito dalle analisi effettuate in precedenza, il rapporto debito/*equity* delle *start-up* dimostra che le imprese italiane sono maggiormente propense ad utilizzare capitale di debito. Questo dato sostiene empiricamente la centralità della banca nel sistema finanziario italiano e, a mio avviso, dimostra anche il fatto che i neo imprenditori in generale conoscono poco il mercato delle fonti di finanziamento in *equity*. Come vedremo in seguito, i vantaggi ottenibili da fonti che investono in capitale di rischio sono notevoli, soprattutto per le imprese che, sviluppandosi rapidamente, hanno bisogno di aumentare le loro competenze per sostenere la crescita.

Gli imprenditori legati a PMI innovative dovrebbero aver costruito, grazie all'esperienza maturata, un pacchetto di competenze che permetta loro di sfruttare i vantaggi ottenibili dai finanziamenti in capitale di rischio. Questa affermazione è parzialmente sostenuta dal rapporto debito/*equity* analizzato in precedenza: rispetto a quello delle *start-up*, infatti, la media

e la mediana del rapporto delle PMI innovative risulta essere più basso. Tuttavia il ricorso al capitale di debito è ancora molto forte.

3.2 Analisi empirica

Per sostenere empiricamente l'ipotesi che i neo imprenditori siano caratterizzati da una mancanza di conoscenze circa le fonti di finanziamento ho deciso di intervistare per mezzo di un questionario degli imprenditori che partecipano in *start-up* o PMI innovative. Questo questionario ha lo scopo di verificare il livello di conoscenza relativo al mercato delle fonti di finanziamento in capitale di rischio per i progetti imprenditoriali.

Tuttavia, prima di procedere ad un'indagine campionaria per comprendere quali siano le problematiche che le imprese riscontrano nell'ottenere i finanziamenti, ho preferito effettuare un'indagine qualitativa colloquiando con un buon numero di imprenditori, molti dei quali si occupano di innovazione, che operano nelle province di Padova, Treviso, Vicenza e Venezia conosciuti durante le attività extracurricolari e lavorative. La maggior parte degli intervistati riscontra difficoltà di accesso al credito, soprattutto coloro che hanno fondato recentemente una *start-up*, e la quasi totalità degli intervistati o non conosce le fonti di finanziamento in *equity* o non si è mai approcciato ad esse.

Mi sono dunque interrogato circa l'effettiva conoscenza degli imprenditori o dei responsabili finanziari delle fonti di finanziamento per le loro imprese: se molti imprenditori non conoscono le diverse fonti di finanziamento, si può asserire che non conoscono neppure i vantaggi derivanti dal approvvigionarsi ad esse.

Ho dunque progettato un metodo che mi permetta di verificare empiricamente se le imprese conoscono le fonti di finanziamento e i vantaggi ad esse correlate. Dopo un approfondito studio circa le fonti di maggior interesse per le *start-up* e le imprese innovative, ho deciso di costruire una tabella a doppia entrata nella quale raccogliere le fonti di finanziamento nelle ascisse e le caratteristiche delle fonti nelle ordinate. Utilizzando una scala di Likert da 1 a 5 ho attribuito il grado di appartenenza della caratteristica alla specifica fonte di finanziamento.

Fonte	Crowdfunding	Incubatore	Business Angel	Venture Capitalist
Grado di Avversione al Rischio*	0	3	1	2
Apporto di capitale	5	3	4	5
Flessibilità	0	3	5	3
Apporto di Competenze				
Tecniche	0	5	5	1
Mercato	0	5	3	4
Manageriali	0	5	4	4
Network	5	5	5	4

Successivamente ho costruito un questionario contenente una domanda per ogni caratteristica, una domanda relativa alla fonte di finanziamento utilizzata e una circa la fonte di finanziamento desiderata. Alle domande relative alle caratteristiche ciascun intervistato ha dovuto rispondere attribuendo un livello di importanza alla specifica caratteristica organizzato in una scala di Likert da 1 a 5.

Dal questionario avrei dovuto dedurre la fonte di finanziamento ideale per l'impresa, quella utilizzata e quella che l'intervistato ritiene essere ottimale. Sarei dovuto riuscire a comprendere qual è la fonte di finanziamento ideale confrontando il grado di importanza attribuito dal intervistato a ciascuna caratteristica presentata nel questionario con il grado di importanza che ciascuna caratteristica rappresenta per lo specifico investitore. La tesi di fondo è che, per la maggior parte degli intervistati, la fonte ideale non coincide con le altre due.

Nonostante secondo il *dataset* AIDA il Veneto ospiti 13 PMI innovative e 299 start-up, le osservazioni raccolte sono molto ridotte. Sicuramente il fatto che reperire un campione casuale di start-up che possa essere rappresentativo della popolazione è un'operazione complessa. Il problema maggiormente riscontrato è che le imprese contattate non hanno risposto al questionario. Questo tipo di problema è già stato analizzato in letteratura ed è stato sviluppato un indicatore di efficienza della somministrazione di un questionario. Questo indicatore si chiama *Redemption Rate* e si calcola come numero di questionari compilati sul numero di questionari spediti. L'indicatore appena descritto spiega l'efficienza di una campagna di raccolta delle informazioni. Calcolando il *redemption rate* circa il mio progetto ho registrato un valore molto basso poiché il numero di osservazioni raccolte è troppo ridotto. Un numero ridotto al punto da non poter fare inferenza e dunque non poter confermare empiricamente la mia ipotesi.

Le motivazioni di insuccesso della somministrazione del questionario sono molteplici. Il fatto che gli imprenditori italiani preferiscono non

condividere le informazioni relative alla loro imprese è una delle motivazioni per cui la somministrazione del questionario è fallita. La letteratura spiega, grazie alla teoria dell'agenzia sviluppata da *Jensen e Meckling*¹³, che gli imprenditori tendenzialmente avranno un comportamento opportunistico approcciandosi al mercato dei finanziamenti e dunque offriranno le informazioni che gli consentiranno di raccogliere il capitale necessario. Tuttavia, in Italia, questa problematica si riflette anche sui rapporti che le imprese hanno con tutti gli *stakeholders*, essi infatti condividono con il mercato solo le informazioni che sono richieste. La motivazione di questa chiusura è da ricercarsi, a mio avviso, nella cultura e nel costume italiano. Basti pensare alla normativa sulla privacy, essa costituisce un chiaro esempio di come la cultura italiana si posizioni nei confronti della gestione delle informazioni. Inoltre gli imprenditori sono timorosi del fatto che le informazioni che forniscono arrivino a soggetti che potrebbero utilizzarle contro la loro impresa o soggetti con i quali gli imprenditori sono in uso utilizzare una leva sulle asimmetrie informative. Visto che le informazioni richieste sono sensibili queste caratteristiche si amplificano e portano l'imprenditore a scegliere di non diffondere informazioni e, di conseguenza, a non rispondere ai questionari.

Un'altra motivazione che può aver portato gli imprenditori a non rispondere al questionario somministrato è il valore che questi attribuiscono alle attività che non riguardano in maniera diretta la gestione della propria impresa. Essi devono già rapportarsi con un pesante sistema burocratico che grava sulla gestione dell'impresa. Chiaramente

¹³ Jensen, M C e Meckling, W H (1976), 'Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, Vol. 3.

questi individui sono costretti ad attribuire alle attività un grado di rilevanza e, di conseguenza, attribuiscono ai questionari un valore pressoché nullo poiché non vedono un ritorno diretto all'impresa proveniente dalla sua compilazione. Chiaramente non tutti i questionari vengono valutati come "inutili": esistono infatti degli enti che possono somministrare dei questionari alle imprese in forma obbligatoria. Il decreto legislativo n. 322 del 6 settembre 1989 prevede infatti che l'ISTAT, il Ministero dello Sviluppo Economico, quello delle Comunicazioni, quello dei Trasporti, quello delle Politiche Agricole e Forestali, l'ISFOL (ovvero l'istituto per lo sviluppo della formazione professionale dei lavoratori), Unioncamere e la Terna Rete Elettrica Nazionale S.p.a. possano somministrare questionari ai quali è obbligatorio rispondere. Dover rispondere ad un gran numero di questionari obbligatori porta gli imprenditori a ritenere troppo oneroso in termini temporali rispondere ad altri questionari.

Molti imprenditori faticano a conoscere le potenzialità dell'esito di un questionario. Gli esiti di una ricerca empirica sono un ottimo strumento di *management* che, tuttavia, per poter essere utilizzato ha bisogno di competenze tecniche e non solo gestionali. Dunque, visto che molti imprenditori non dispongono di queste competenze non attribuiscono un grande valore alle potenzialità dei risultati dei questionari. Questo li porta a pensare che compilarli sia un'operazione che sottrae tempo alle attività di gestione dell'impresa.

3.3 Imprenditori e finanziatori

Le problematiche appena descritte producono degli effetti anche sulla gestione finanziaria dell'impresa. Come visto in precedenza, il fatto che un imprenditore non fornisca tutte le informazioni o che ne ometta una parte produce delle asimmetrie informative le quali influenzano i finanziatori. Anche il grado di importanza che gli imprenditori attribuiscono alle attività influenza gli investitori. Ad esempio, la produzione di documenti necessari a comunicare con i finanziatori è vista da taluni come uno spreco di tempo, come rilevato da Gori in una pubblicazione di Confindustria¹⁴ alcuni soggetti ritengono che raccogliere le linee guida strategiche in un documento sia una perdita di tempo. Chiaramente la creazione di un *business plan* che descriva la strategia dell'impresa e le necessità finanziarie derivanti da essa è fondamentale per potersi approcciare a qualunque tipo di finanziatore, perciò l'attribuzione di una bassa rilevanza a questa attività evidenzia una mancanza di competenze gestionali da parte dell'imprenditore o del management.

Questa mancanza di competenze può derivare da diverse condizioni. Visti i requisiti normativi per poter divenire *start-up* è escludibile che il livello di istruzione influenzi questa specifica mancanza di competenze. La disciplina, come visto nel capitolo relativo alla normativa italiana in fatto di imprese innovative, prevede che una parte dei dipendenti o soci dell'impresa abbia un determinato livello di istruzione o che siano stati depositati dei brevetti o che venga investita una quota definita di costo o valore di produzione in ricerca e sviluppo. Inoltre, come visto in

¹⁴ Cenciarini A., Dallochio M., Dell'Acqua A., Etro L., 'Un ponte per la crescita', Gangemi Editore

precedenza, le imprese innovative si concentrano specialmente in settori ad alto contenuto tecnologico, dunque le competenze degli imprenditori saranno per lo più di tipo tecnico. Questa seconda caratteristica unita alla prima mi portano a pensare che il vero problema dell'impresa in fatto di mancanza di competenze sia dovuta all'eterogeneità di competenze ed esperienze dei soci delle *start-up*. Se tutti i soci di una *start-up* biotecnologica dispongono di competenze legate a questo settore, ovvero se sono ingegneri, biologi o chimici ad esempio, la *start-up* avrà una carenza di competenze gestionali poiché a livello accademico i soci non avranno mai affrontato tematiche *manageriali*, finanziarie e giuridiche. Inoltre, molto spesso, gli imprenditori che si avvicinano al mondo delle *start-up* sono giovani e privi di esperienze imprenditoriali o manageriali. Questa carenza di competenze è stata riscontrata dagli investitori intervistati e come vedremo successivamente questi valutano la composizione dei *team* delle *start-up* come criterio di scelta degli investimenti da effettuare.

Successivamente, verranno analizzate le competenze che ciascun finanziatore apporta alla *start-up* o alla PMI innovativa e verrà evidenziato che la maggior parte delle competenze apportate è di tipo *manageriale*. Tuttavia, se un imprenditore non si rivolge ad un finanziatore in grado di colmare le sue lacune dovrà fare esperienza e raccogliere competenze sulle spalle della *start-up*.

Le caratteristiche sopracitate, come già detto, influenzano i rapporti tra impresa e finanziatore. Tuttavia non sono le uniche caratteristiche a rappresentare un ostacolo nella costruzione di rapporti con i finanziatori. Un elemento che blocca l'imprenditore nell'approccio a determinate fonti

di finanziamento è la perdita di *governance* associata al finanziamento di determinati operatori. Come verrà analizzato in seguito e come è già stato descritto nel capitolo precedente, alcuni finanziatori apportando capitale di rischio richiedono di partecipare attivamente alla vita dell'impresa. Il motivo di questa richiesta di partecipazione risiede nella volontà dei finanziatori di abbattere le asimmetrie informative e nell'aiutare l'impresa a crescere in modo corretto grazie alle loro competenze. Gli imprenditori sono tendenzialmente avversi alla cessione di *governance* dell'impresa, sia perché significa condividere informazioni sensibili relative alla loro impresa, sia perché perdono autonomia nei processi decisionali. La cessione di controllo a terzi costituisce un gran timore per gli imprenditori italiani come evidenziato da Vincenzo Boccia, presidente di Confindustria, durante un'intervista del *Sole24 ORE*¹⁵. Le ragioni di questa loro volontà sono molteplici.

Gli imprenditori cercando di tutelare il proprio progetto imprenditoriale preferiscono impedire a terzi di influenzare le scelte imprenditoriali e di conseguenza preferiscono attingere a fonti di finanziamento non direttamente invasive in fatto di *governance* come i servizi erogati dalle banche.

Questa scelta è influenzata anche da aspetti culturali. L'Italia è da sempre stata caratterizzata da sistemi di controllo e gestione del territorio molto chiusi. Basti pensare ai modelli medievali di organizzazione sociale, la signoria controllava le sue proprietà in maniera esclusiva, ovvero senza collaborazioni. Le famiglie nobili si dividevano i terreni ed in genere non si aiutavano neppure in caso di gravi rischi come invasioni straniere. Con il passare degli anni i modelli di organizzazione sociale sono cambiati, ed

¹⁵ <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2016-05-27/capitale-rischio-private-equity-elite-nodo-finanziamenti-064715.shtml?uuid=ADPMkoQ>

infatti sono nati degli stati più grandi come il ducato di Milano o la repubblica di Venezia che tuttavia continuavano a non dialogare tra loro risultando deboli sul profilo internazionale. Essi furono infatti preda di nazioni unite e forti come la Francia di Napoleone e l'impero Austro-ungarico. Questo è lo specchio del fatto che gli italiani vogliono preservare la loro autonomia nel controllo nonostante questo li porti a situazioni svantaggiose o negative. Valutando un contesto più moderno, la divisione in regioni non rispecchia solo una struttura di governo del territorio, ma anche una divisione sociale, infatti ogni regione è caratterizzata da usi e costumi differenti. Solo negli ultimi anni gli usi e costumi delle diverse regioni si stanno mescolando, ma restano forti i valori locali. Anche questo si riflette anche nella gestione delle imprese. Il meccanismo di controllo tende ad essere preservato e la volontà di essere autonomi risulta essere una forte caratteristica degli italiani e dunque anche dei soggetti che gestiscono le imprese, ovvero *manager* ed imprenditori.

Anche la struttura familiare che caratterizza molte imprese italiane costituisce un vincolo all'accesso a determinate fonti di finanziamento. Gli equilibri propri di queste particolari imprese sono molto delicati e decisamente amplificano la volontà di non voler enti esterni che partecipino ai processi decisionali. Come affermato da May e Ingelfinger¹⁶, esistono diversi vincoli derivanti dall'approccio di capitale di rischio, alcuni riguardano gli aspetti più operativi dell'impresa, come il sostegno di determinati costi o la capacità di soddisfare le aspettative degli investitori, altri più concettuali, come la perdita di indipendenza.

¹⁶ Peter May, Thomas Ingelfinger, 'Le aziende familiari: Strategie per il successo', Hoepli

Quest'ultimo è il maggior vincolo che blocca le imprese familiari di approvvigionarsi dal capitale di rischio di terzi. Le "famiglie imprenditoriali" cercano infatti di preservare la loro dominanza e la loro capacità di guidare l'impresa imponendo nelle decisioni le loro idee. I finanziatori esterni cercano, come vedremo successivamente, di aiutare l'impresa a riorganizzarsi, ed in questo specifico caso, sposteranno degli equilibri che talvolta risultano essere già instabili e viziati dal rapporto di parentela.

Un'ultima motivazione che blocca gli imprenditori ad approvvigionarsi al capitale di rischio potrebbe essere legata al rapporto che questi hanno con la loro impresa. Molto spesso gli imprenditori sono legati alla loro impresa non solo per una questione economica, ma anche per motivazioni sentimentali e sociali. Gli imprenditori amano il loro lavoro e ne sono orgogliosi ed inoltre questo tipo di occupazione dona loro anche prestigio a livello sociale. Queste motivazioni sono parte delle motivazioni riscontrate da Andrea Moro, docente presso la Cranfield University in Gran Bretagna. Dunque prestigio e amore per il loro lavoro risultano essere dei driver importanti per lo sviluppo di attività imprenditoriali. Accedere a finanziatori in capitale di rischio significa non solo cedere parte della propria autonomia decisionale, ma anche aver a che fare con individui che tenderanno a guidare le imprese verso la spersonalizzazione di essa dall'imprenditore. Questa operazione ha lo scopo di rendere maggiormente liquidabili le quote societarie poiché l'imprenditore gioca spesso un ruolo fondamentale nella gestione dell'impresa e dunque una sua uscita di scena influirebbe sul valore dell'impresa. Chiaramente, essendo l'imprenditore fortemente legato alla

propria impresa sarà contrario a questa operazione.

Nonostante gli imprenditori saranno fortemente influenzati nella scelta delle fonti di finanziamento dalle tematiche sopra descritte, i vantaggi derivanti dall'utilizzo delle fonti di capitale di rischio sono molto elevate e dunque gli imprenditori dovrebbero imparare a fruirne. La perdita di *governance*, piuttosto che la cessione di informazioni sensibili vengono ripagate da una serie di vantaggi specifici per ogni fonte. Il capitolo successivo illustra le diverse fonti di finanziamento in *equity* con lo scopo di fornire un'informazione accurata delle potenzialità di ciascun finanziatore.

4 Le fonti di finanziamento in capitale di rischio

Nel presente capitolo verranno analizzate le fonti di finanziamento in capitale di rischio ritenute essere più interessanti per le *start-up* e per le PMI innovative. Ciascuna di queste fonti copre, tendenzialmente, uno *step* della vita dell'impresa differente, anche se talvolta si sovrappongono parzialmente o completamente.

Si è dunque scelto di analizzare il *crowdfunding* in quanto permette di raccogliere risorse finanziarie in maniera non invasiva nei confronti dell'imprenditore, ovvero senza richiedere una parziale cessione della *governance* dell'impresa, ed inoltre permette, come vedremo successivamente, di testare il grado di interesse del mercato circa il progetto.

I *business angels* sono la seconda fonte di finanziamento analizzate. Questo tipo di finanziatore contribuisce fortemente alla crescita dell'impresa apportando capitale e competenze generalmente già in fase di *seed*.

Anche gli incubatori investono in questa fase, tuttavia svolgono una funzione molto diversa dagli *angels* e di conseguenza cambia anche il tipo e la qualità delle risorse apportate.

Infine verranno analizzati i fondi di *venture capital*. Questi sono in genere gli intermediari che erogano maggiori finanziamenti ed infatti si occupano tendenzialmente di finanziare imprese che hanno già raggiunto, come vedremo in seguito, un buon grado di maturità.

4.1 Crowdfunding

Il concetto di *crowdfunding* trova la sua radice nel più ampio concetto di *crowdsourcing*, ovvero un metodo che sfrutta un vasto pubblico per ottenere risorse quali idee, *feedback* e soluzioni al fine di sviluppare un progetto. Nello specifico caso del *crowdfunding*, l'obiettivo è quello di raccogliere denaro rivolgendosi alla "folla". Questo modello permette agli imprenditori o ai promotori di progetto di connettersi con potenziali clienti o utenti e di testare le idee prima di approcciarsi al mercato. Tuttavia la piattaforma è meramente uno strumento, esso non è parte attiva del processo di crescita dell'impresa o del progetto che la utilizza per finanziarsi: la piattaforma, infatti, si occupa semplicemente di dare visibilità ai progetti pubblicandoli.

Il crowdfunding è una metodologia di micro-finanziamento di progetto che non richiede all'impresa di aver già assunto forma giuridica e pertanto viene utilizzato per finanziare le prime fasi di un progetto imprenditoriale. Essendo dunque il *crowdfunding* un particolare tipo di micro-finanziamento, le sue origini vengono fatte risalire al diciottesimo secolo, quando Jonathan Swift finanziò con micro-credito alcuni piccoli artigiani dublinesi dando a ciascuno di questi un finanziamento di importo pari a circa dieci sterline. Di certo con l'avvento dell'era informatica questa tipologia di finanziamenti ha subito una profonda trasformazione che ha permesso a ciascun progetto di poter contare su un numero enorme di potenziali finanziatori. Negli ultimi anni, grazie all'avvento dei social network ed al cambiamento di approccio al mondo del web, le piattaforme

di *crowdfunding* hanno registrato un numero sempre crescente di finanziatori.

4.1.1 Caratteristiche

Dal momento che il numero di utenti delle piattaforme di *crowdfunding* è aumentato notevolmente, le piattaforme si sono specializzate sia relativamente alla tipologia di progetti proposti che al metodo di raccolta e gestione dei micro-finanziamenti. Ad esempio, il *crowdfunding* nella forma di donazione è stato utilizzato principalmente dalle industrie creative e da progetti con finalità sociale, l'*equity crowdfunding* o il *lending based crowdfunding* sono spesso utilizzati per finanziare imprese o progetti in grado di generare flussi di cassa futuri.

Analizzando le diverse modalità di raccolta e gestione del finanziamento scelte dalle piattaforme di *crowdfunding* si possono distinguere quattro tipologie di piattaforma sono le seguenti:

- A fondo perduto
- Commerciali
- *Equity*
- *Lending based*

Le piattaforme a fondo perduto sono generalmente utilizzate per finanziare progetti benefici, di carattere culturale, politico o medico. La piattaforma raccoglie finanziamenti di importi piuttosto esigui e mantiene aperta la campagna di *crowdfunding* a lungo. Un esempio di progetto finanziato con questa tipologia di *crowdfunding* è la campagna elettorale

di Barack Obama per la corsa alla presidenza della Casa Bianca. Il finanziatore è dunque mosso da un interesse non monetario, bensì sarà spinto da un interesse personale nei confronti del progetto.

Le piattaforme che si occupano di crowdfunding commerciale offrono, invece, una “ricompensa” al finanziatore. Esistono tre tipi di “ricompense” al finanziatore:

- Gadget
- Pre-ordine di prodotto
- Royalties

Le prime due tipologie di rewarding prevedono che il finanziatore riceva un premio materiale al finanziamento, la terza invece prevede che il finanziatore riceva un premio finanziario per al finanziamento.

Un esempio di piattaforma commerciale è bookabook.it, una piattaforma nella quale gli scrittori possono pre-vendere il loro libro. Questi possono infatti pubblicare un piccolo *abstract* del loro testo, fissare il prezzo del libro ed una soglia minima di raccolta di finanziamenti da raggiungere.

Il finanziatore, in questo caso, è spinto ad investire sia da un interesse personale nei confronti del progetto che dal desiderio di ricevere ricompensa all'investimento, ricompensa che si può configurare come un prodotto fisico nel caso del gadget o del pre-ordine di prodotto, o come prodotto finanziario nel caso delle royalties.

È inoltre interessante analizzare come le piattaforme di crowdfunding commerciali operino. Le piattaforme fissano un obiettivo di finanziamento da raggiungere in un determinato arco temporale. Esistono poi due modi di procedere. Nel caso in cui l'obiettivo di finanziamento stabilito non

venga raggiunto, alcune piattaforme di crowdfunding optano per bloccare le transazioni effettuate e restituirle al finanziatore o, eventualmente, riallocarle su un altro progetto. Queste piattaforme vengono generalmente definite come *All or Nothing*. La piattaforma più famosa che opera seguendo questa procedura è kickstarter.com. Altre piattaforme, invece, scelgono di allocare ai progetti le risorse raccolte anche se l'obiettivo di finanziamento non è stato raggiunto. Queste piattaforme vengono generalmente definite come *Take it all* e la più famosa è indiegogo.com.

L'*equity* crowdfunding permette a chiunque di acquisire quote societarie delle imprese che fruiscono delle piattaforme che utilizzano questo metodo.

Alcuni assimilano gli investimenti in società quotate all'*equity crowdfunding*, tuttavia ci sono delle differenze sostanziali. In primo luogo, le imprese quotate sono tenute a rispettare rigide norme di rendicontazione, mentre le imprese che sfruttano le piattaforme di *equity crowdfunding* non sono assoggettate a particolari norme di rendicontazione, ma alla normativa standard. In secondo luogo, le imprese che utilizzano il mercato azionario per finanziarsi sono significativamente più grandi e hanno ormai raggiunto la fase di maturità aziendale, mentre quelle che utilizzano le piattaforme di *equity crowdfunding* sono in genere imprese nelle prime fasi di vita o in crescita. Infine, a differenza della borsa, le piattaforme di *equity crowdfunding* offrono agli investitori la possibilità di comunicare direttamente sia con le imprese richiedenti il finanziamento, sia con altri investitori.

Questo particolare tipo di piattaforma è soggetto ad una giurisprudenza molto restrittiva, soprattutto nei paesi più avanzati. Il nostro paese, dopo

un'attenta analisi del fenomeno, ha deciso di regolamentarlo nel 2012 con il Decreto Sviluppo Bis (Legge 18 Ottobre 2012, n. 179) attuato per mezzo del regolamento deliberato dalla CONSOB il 26 Giugno 2013. Questa normativa pone vincoli stretti all'*equity crowdfunding* come il tetto massimo del finanziamento pari a 5 milioni di euro e l'obbligatorietà per colui che riceve il finanziamento di essere una start-up innovativa. La normativa regola anche i gestori di piattaforme imponendo che questi ricadano in una delle seguenti categorie:

- Banche o imprese di investimento come da articolo 18 del TUF
- Gestori di piattaforme iscritti al Registro speciale dedicato della CONSOB

Per quest'ultimo gestore sono state stabilite delle soglie oltre le quali deve essere supportato da una banca o una società d'investimento come da articolo 18 del TUF. La normativa prevede appunto che queste società possano gestire massimo €500 per singolo ordine e €1000 per ordini complessivi annui se si tratta di investimenti di persone fisiche o €5000 per singolo ordine e €10'000 per ordini complessivi annui se si tratta di investimenti in persone giuridiche.

I finanziatori che sfruttano questo tipo di piattaforme sono generalmente spinti ad investire sia da un interesse personale nei confronti del progetto che dal desiderio di investire in attività remunerative.

Esistono inoltre piattaforme *lending based*. Questa particolare tipologia di piattaforme assomiglia al modello di *equity crowdfunding*, con la differenza

che i finanziamenti non sono in *equity*, ma in debito e dunque i finanziatori ricevono in cambio una remunerazione sotto forma di interessi. Queste particolari piattaforme si distinguono in *peer to peer* (P2P) e *peer to business* (P2B). Il primo tipo è dedicato allo scambio di risorse tra persone, mentre il modello P2B è dedicato ai finanziamenti per le imprese.

Risulta inoltre interessante le modalità con le quali le piattaforme gestiscono i finanziamenti: il finanziatore può infatti decidere se investire direttamente in un'unica impresa o se lasciare che la piattaforma faccia da mediatrice. Nel secondo caso la piattaforma deciderà come ripartire i finanziamenti raccolti tra i vari progetti o le varie imprese al fine di ridurre il rischio di insoluto e gestendo eventuali azioni di recupero del credito.

Da notare come alcuni progetti finanziati per mezzo di queste piattaforme possano sfruttare finanziamenti privi di interesse. Molto spesso i progetti che godono di questa caratteristica sono di carattere sociale o a fini benefici. Il finanziatore che utilizza questo tipo di piattaforme è spinto ad investire sia da un interesse personale nei confronti del progetto che dal desiderio di investire in attività remunerative con un rischio minore rispetto a quelle che offrono *equity*.

4.1.2 Fase del ciclo

Queste piattaforme vengono utilizzate spesso nelle fasi iniziali del ciclo di vita di un'impresa e costituiscono una valida alternativa al *bootstrap*. Alcuni progetti vengono proposti nelle piattaforme appena dopo aver definito il progetto, a volte prima di aver definito un prototipo di prodotto o servizio. Quest'ultime costituiscono un ottimo strumento per poter

validare un'idea: se un progetto riesce a raccogliere il finanziamento richiesto nei tempi previsti allora dimostra che l'idea di fondo è apprezzata dal mercato.

Chiaramente piattaforme di *equity* e *lending crowdfunding* (P2B) non possono essere usate da progetti che non abbiano ancora assunto la forma giuridica di impresa. In questo caso la piattaforma va a finanziare una fase successiva alla costituzione dell'impresa e dunque in un momento in cui l'idea è già stata validata ed il prototipo di prodotto o servizio è già stato realizzato.

Le esigenze finanziarie del progetto d'impresa finanziate dalle piattaforme di *crowdfunding* sono dunque diverse e possono spaziare dal finanziare la realizzazione di un prototipo, al finanziare la commercializzazione del prodotto.

4.1.3 Come fa un'impresa a raggiungere il proprio finanziatore?

“Ottenere” visibilità su di una piattaforma

Al fine di sfruttare questo metodo di finanziamento, l'impresa interessata dovrà presentare la propria proposta ad una piattaforma di *crowdfunding*. Gli operatori della piattaforma controlleranno il progetto proposto effettuando un'analisi accurata su ogni aspetto dello stesso, dal piano d'azione, all'idoneità del business per il *crowdfunding*, alla reputazione dell'imprenditore e ad altri fattori. Al termine di quest'analisi, gli operatori decideranno se consentire o meno la pubblicazione del progetto sulla piattaforma. Alcune piattaforme, invece, eseguono la *due diligence* solo

se l'obiettivo di finanziamento è stata raggiunto, cioè prima che il denaro venga trasferito ai promotori del progetto.

Fornire informazioni agli investitori

A seguito dell'approvazione da parte dei gestori della piattaforma, il progetto viene caricato nel sito web. Generalmente il progetto si presenta come una pagina web nella quale c'è una descrizione scritta coadiuvata da immagini illustrative. Talvolta è previsto che gli imprenditori o, più in generale, i promotori del progetto presentino l'idea per mezzo di un video nel quale questi effettuano un *pitch*.

La descrizione deve includere tutte le informazioni relative all'ammontare di capitale necessario per sviluppare il progetto descritto e le condizioni relative al ritorno del finanziamento. Chiaramente le condizioni di ritorno del finanziamento variano in base al tipo di piattaforma, se si tratta ad esempio di una piattaforma di *equity crowdfunding*, la descrizione del progetto dovrà includere informazioni circa il valore delle quote associative offerte, la proporzione del capitale sociale che ogni quota rappresenta ed eventuali clausole.

Collegamento con gli investitori

Mentre i potenziali investitori vagliano i progetti presentati nella piattaforma, gli imprenditori devono cercare di sfruttare le loro competenze per attirarli facendo leva su *pitch* generici al fine di poter convincere un gran numero di investitori. Queste piattaforme non sono

infatti frequentate solo da un pubblico specializzato e dunque i *pitch* devono essere rivolti ad un mercato di massa.

Gli imprenditori hanno anche un altro ruolo fondamentale al fine di massimizzare la raccolta di denaro: devono seguire i potenziali finanziatori interagendo con essi e rispondendo alle loro domande. Gli strumenti di interazione sono molteplici, gli imprenditori utilizzano sia strumenti digitali, come forum di discussione sulla piattaforma, e-mail e telefono, che strumenti classici come incontri di presentazione del progetto. Tutto ciò dimostra come la piattaforma sia un mero strumento che permette l'attività di raccolta di denaro: la piattaforma, infatti, non contribuisce in maniera diretta allo sviluppo del business che ne fa uso.

Gestione dei rapporti Investitore - Impresa

Generalmente, sia che il progetto sia finanziato secondo la logica dell' *all or nothing*, sia che venga finanziato secondo la logica *take it all*, i versamenti dei finanziatori non raggiungono direttamente le imprese, ma vengono depositati in un conto di proprietà della piattaforma. Nel caso delle piattaforme che adottano il modello *all or nothing* se l'obiettivo di finanziamento non viene raggiunto allora il denaro viene ritornato ai finanziatori, altrimenti viene versato all'impresa.

Esistono numerose differenze nella gestione dei rapporti tra investitori e imprese perpetrate dal management delle piattaforme. Alcune piattaforme, infatti, sono più *investors oriented* e si occupano anche di gestire le operazioni di ritorno del capitale investito, altre lasciano queste operazioni direttamente all'investitore.

4.1.4 Il mercato italiano del crowdfunding

Il mercato italiano del *crowdfunding* conta ben 82 piattaforme. Secondo la ricerca "Il crowdfunding in Italia, report 2015" effettuata dall'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano in collaborazione con TIM e Startseed, ad Ottobre 2015 ben 69 piattaforme risultavano attive e 13 erano invece in fase di lancio.

La prima piattaforma di in Italia è stata Produzioni dal Basso (produzionidalbasso.com) ed è nata esattamente nel 2005. Il numero di piattaforme è cresciuto continuamente negli anni segnando un picco di registrazioni nel 2014, anno che ha visto entrare nel mercato ben 20 nuove piattaforme.

Le piattaforme si distribuiscono in maniera disomogenea sul territorio nazionale. La maggior parte delle piattaforme vede la propria sede nel nord Italia: ben il 66% delle piattaforme intervistate ha scelto il settentrione sia come sede legale che come sede operativa. La sola città di Milano ospita ben il 40% del totale delle piattaforme intervistate.

Scendendo lungo gli appennini si nota come vi siano molte meno piattaforme, infatti di quelle intervistate solo il 18% si posiziona nelle regioni del centro, mentre il mezzogiorno conta il 13%. Tra le intervistate, sono poche invece le piattaforme con sede legale all'estero che operano in Italia (3%), mentre ben il 10% delle piattaforme che operano nel territorio nazionale hanno sede operativa all'estero.

Le forme giuridiche assunte dalle piattaforme di *crowdfunding* sono molteplici. Solo il 78% delle piattaforme intervistate risulta essere iscritto

al registro delle imprese. La maggior parte di queste è registrata come Società a responsabilità limitata (51%), tuttavia anche le forma giuridica di Società per azioni (17%) e Start-up innovativa (17%) sono molto utilizzate. Le restanti piattaforme registrate hanno optato per forme giuridiche quali società cooperative o società di persone.

Come si può notare il 22% delle piattaforme non è iscritto al registro delle imprese poiché si occupa di finanziare i progetti tramite donazioni o ricompense o poiché è ancora in fase di lancio.

Le piattaforme influenzano anche il mercato del lavoro in maniera diretta. Le 44 che hanno risposto alla parte di questionario relativa ai lavoratori impiegano complessivamente 249 persone, con una media di 5,7 impiegati per piattaforma. Le *lending based* sono quelle che offrono più posti di lavoro con una media di 9,5 lavoratori, il numero medio di impiegati scende per le piattaforme su base commerciale e precipita a 4,3 lavoratori mediamente impiegati per le piattaforme di *equity crowdfunding* e per quelle che finanziano i progetti tramite donazioni.

Il 73% delle piattaforme identifica come mercato di riferimento quello italiano, il 14% quello locale e solo il 12% quello europeo. Le piattaforme che si concentrano maggiormente sul mercato internazionale sono quelle che offrono ricompense, ovvero quelle commerciali: la quota di finanziatori stranieri è maggiore del 30%. Le piattaforme che si concentrano invece maggiormente sul mercato nazionale sono quelle che offrono *equity*: la quota di finanziatori nazionali è maggiore del 75%. Infine, come riportato nella rappresentazione grafica (Figura 15), le piattaforme che si concentrano maggiormente sul mercato locale sono le

cosiddette *lending based*: la quota di finanziatori locali supera il 50% e nel caso in cui le piattaforme di debito offrano anche un servizio di donazione la quota di finanziatori locali arriva al 100%.

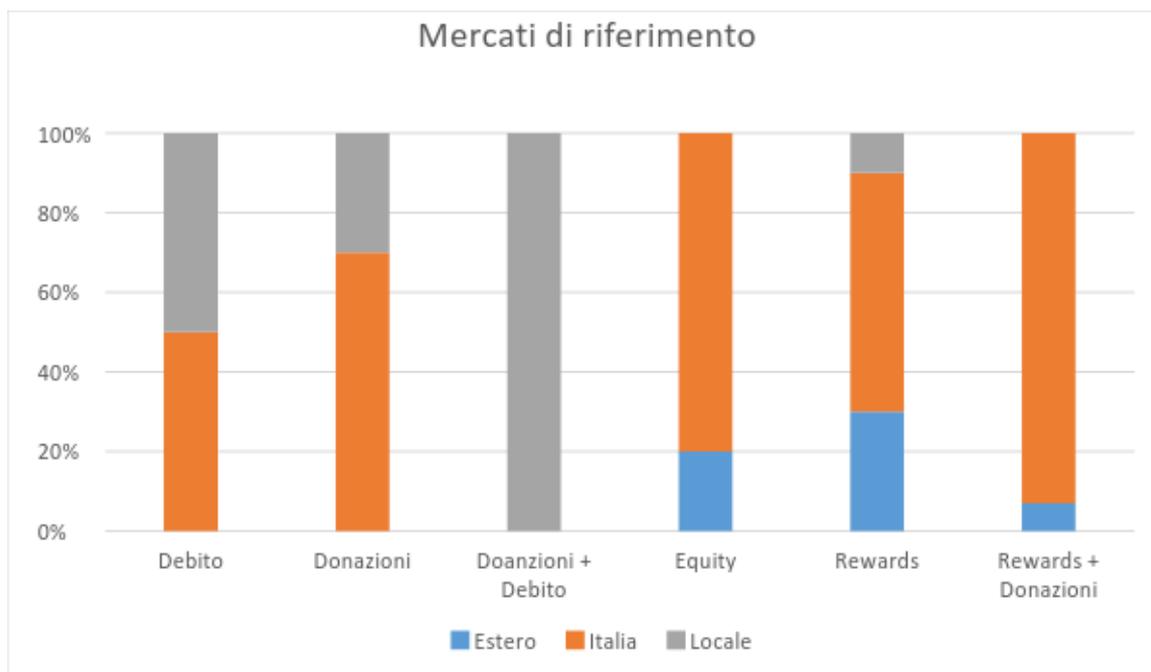


Illustrazione 15: Mercati di riferimento per tipologia di piattaforma con TIM e Startseed, "Il Crowdfunding in Italia, Report 2015"

È inoltre molto interessante comprendere anche un altro aspetto dei *customer segment*: chi sono? Ogni tipo di piattaforma si concentra tendenzialmente su un *customer segment* differente dipendentemente dal tipo di progetti finanziati e dal motivo per cui vengono finanziati. Come si evince dalla tabella riportata (Tabella 1) qui sotto, le piattaforme che si concentrano maggiormente su un pubblico di individui privati sono le cosiddette *lending based*, quelle che si concentrano maggiormente sulle imprese sono le piattaforme che erogano *equity*, mentre piattaforme che

raccogliono donazioni si rivolgono maggiormente ad associazioni ed enti pubblici.

Modello	Persone	Aziende	Associazioni	Pubblica amministrazione	Altro
Debito	100%	50%	50%	50%	0%
Donazioni	70%	50%	90%	50%	20%
Donazioni+Debito	0%	100%	0%	0%	0%
Equity	80%	100%	20%	0%	20%
Ricompense	88%	76%	82%	59%	6%
Ricompense+Donazioni	100%	25%	100%	75%	0%
Totale	82%	67%	74%	49%	8%

Tabella 1: Customer segment per tipologia di piattaforma¹⁷

Avendo *target* diversi, le piattaforme si concentrano anche sulla promozione di progetti diversi. Ad esempio le *lending based* si concentrano maggiormente su iniziative immobiliari ed imprenditoriali, quelle che si occupano di *equity* si concentrano esclusivamente su progetti imprenditoriali, quelle che raccolgono donazioni si concentrano maggiormente su attività sociali ed infine quelle a ricompensa si occupano maggiormente di attività culturali e creative.

¹⁷ Dati raccolti dall'Università Cattolica del Sacro Cuore in collaborazione con TIM e Startseed, "Il Crowdfunding in Italia, Report 2015"

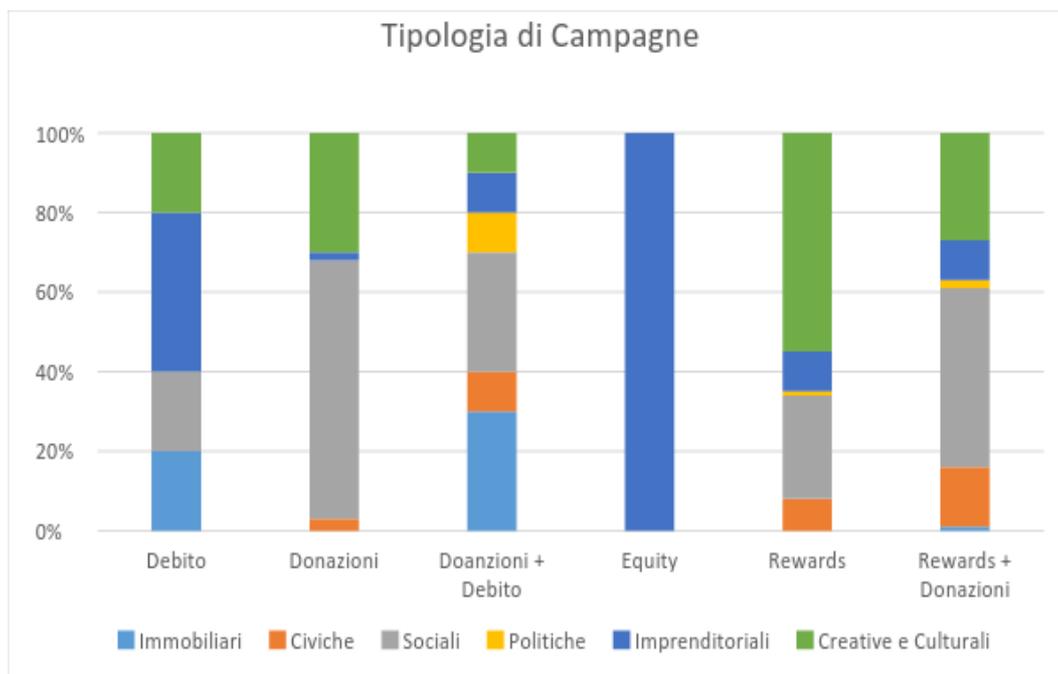


Illustrazione 16: Tipologia di campagna per tipologia di piattaforme

Le diverse tipologie di piattaforme si distinguono tra loro anche per l'entità dei finanziamenti raccolti. Le *lending based* pubblicano per lo più progetti che hanno necessità di un importo compreso tra gli €3000 e gli €5000, quelle che erogano *equity* in genere pubblicano progetti che necessitano di cifre maggiori di €100'000, tutte le altre piattaforme pubblicano invece progetti che hanno necessità diverse.

Tuttavia, i finanziamenti raccolti differiscono da quelli richiesti. Come si può notare dal grafico, infatti, fatta eccezione per i finanziamenti in debito e in *equity*, le somme raccolte non si distribuiscono nello stesso modo di quelle richieste. Tendenzialmente i finanziamenti raccolti superano quelli richiesti solo per i progetti che si posizionano in una soglia compresa tra €3000 e €10'000.

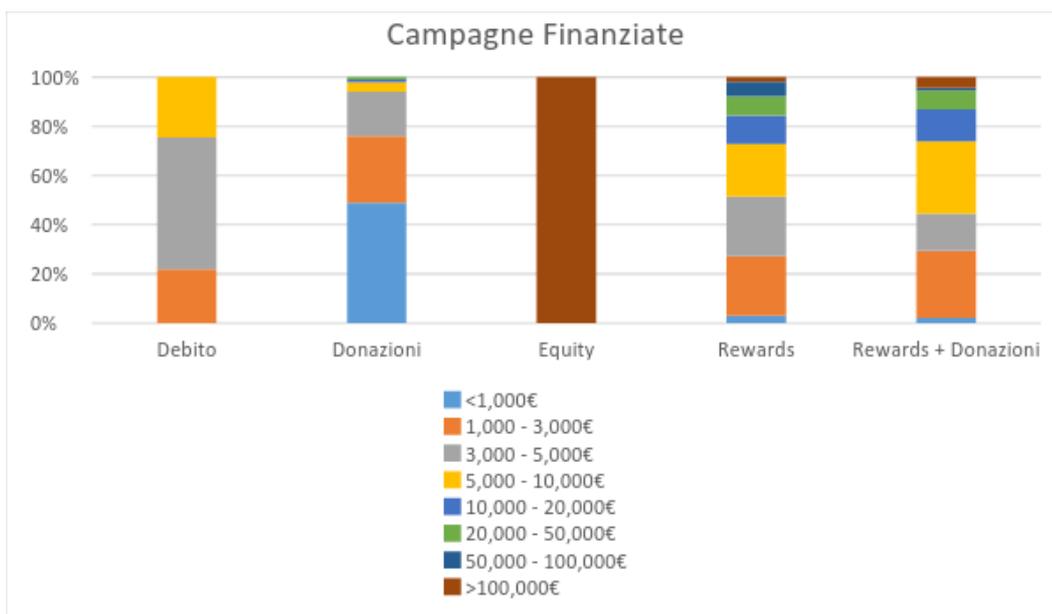


Illustrazione 17: Ammontari raccolti per tipologia di piattaforme

Dopo aver visto come si distribuiscono i finanziamenti per ciascun tipo di progetto e di piattaforma è interessante comprendere anche come si distribuiscono i versamenti da parte degli *users* delle piattaforme. Gli *users* tendono a finanziare i progetti versando piccoli importi: mediamente il 9% delle transazioni registra importi inferiori ai 5 euro, il 23% dei versamenti conta su importi comprese tra i 5 e i 10 euro, il 14% dei versamenti è comprese tra gli 11 e i 20 euro e tra i 21 e i 30 euro, il 4% dei versamenti è comprese tra i 31 e i 40 euro, l'11% dei versamenti è comprese tra i 41 e i 50 euro, il 10% dei versamenti è comprese tra i 51 e

i 100 euro ed, infine, solo il 16% dei versamenti supera i 100 euro. Queste quote sono calcolate sul totale delle transazioni indipendentemente dal tipo di progetto finanziato o di piattaforma, è pertanto interessante vedere come si comportano i finanziatori in base al tipo di piattaforma (Figura 18). Come si può notare, la distribuzione dei versamenti varia molto in base al tipo di piattaforma, questo perché le piattaforme perseguono scopi differenti: per le piattaforme che raccolgono *equity*, ad esempio, sarebbe insensato raccogliere piccoli importi.

La ricerca indica che, alla fine del 2015, le piattaforme intervistate hanno raccolto complessivamente quasi 57 milioni di euro, il 46% del totale è stato raccolto dalle *lending based*, il 36% da piattaforme miste, il 13% da piattaforme commerciali, il 3% da quelle che erogano *equity*, e 2% da quelle che gestiscono donazioni. Il tasso di successo non è però legato agli ammontari raccolti: le piattaforme con il maggior tasso di successo sono quelle che raccolgono donazioni (49%), mentre quelle meno efficienti sono quelle miste che raccolgono donazioni e danno una ricompensa (10%).

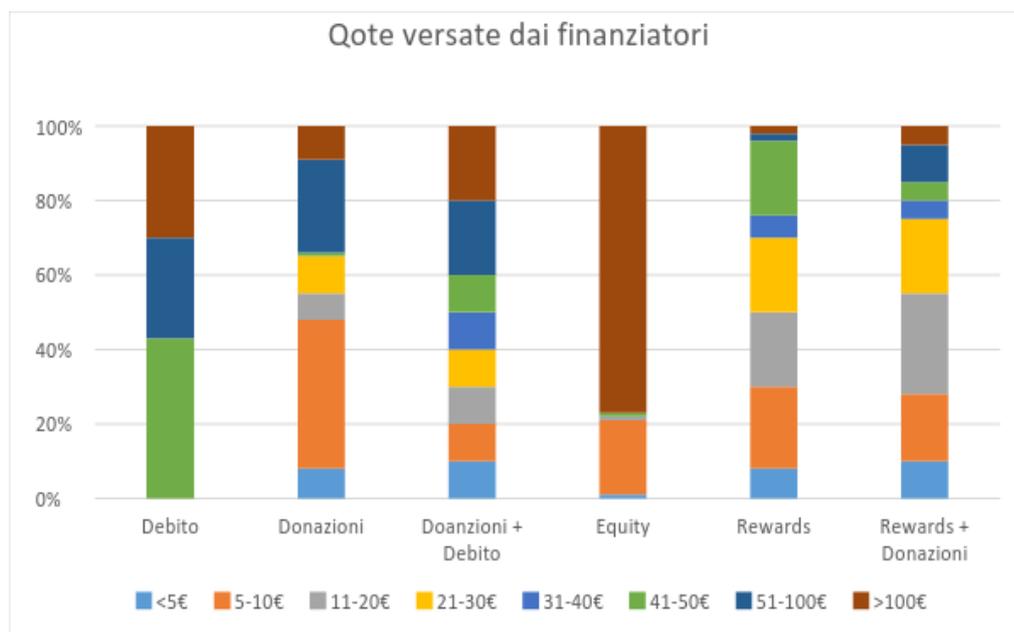


Illustrazione 18: Quote versate dai finanziatori per tipologia di piattaforme

4.2 Business Angels

I *business angels* sono degli investitori informali che, grazie a competenze, esperienza e ricchezza raccolte durante gli anni di lavoro, investono in progetti innovativi e start-up aiutando i giovani imprenditori in cambio di quote societarie. La loro caratteristica fondamentale è, appunto, l'apporto di competenze ed esperienza a nuovi progetti, questo perché i *business angels* sono generalmente ex-professionisti o ex-imprenditori.

Taki Fiti¹⁸, nel 1999, affermò che i *business angels* sono individui che dispongono di mezzi finanziari e che sono pronti a investire in idee imprenditoriali. In questa definizione sono inclusi *manager* che sono andati in pensione anticipatamente e che hanno ricevuto un sostanziale buonuscita o imprenditori e manager che hanno creato o gestito *business* di successo e che per qualche motivo non sono più in attività.

Nel 2008, anche Mason e Harrison¹⁹ hanno dato il loro contributo alla definizione di *business angel* arricchendola con tre nuovi elementi. Secondo Mason e Harrison, infatti, questi individui non hanno alcun rapporto di parentela con i finanziati, prendono parte all'attività d'impresa come consulenti o come membri del consiglio di amministrazione ed infine possono operare anche come gruppi associandosi tra loro.

Sempre nel 2008, Ramadani²⁰ generalizza il concetto di Fiti legato al *background* dei *business angels* spiegando come questi possano provenire dalle più diverse esperienze lavorative, ma che sono comunque

18 Fiti, T., Markovska H. V., Bateman I., (2007), *Pretpriemnishtvo (Entrepreneurship)*, 2nd Edition, Faculty of Economics-Skopje.

19 Mason C. M., and Harrison R., T., (2008), *Developing Time Series Data on the Size and Scope of the UK Business Angel Market*, BERR, URN 08/1152.

20 Ramadani V., (2008), *Business angles who they really are?*, Faculty of Business Administration, Tetovo

legati tutti dal successo, dal fatto che non si dedicano più al loro *business* e dalla volontà di generare profitti nonostante l'elevato rischio dei progetti da finanziare.

Nonostante le definizioni accademiche descrivano i *business angels* come ex-lavoratori, ad oggi molti di questi sono invece *manager* o imprenditori che si dedicano all'attività di *business angeling* nei momenti liberi. Alcuni di essi preferiscono sfruttare il modello associativo non solo per limitare il rischio legato all'investimento in una sola idea o impresa, ma anche per limitare il livello d'impegno.

È stata Broadway (NY), alla fine del XIX secolo, a coniare il termine *business angels*. La via newyorkese, famosa poiché ospita un gran numero di teatri, necessitava di un nuovo modo di finanziare *musical* e spettacoli teatrali. Intervennero dunque ricchi investitori finanziando i produttori teatrali. Questi non ottennero solo dei profitti, ma ri-scoprirono il teatro ed accedettero ad un network di attori, produttori e sceneggiatori. Pian piano questi si accorsero che la loro volontà di investire non era semplicemente legata alla creazione di profitto, ma che questi investimenti fruttavano qualcosa di più. Questa forma di finanziamento è ancora oggi usata per finanziare gli spettacoli di Broadway.

Dopo la sua nascita a Broadway, questa forma di finanziamento è stata utilizzata da subito per finanziare attività e progetti promettenti, ma molto rischiosi. Ci sono grandi esempi dell'attività di *business angeling* nella storia dell'economia americana, a partire da Alexander Graham Bell che nel 1874 si fece finanziare per fondare la Bell Telephone, passando per Henry Ford che nel 1903 ricevette quarantamila dollari da cinque *business angels* per finanziare la sua impresa, o per Steve Jobs che nel

1977 finanziò la Apple Computer con novantun mila dollari fino ad arrivare a Jeff Bezos il quale attrasse in Amazon investimenti da *business angels* per quasi un milione di dollari.

Come detto in precedenza, essi sono tipicamente ex-imprenditori o ex-manager, ma questa caratteristica non è sufficiente a dipingere un ritratto dell'ideale tipo di *business angels*. Tra il 2002 ed il 2004 sono state effettuate delle analisi demografiche su scala internazionale relative a questi finanziatori. Kosztopolosz, nel 2004, ha rilevato che la maggior parte dei *business angels* al mondo sono uomini: negli Stati Uniti la quota di finanziatori uomini è del 95%, in Germania è del 97%, in Gran Bretagna è pari al 99% ed arriva a toccare un picco in Ungheria con una percentuale di uomini pari al 100%. La motivazione di questa sproporzione tra finanziatori uomini e donne è di tipo culturale: il numero di ex-imprenditrici o ex-manager donne sta crescendo solo negli ultimi anni poiché solo recentemente le donne sono riuscite a conquistare posizioni di potere o che richiedano *leadership*. Questi finanziatori hanno in genere frequentato l'università: ben il 75% di questi ha una laurea, il 20% ha frequentato l'università, ma non ha mai terminato gli studi. Solo il 5% di essi non ha mai frequentato l'università o ha un dottorato di ricerca. Hill e Power²¹, nel 2002, hanno studiato la distribuzione dei *business angels* per fascia d'età osservando che la maggior parte di questi rientra nella fascia d'età compresa tra i quaranta e i sessantacinque anni. Questo poiché, come detto in precedenza, questi finanziatori non apportano solo denaro, ma anche competenze e dunque prima di divenire *business angel* un individuo deve raccogliere denaro e fare

21 Hill, B. E. And Power, D. (2002), *Attracting Capital from Angels- How Their Money and Their Experience Can Help You Build a Successful Company*, John Wiley & Sons, Inc., New York, USA

esperienza.

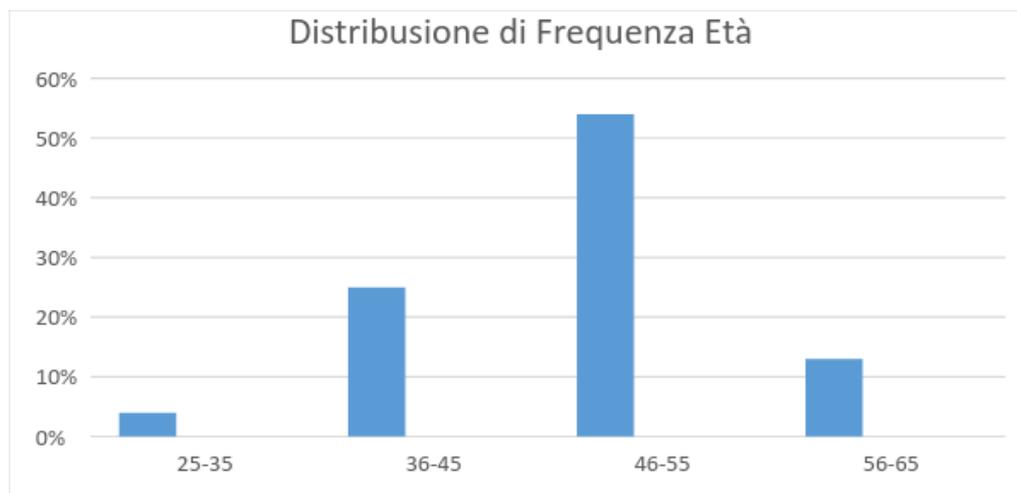


Illustrazione 19: Distribuzione di frequenza dell'età degli angels

Il tipo di occupazione, un altro fattore demografico fondamentale è stato studiato da Alterovitz e Zonderman²². Questi hanno rilevato che i *business angels* provengono da background differenti e che ciò che li accomuna è il livello raggiunto: come già detto, sono ex-manager ed ex-imprenditori. Essi hanno inoltre individuato l'ambito in cui questi ex-professionisti erano impegnati rilevando quanto segue:

²² Alterovitz, R., and Zonderman, J., (2002), Financing your New or Growing Business, Entrepreneur Mentor Series, Canada

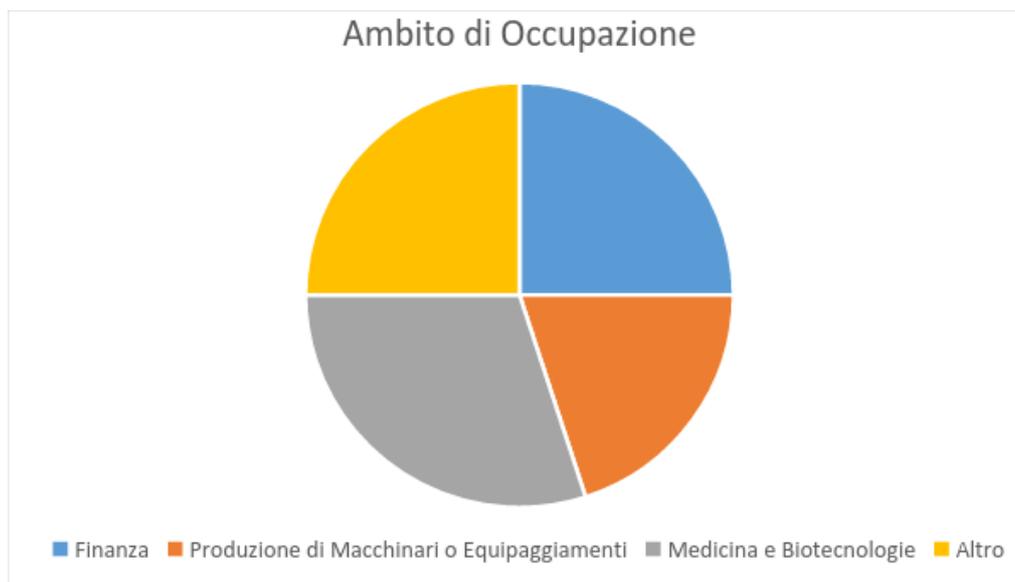


Illustrazione 20: Ambito occupazionale degli angels

I dati dimostrano dunque che i *business angels* sono ex-manager o ex-imprenditori. Cosa li spinge a rimettersi in gioco in un'attività rischiosa come quella del *business angeling*? Secondo una ricerca effettuata da Stephanie Macht²³ nel 2007 per conto dell'Università di Newcastle, due terzi dei *business angels* hanno individuato come il motivo principale sia l'elevato valore atteso del ritorno sugli investimenti, più della metà di questi ha però indicato come motivazione anche il piacere di supportare attività imprenditoriali attraverso le loro conoscenze, competenze e *network*. La seconda motivazione era stata rilevata anche da una ricerca effettuata nel 2003 che aveva come popolazione di riferimento i *business angels* francesi. Il risultato di questa ricerca richiedeva ai finanziatori di attribuire una percentuale alle motivazioni che li avessero spinti a intraprendere la loro attività e ne emerso quanto si nota dalla Figura 21.

²³ Macht, S. & Robinson, J. (2007) 'Do Business Angels Benefit Their Investee Companies? – An In-Depth Exploration of the Investee-Perspective', British Academy of Management Conference 2007



Illustrazione 21: Motivazioni degli angels

La possibilità di aumentare il proprio benessere risulta comunque il *driver* più importante per questi finanziatori nonostante questi attribuiscono molta importanza anche ad altri elementi. Gli *angels* non sono infatti dei filantropi e, tendenzialmente, investono somme di denaro che se perse non cambiano il loro tenore di vita. Durante un'intervista, Bob Bosman, uno dei soci di Angel Investors LP (svangel.com), sostenne l'attività di *business angeling* è un tipico caso di *win to win*: da un lato c'è l'investitore che vede ottime opportunità di profitto, dall'altra parte c'è l'impresa neonata che ha bisogno di competenze ed esperienza. Tuttavia come dimostrato dalle ricerche precedentemente citate c'è una buona componente di *angels* che ritiene importante trasferire le proprie competenze ed aiutare i neo imprenditori a crescere. Berry Moltz, uno dei fondatori dell'organizzazione Prairie Angels, disse che nel corso della sua attività imprenditoriale oltre ai grandi successi, ha anche commesso degli

errori. Egli ha affermato che ha iniziato l'attività di *business angeling* proprio per trasferire la sua esperienza ad altri, per aiutare le persone ad evitare i suoi errori.

4.2.1 Caratteristiche e Tipologie

Come visto in precedenza, l'analisi demografica evidenzia come gli *angels* siano figure che durante i loro trascorsi professionali abbiano avuto numerose responsabilità. Questa loro caratteristica li porta ad accettare e saper gestire il rischio legato al investire in *start-up* ed imprese innovative. Un'altra caratteristica che si può dedurre dall'analisi demografica è che tendenzialmente gli *angels* sono individui che, grazie alle loro professioni e alla loro età, hanno accumulato un buon patrimonio. Questo significa che gli *angels* sono disposti ad investire somme abbastanza elevate. Uno studio effettuato da Mason²⁴ (2006) ha dimostrato che essi, infatti, investono mediamente diecimila sterline in ogni singolo affare e detengono in genere un portafoglio che conta da due a cinque investimenti. Essi utilizzano sempre capitale proprio, ciò li differenzia dagli investitori formali dal momento che questi ultimi utilizzano capitale di terzi.

Reitan e Sørheim, nel 2000, definirono e supportarono la teoria secondo la quale gli *angels* scelgono di investire al più a 100 miglia di distanza da casa o, in alternativa, a non più di due ore di auto da casa. Questo perché per un *angel* è fondamentale prendere parte alle decisioni dell'impresa in cui hanno investito e controllarne l'andamento di persona. Infatti, in Gran Bretagna ben il 67% degli *angels* investe in imprese che

²⁴ Mason, C. M., (2006), Informal Sources of venture finance, *The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures: Volume 2 International Handbook on Entrepreneurship*, Kluwer.

distanza al più 100 miglia da casa, quota che scende leggermente in Norvegia, viste le grandi distanze, toccando il 48%.

L'ultima caratteristica fondamentale degli *angels* è che esercitano la loro attività solo nei confronti di società non quotate. Visti i rischi collegati agli investimenti in imprese innovative, essi investono tendenzialmente il 5-15% del loro patrimonio in modo tale da proteggerlo.

E' interessante analizzare come i *business angels* siano differenti tra loro in termini di competenze e modalità di azione o decisione. Ne esistono di diversi tipi, anche se il sistema di classificazione non è uniformato poiché la letteratura riporta vari tipi e criteri di differenziazione. Gaston²⁵ (1989), ad esempio, conta ben dieci tipi di diversi *angels*, mentre Benjamin e Margulies²⁶ (1996) ne contano nove e Evanson (1998) ne distingue cinque.

Tra i metodi di classificazione dei *business angels*, quello sviluppato da Mason e Ramadi risulta essere uno dei più moderni e chiari. Esso prevede la differenziazione in tre categorie:

- Active Angels
- Latent Angels
- Virgin Angels

La differenziazione riguarda l'intensità con la quale viene effettuata l'attività di *angeling*. I primi, ovvero gli *active*, sono i più attivi, ovvero sono tutti gli individui che hanno già investito e che continuano ad investire in questo settore. I *latent*, invece, sono investitori che operavano in passato,

²⁵ Gaston, R.J., (1989), *Finding Private Venture Capital for Your Firm: A Complete Guide*, NY, Wiley

²⁶ Benjamin, G. A., and Margulis, J B, (2005), *Angel Capital: How to Raise Early-Stage Private Equity Financing*, John Wiley & Sons, New Jersey, USA.

ma che negli ultimi tre anni non hanno più esercitato la loro attività. Infine i *virgin* sono coloro che vogliono iniziare ad esercitare questo tipo di attività, ma che non l'hanno mai fatta.

Dunque questi due autori hanno deciso di categorizzare gli investitori in base all'intensità della loro attività, tuttavia gli altri autori hanno proposto criteri differenti. Un sistema di differenziazione più complesso è stato proposto da Sørheim & Landström²⁷ nel 2001. Costoro, studiando l'attività di *business angeling* in Norvegia, hanno scelto di categorizzare gli investitori in base a dei criteri legati non solo all'intensità della suddetta attività, ma anche alle competenze degli investitori. Questo li ha portati a sviluppare quattro categorie di investitori: *Lotto Angels*, *Trader Angels*, *Analyst Angels* e *Real Business Angels*.

I primi, ovvero i cosiddetti *Lotto Angels*, sono caratterizzati da esperienza manageriale e imprenditoriale limitata e dal fatto che contribuiscono alla vita delle imprese in maniera piuttosto limitata. Essi investono piccole quote del proprio patrimonio in società quotate che non si posizionano ai vertici del mercato e si accontentano tendenzialmente di profitti in linea con il mercato azionario. Tendenzialmente non si associano a gruppi di *business angels* e raccolgono le loro informazioni utilizzando i media tradizionali.

I *Trader Angels* sono invece caratterizzati un'esperienza manageriale ed imprenditoriale limitata, così come è limitato il loro coinvolgimento nelle imprese da loro finanziate. Essi si aspettano un ritorno dagli investimenti piuttosto elevato, sia perché conoscono bene il mercato degli

²⁷ Sorheim, R. and Landström, H., (2001), Informal Investors – A Categorisation With Policy Implications. *Entrepreneurship and Regional Development*, Vol.13, p. 351-370.

investimenti, sia perché accettano un grado di rischio maggiore rispetto ai *Lotto Angels*. L'orizzonte medio degli investimenti effettuati da questi è di 3 anni ed in genere questi organizzano i loro investimenti in un portafoglio di 4 o 5 imprese.

Gli *Analyst Angels* hanno una grande esperienza manageriale o imprenditoriale, ma li caratterizza una scarsa capacità di gestione degli investimenti e, ciò nonostante, essi accettano un elevato grado di rischio. In genere questi investitori si associano tra loro sia per abbassare il rischio degli investimenti che per raccogliere più informazioni. Gli autori hanno segnalato che questi investono con un orizzonte temporale di 3 anni e che non lavorano su base locale, bensì regionale.

Gli ultimi, ovvero i *Real Business Angels*, sono investitori competenti sia in ambito manageriale ed imprenditoriale che in ambito d'investimenti. Costoro risultano essere molto attivi ed è stato rilevato che in media effettuano sette investimenti in tre anni. Nonostante essi siano dei veri e propri *leader* viste le loro competenze e i loro trascorsi professionali, questi investitori lavorano nella maggior parte dei casi in associazioni o in collaborazione con dei colleghi. Essi raccolgono informazioni sfruttando il loro *network* personale. Sono tendenzialmente molto attivi e prendono spesso parte alle decisioni e alla vita delle imprese in cui investono. Inoltre, essi accettano periodi temporali d'investimento notevolmente maggiori rispetto agli altri tipi di *angels* aspettandosi però un ritorno molto più elevato.

Per gli imprenditori è fondamentale poter conoscere le tipologie di *angels* poiché ogni tipo di investitore si rapporta in maniera molto diversa con l'impresa finanziata, sia dal punto di vista delle aspettative nei confronti dell'impresa, sia dal punto di vista dei contributi, finanziari e non, apportati ad essa.

4.2.2 Fase del Ciclo e Aree di Investimento

Questo tipo di finanziatori non si limita a coprire finanziariamente lo sviluppo di una sola fase di vita di una *start-up*, essi infatti coprono più fasi di crescita. Come già detto in precedenza, questi finanziatori non si limitano a versare denaro nelle casse dell'impresa, ma contribuiscono alla gestione dell'impresa apportando competenze, esperienza e *network*, essi infatti iniziano a collaborare con le *start-up* già nella fase di *Seed*, ovvero nel momento in cui l'impresa non è ancora nata e l'idea deve ancora essere sviluppata e testata sul mercato. Essi continuano a collaborare anche nella fase di *Start-up*, ovvero quando l'idea è stata sviluppata a sufficienza per poter essere proposta al mercato. In questa fase il *network* degli *angels* è indispensabile poiché rende molto più semplice testare l'idea e trovare potenziali clienti. Questa loro risorsa continua ad essere indispensabile anche nella fase successiva, ovvero quando le *start-up* si avvicinano realmente al mercato iniziando a commercializzare il loro prodotto o servizio. Gli *angels* continuano a lavorare fino alla fase chiamata *Later Stage* durante la quale la *start-up* continua a crescere. Le varie fasi non hanno la stessa durata, mentre la prima fase richiede tempo per poter sviluppare l'idea e trasformarla in un vero e proprio prodotto o servizio, la seconda fase risulta notevolmente

più breve: mediamente le imprese necessitano di un anno per poter testare la loro idea. La fase di commercializzazione è in assoluto la più lunga, questo perché bisogna far conoscere il prodotto o il servizio al mercato e, molto spesso, è difficile comunicare al meglio la *value proposition* dell'impresa poiché risulta essere molto innovativa. Mediamente questa fase richiede ben 5 anni. Le tempistiche delle varie fasi dipendono da numerosi fattori, sicuramente la tipologia di angels è una determinante: la dimensione del network e le competenze fanno infatti la differenza nella rapidità di crescita di una start-up.

Gli *angels* investono denaro principalmente nelle prime due fasi sopradescritte poiché il potenziale di crescita è elevatissimo e il grado di avversione al rischio è minore. Questa specifica è molto marcata nei paesi anglosassoni: una ricerca effettuata nel 1995 da Freear, Sohl e Wetzel²⁸ ha evidenziato che negli Stati Uniti ben circa il 70% dei *business angels* investe nelle prime due fasi, quota che scende lievemente in Gran Bretagna fermandosi al 65%. La stessa ricerca ha dimostrato che in altri paesi questi investitori scelgono di operare in fasi in cui l'impresa ha già conquistato un buon livello di maturità, ovvero nelle fasi *early stage* e *later stage*. È chiaro che essendo questi investitori attivi e non passivi, questi non scelgono di impegnarsi con la *start-up* in una fase piuttosto che in un'altra solo ed esclusivamente valutando il rischio ed il rendimento del progetto, ma anche il grado di partecipazione all'attività d'impresa richiesto. La ricerca sopracitata riporta casi di *angels* che hanno scelto di investire nelle prime fasi dell'impresa perché erano veramente interessati all'idea o perché per loro costituiva una vera e propria sfida.

28 Freear, J, Sohl, J. E. and Wetzel, W. E. fr., (1995), Angels: personal investors in the venture capital market *Entrepreneurship and Regional Development*, vol. 7, p. 85-94.

Nell'immaginario collettivo i *business angels* investono quasi esclusivamente in settori tecnologici: questo, però, non è vero. Come visto in precedenza è nella definizione di *angel* sono incluse due caratteristiche fondamentali, ovvero l'esperienza e le competenze, e non viene definito il loro *background* poiché essi provengono dai settori più disparati. Gli *angels*, chiaramente, non apportano solo competenze gestionali, ma anche di mercato e di prodotto, ovvero competenze legate ad uno specifico settore. Questo significa che in linea teorica esistono potenziali *angel* per ogni settore. Tutto ciò è stato dimostrato da Van Osnabrugge e Robinson²⁹ nel 2000, essi notarono infatti che alcuni *angels* stavano investendo in settori molto diversi da quello tecnologico come ad esempio nella costruzione di yacht o di arene per Hockey su ghiaccio o servizi di lavanderia. Questo perché essi sono interessati a progetti che possano crescere rapidamente e nei quali possano contribuire con le esperienze e le competenze che hanno raccolto durante i loro trascorsi lavorativi. Gli *angel* accettano un elevato grado di rischio e si aspettano una grande crescita, come suggerito da Fiti nel 1999. Tuttavia queste due caratteristiche non sono sufficienti a far ricadere la scelta di un *angel* su un progetto piuttosto che un altro: essendo un investitore attivo che concorre alla vita dell'impresa egli pretende di condividere con l'imprenditore o gli imprenditori le decisioni gestionali. Nel caso in cui essi non vorranno condividere con l'*angel* queste decisioni, egli perderà di interesse e deciderà di non investire.

I vantaggi che le imprese possono trarre scegliendo come finanziatori sono innumerevoli. Oltre al grande *network* al quale le imprese possono

²⁹ Van Osnabrugge, M. and Robinson, R. J., (2000), *Angel Investing: matching start-up funds with start-up companies*, San Francisco: Jossey Bass

accedere, alle competenze ed esperienze proprie degli *angels*, essi apportano anche consistenti risorse finanziarie.

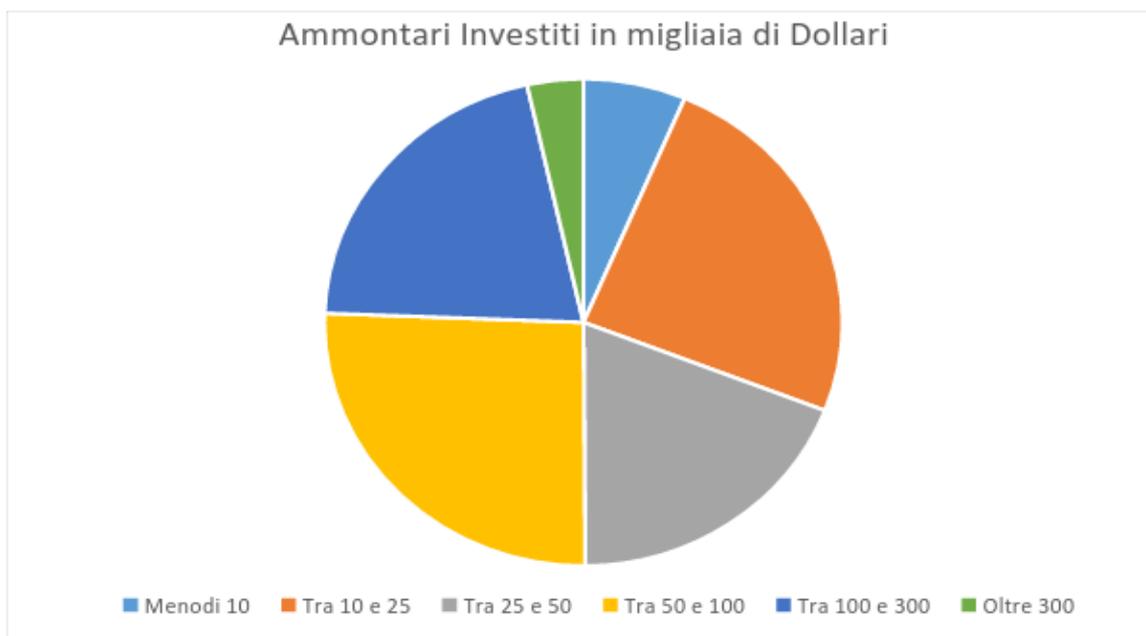


Illustrazione 22: Ammontari investiti dagli angel

I dati riportati nel grafico sono stati raccolti dalla ricerca sui *business angels* Francesi del 2004 e come si può notare, la maggior parte degli *angels* investe tra i diecimila e i trecentomila dollari. Una forbice piuttosto elevata che deriva dalla presenza nel sistema francese di differenti investitori e di progetti con necessità finanziarie disparate. Questo ci dà un'informazione fondamentale: gli *angels* sono finanziatori flessibili che hanno la capacità di investire piccole e grandi somme di denaro sfruttando talvolta il modello associativo.

Infine, Abernethy e Heidtman, nel 1999, studiando il mercato australiano dei *business angels*, si resero conto che essi riescono a risolvere un grande problema legato alle piccole e medie imprese innovative: la

successione. Talvolta succede che un socio di un'impresa esca dalla società lasciando un vuoto che non vuole essere colmato dai familiari ed è stato osservato che spesso interviene un *business angel*.

4.2.3 Interviste

Per concludere il capitolo sui *business angels* ho ritenuto interessante intervistare sia un *business angels* inserito in un'associazione di *angels* che un *angel* singolo.

Associazione di business angels

Il primo intervistato è Michele Bornello, ex-presidente di Custodi di Successo Treviso e attualmente socio di Angels For Innovation, un'associazione di *business angels* milanese che conta ben 63 soci. Questa associazione ha finanziato 14 *start-up* e si occupa principalmente di fare lo *scouting* ed investire. Michele, laureato in sociologia delle comunicazioni all'università di Trento, è un imprenditore nel settore turistico ed ha deciso di diventare un *business angels* principalmente per due ragioni:

- Dopo aver partecipato ad una conferenza su invito di un amico si è avvicinato al mondo delle *start-up* rimanendone affascinato;
- Voleva differenziare il proprio portafoglio di investimenti.

Dunque il *driver* maggiore che lo ha spinto a divenire un *angel* è la passione per il mondo delle *start-up*.

Il primo punto dell'intervista riguarda i criteri di scelta delle *start-up*. Michele ha affermato che le *start-up* vengono selezionate attraverso due canali:

1. Canale conviviale: durante gli eventi organizzati dall'associazione le *start-up* si presentano per mezzo di un pitch, successivamente gli *angels* analizzano quelle ritenute più interessanti;
2. Partnership con fondi di *venture capital*: i fondi presentano delle *start-up* all'associazione e propongono di organizzare una cordata investendo assieme in un round di investimento.

Il secondo canale è più sicuro poiché la valutazione non viene effettuata solo dall'associazione di *business angels*, ma anche dal fondo di *venture capital*.

Per effettuare la valutazione di una *start-up*, Angel For Innovatio procede analizzando dapprima le metriche raccolte dalla *start-up* e successivamente analizza in dettaglio il *business plan* presentato dalla *start-up*.

L'associazione non vincola la propria scelta ad uno specifico settore, ma valuta ogni tipo d'idea. La caratteristica fondamentale che l'idea deve avere è la scalabilità. È chiaro che non tutti i settori sono contraddistinti dalla possibilità di scalare rapidamente, ed infatti l'associazione si è concentrata principalmente su idee d'impresa legate al mondo delle tecnologie finanziarie, del biomedicale e del digitale.

Michele ha affermato che l'associazione aiuta a crescere le imprese fino a vendere le loro quote ai fondi di *venture capital* che rientrano nel

network dell'associazione. L'associazione fornisce servizi come *network* e consulenza. I *business angels* dispongono di un *network* piuttosto ampio che condividono con l'associazione e dunque con le *start-up* finanziate. Il *network* messo a disposizione di quest'ultime conta non solo possibili *partner*, ma anche e soprattutto finanziatori come fondi o grandi imprese interessate alle idee di *start-up*. L'associazione offre anche servizi di consulenza erogati sia da membri dell'associazione che da professionisti che rientrano nel *network* dell'associazione. I servizi di consulenza vengono erogati dipendentemente dalle esigenze delle *start-up*. Questo significa che viene erogata solo se la *start-up* la richiede ed in genere l'attività di consulenza erogata dal socio deve essere pagata dalla *start-up*, talvolta come *fee* talvolta per mezzo della formula chiamata "*walk for equity*", ovvero l'associato che fa da consulente guadagna una quota societaria invece che denaro.

Secondo Bornello la risorsa più importante messa a disposizione dall'associazione alla *start-up* è il finanziamento, anche se il *network* è una risorsa fondamentale per permettere lo *scaling* dell'impresa. Michele ha inoltre affermato che il vantaggio maggiore che le *start-up* traggono dall'accesso al *network* è la possibilità di creare contatti sinergici con altre *start-up*.

Per quanto riguarda il processo di investimento, Michele ha dichiarato che l'associazione impone un tetto massimo di investimento pari a €200'000, anche se questo è stato superato in un paio di occasioni. Egli ha inoltre spiegato che ciascun *angel* decide liberamente quanto investire in ciascun progetto facendo una valutazione di tipo qualitativo. Successivamente l'associazione effettua una valutazione a "tre mani",

ovvero stimano il valore della *start-up* e, dopo una fase di contrattazione con gli imprenditori, investono rimanendo comunque socio di minoranza. Il disinvestimento può essere effettuato sia dal singolo socio, per motivazioni personali, o dell'associazione integralmente. Il secondo caso si avvera quando ci sono buone probabilità di effettuare un buon exit, ovvero quando l'associazione riceve una buona proposta da parte di una grande impresa o di un fondo. Purtroppo Michele ha segnalato che in Italia è relativamente facile per i *business angels* trovare ottimi progetti di *start-up* da finanziare, ma è molto difficile disinvestire. Egli ha evidenziato che, mentre di fondi interessati ad acquisire le partecipazioni degli *angels* ce ne sono, mancano le grandi imprese. Manca dunque una parte di mercato per l'*exit*.

Alla domanda relativa a quanto un *angel* aiuta una *start-up* aiutandola a ridurre il rischio e le tempistiche di accesso al mercato Michele ha risposto che gli *angels* esercitano un'attività fondamentale per le *start-up*, ovvero analizzano e comunicano alla *start-up* tutti i punti di debolezza dell'idea e del progetto. Questo permette alle *start-up* di risolvere le criticità prima di approcciarsi al mercato evitando di commettere errori.

Michele ha risposto poi alla domanda relativa all'efficienza di quest'attività spiegando come non esista un unico indicatore. La differenziazione dei settori in cui l'associazione investe, così come il numero di *start-up* finanziare sono degli indicatori interessanti. Un altro indicatore interessante è la composizione dei membri dell'associazione: Angel For Innovation è un'ottima associazione perché vede tra gli associati *ex-startuppers* con un buon livello di esperienza in questo campo. Tuttavia

l'indicatore di efficienza migliore è la capacità dell'associazione di portare all'Exit le *start-up*, misurata come ammontare di Exit effettuate.

Infine Michele ha spiegato che questo *business* è sostenibile solo se i tempi per far crescere le *start-up* si accorciano e se si completa il mercato per l'Exit.

Business angels singolo

Il secondo intervistato è Luca Tomat, responsabile commerciale estero presso Lotto Sport Spa. Luca ha una ricca esperienza internazionale nel settore della calzatura. Laureato in economia aziendale ha Ca' Foscari, ha conseguito un Executive MBA alla Cass Business School di Londra. Luca si è approcciato al mondo dei *business angels* da un paio d'anni spinto dalla passione.

Luca ha spiegato come per poter scegliere quale start-up o idea da sostenere e finanziare egli ne valuti il mercato di riferimento. Il criterio utilizzato è quello di individuare dei segmenti di mercato relativamente nuovi, non necessariamente nuovi, ma che debbano ancora rilevarsi come esistenti o meno. Anche il criterio temporale è fondamentale, egli infatti ha affermato che sceglie di investire solo se i tempi per aprire i mercati sono relativamente brevi, ovvero minori di 5 anni.

Un'altra valutazione effettuata da Tomat riguarda il vantaggio competitivo del progetto e la sua sostenibilità durante l'investimento.

Infine, Luca valuta il *team* della *start-up*. Egli infatti analizza le competenze del *team*, ma soprattutto il livello di coinvolgimento delle persone nel progetto, ovvero quanto determinate sono le persone a

raggiungere gli obiettivi. Egli infatti valuta il profilo personale degli individui preferendo *team* composti da individui con competenze differenti.

Un'altra valutazione da lui effettuata riguarda il settore in cui l'idea della *start-up* si posiziona. Cercherà di finanziare solo le imprese in cui ha competenze poiché sarà per lui più semplice sia valutare che aiutare la *start-up*. Perciò, visto il suo *background*, eviterà le *start-up* legate ai settori *high-tech*.

Luca ha affermato che i servizi da lui offerti dipendono dalle persone che compongono il *team* della *start-up* e dallo stadio del progetto. Generalmente contribuisce offrendo strumenti di *screening* e profilazione di idee, piuttosto che di *assessment* dell'idea evidenziando i difetti del progetto. Se il progetto è già avviato, contribuisce all'organizzazione interna del progetto. Il contributo maggiore che offre alle *start-up* è il *network*.

Per quanto riguarda i metodi di valutazione circa la valutazione finanziaria del progetto egli ha spiegato che è un procedimento piuttosto euristico legato ad una stima di quanto in futuro l'impresa possa valere. Il sistema da lui preferito è quello dei DCF, anche se stimare i cash-in di un'attività non ancora avviata è complesso. La scelta di finanziare solo attività affini alle sue competenze lo aiuta a fare delle valutazioni quanto più accurate possibili poiché conoscendo i mercati di riferimento stima i *cash-flow* in base alle sue esperienze. Il valore del finanziamento erogato è frutto di una stima circa la sua disponibilità a pagare per ottenere una quota della *start-up* ed ha affermato che deve ritornare almeno il 20-30% annuo.

Alla domanda relativa a quanto un *angel* aiuta una *start-up* aiutandola a ridurre il rischio e le tempistiche di accesso al mercato Luca ha risposto che non può rispondere con un numero o un indicatore. Egli stima che l'impatto sia positivo, da un punto di vista della rapidità con la quale l'idea evolva e, forse meno, sul successo dell'idea. Il valore aggiunto che l'*angel* offre è l'esperienza specifica, l'esperienza pregressa e le conoscenze di settore. Chiaramente il *network* è fondamentale e contribuisce molto al successo dell'idea. Dipende tutto anche dalla qualità del *angel*. Tuttavia il successo dell'idea è legato maggiormente al *team* della *start-up* e alla loro determinazione, più che il contributo degli *angels*.

Infine Luca ha spiegato che il rapporto mezzi/fini è il miglior indicatore per misurare il livello di efficienza di questa attività. Ha inoltre spiegato che il mercato in Italia è inefficiente, ma che tuttavia si sta rapidamente formando. I tassi di crescita di questo settore, ovvero dell'attività di *angeling*, sono tra i più elevati d'Europa perché partiamo da livelli molto bassi rispetto al mondo scandinavo, tedesco ed anglosassone. Dunque attualmente questo *business* è ancora poco sostenibile.

Competenze

Dalle interviste è emerso come gli *angels* non contribuiscano alla crescita delle imprese solo apportando risorse finanziarie, ma anche competenze. Entrambe gli intervistati evidenziano come il *network* sia il fattore che incide maggiormente sulla rapidità di crescita dell'impresa e come sia dunque il contributo di maggior valore degli *angels*.

4.3 Incubatori

Il termine “Incubare” deriva etimologicamente dal latino *incubatio* e si riferisce ad una pratica che gli antichi romani utilizzavano per tradurre i sogni in profezie. Successivamente questo termine è stato utilizzato in ambito medico per indicare il periodo che intercorre tra il contagio e la rilevazione dei primi sintomi di una malattia infettiva. In biochimica, l'incubazione rappresenta il mantenimento di una soluzione per una opportuna quantità di tempo sotto condizioni ottimali affinché avvenga una specifica reazione chimica. Questo termine rappresenta in ogni ambito una fase molto delicata ed è per questo motivo che è stato utilizzato per descrivere il lavoro degli acceleratori d'impresa: gli incubatori giocano un ruolo fondamentale nello sviluppo delle imprese nella fase di massima vulnerabilità, ovvero in quella di *start-up*.

L'incubatore, detto anche acceleratore d'impresa, è un ente che si occupa di sostenere il percorso d'impresa di start-up o imprese innovative offrendo servizi e, in alcuni casi, apportando risorse finanziarie (Sherman e Chappell³⁰, 1998).. L'obiettivo degli acceleratori è quello di sostenere le nuove attività imprenditoriali riducendo il rischio d'impresa per mezzo di attività di sostegno e consulenza agli imprenditori.

L'attività di incubazione d'impresa è nata negli Stati Uniti nei primi anni Sessanta, anche se è decollata solo sul finire del decennio successivo e nei primi anni Ottanta, durante il periodo di recessione industriale ed ha avuto un veloce sviluppo. Esso si è diffuso rapidamente sia in Europa che

³⁰ Sherman, H., and Chappell, D.S. (1998), “Methodological Challenges in Evaluating Business Incubator Outcomes”, *Economic Development Quarterly*, Vol. 12, pp. 313-321

nei paesi emergenti assumendo gradualmente un ruolo di rilievo nelle economie nazionali grazie all'immenso valore dello sviluppo di nuova imprenditorialità. L'attività di incubazione, infatti, riesce a colmare il gap esistente tra l'attività perpetuata dai private equiters e venture capitalists.

Storicamente gli incubatori sono stati definiti in diversi modi. Come scrisse David G.W. Birch³¹ nel 1979, le nuove imprese sono molto fragili e pertanto vanno

protette. Egli osservò come la crescita esponenziale di servizi di incubazione fosse un meccanismo per sostenere il successo dello sviluppo di nuove imprese. Qualche anno più tardi, nel 1984, anche Jim Gissy definì l'incubazione d'impresa come un nuovo metodo per aiutare lo sviluppo di nuove imprese. L'anno successivo Allen e Rahman³² suggerirono un'altra definizione di incubatore, una definizione sicuramente più dettagliata delle precedenti in quanto analizza anche i servizi offerti dall'acceleratore alle imprese neonate parlando di affitto di spazi, servizi di uffici condivisi e di consulenza aziendale. Allen e Rahman infatti spiegarono come problemi tipici di una nuova impresa, come problemi di sottocapitalizzazione o mancanza di competenze manageriali potessero essere sanati dall'attività dell'incubatore. La consulenza fornita dall'incubatore, così come la riduzione di costi come l'affitto ed il network messo a disposizione avrebbero permesso alle nuove imprese di abbassare il grado di rischio legato all'attività d'impresa.

Negli anni novanta molti studiosi diedero il loro contributo, approfondendo il concetto di incubatore. Govindaranjan e Fisher³³ evidenziarono le esternalità positive provenienti dalla condivisione delle risorse tra le

31 Birch, D. L. (1979), "The Job Generation Process", M.I.T. Program on Neighborhood and Regional Change, Cambridge, MA

32 Allen, D. N. and Rahman, S., (1985), "Small Business Incubators: A Positive Environment for Entrepreneurship", Journal of Small Business Management, Vol. 23, pp 12-22

imprese incubate. Rustam Lalkaka identificò come fattore di successo dell'attività di incubazione la sostenibilità, spiegando che questa può essere raggiunta solo attraverso investimenti prudenziali in edilizia e ad un accurato monitoraggio dei costi operativi. Sempre Lalkaka³⁴, nel 2001, specificò che un buon incubatore deve essere in grado di offrire degli uffici condivisi, un'attività di consulenza, informazione, formazione e un accesso a finanza e servizi professionali in un unico pacchetto e a tariffe accessibili.

Rice (2002)³⁵ considera gli incubatori dei veri e propri produttori di programmi di assistenza alla crescita di nuove imprese e considera dunque le iniziative imprenditoriali incubate come dei particolari clienti. Secondo Rice questi "produttori" e "clienti" sono legati da un rapporto di interdipendenza.

Hackett e Dilts³⁶, nel 2004, arricchirono il concetto di incubatore di imprese come struttura in grado di offrire uffici condivisi parlando di strategia per mezzo della quale creare valore aggiunto e monitorare le imprese incubate. La strategia ha come obiettivo non solo il successo dello sviluppo di nuove imprese, ma anche il contenimento dei costi del loro potenziale fallimento .

La National Business Incubation Association nel 2009 ha definito il processo di incubazione come un sistema di sostegno alle imprese in grado di accelerare il successo dello sviluppo di start-up, fornendo una

33 Govindarajan, V., and Fisher, J. (1990), "Strategy, Control Systems, and Resource Sharing: Effects on Business-Unit Performance", *Academy of Management Journal*, Vol. 33, No. 2,

34 Lalkaka, R. (2001), "Best Practices in Business Incubation: Lessons (yet to be) Learned", *International Conference on Business Centres: Actors for Economic and Social Development*, Brussels, November 14-15

35 Rice, M. P. (2002), "Co-production of Business Assistance in Business Incubators: An Exploratory Study", *Journal of Business Venturing*, Vol. 17, No. 2, pp. 163-187.

36 Hackett, S. M. and Dilts, D. M. (2004), A Systematic Review of Business Incubation Research. *The Journal of Technology Transfer*, Vol. 29, No. 1, pp. 55-82.

serie di risorse e servizi mirati. Questi servizi sono in genere progettati dai manager che gestiscono l'incubatore e vengono offerti sia dagli incubatori che da professionisti ed imprese che rientrano nel network di quest'ultimo. L'obiettivo principale di un incubatore è quello di "produrre" aziende di successo che si auto-sostengano sotto ogni punto di vista.

Riassumendo, un incubatore di imprese è un'entità che esegue un programma di sviluppo di start-up e che accelera la crescita dell'economia locale. Esso fornisce una serie di servizi quali business development, l'affitto di spazi, e raccolta di fondi per le imprese nelle prime fasi di vita.

Dunque, in che modo gli incubatori riescono ad aumentare le probabilità di successo di un'impresa? I servizi offerti dagli incubatori sono molteplici. Gli incubatori offrono molto spesso un'area di lavoro condiviso da molte aziende innovative al fine di aiutare la contaminazione di idee. Essi offrono anche un network sviluppato che permette alle aziende di raccogliere *stakeholders* di ogni genere, nonché di "certificare" la credibilità e la rispettabilità dei progetti incubati. Anche i servizi di consulenza in *business development* risultano un'attività fondamentale esercitata dagli incubatori per mezzo dei professionisti che lavorano per questi o che orbitano attorno al loro network (Smilor & Gill, 1986; Aernoudt, 2004; Bollingtoft & Ulhoi, 2005).

Esistono diversi fattori in grado di caratterizzare il tipo di un incubatore. La tipologia di sponsor che investe negli incubatori è una caratteristica rilevante, questi variano in base allo stato in cui l'incubatore opera, al

grado di sviluppo economico del luogo in cui questo opera, all'affiliazione ad università o ad imprese e alla partecipazione di venture capitalist.

Un'altra caratteristica che permette di discriminare gli incubatori è la posizione: un incubatore può essere urbano, suburbano o rurale dipendentemente dall'area che l'incubatore si prefigge di influenzare positivamente.

Anche il settore di interesse è una discriminante, esistono infatti incubatori che si focalizzano ad esempio in ambito tecnologico, artistico o informatico, altri invece optano per incubare start-up che operano in settori diversi.

Infine, il tipo di modello di business è un elemento fondamentale per comprendere il tipo di incubatore, esistono infatti incubatori non a scopo di lucro e fini di lucro.

La tipologia di incubatore è legata anche all'area in cui questo opera. Gli Stati Uniti vedono come protagonista il modello di incubatore universitario, mentre nel contesto indiano, gli incubatori più diffusi sono quelli urbani focalizzati sullo sviluppo tecnologico.

4.3.1 Modelli di Business

Secondo Lalkaka (2002), Chandra e Silva³⁷ (2012), gli incubatori combinano generalmente tre tipi di modelli di business:

- I. Landlord Model: Il primo modello prevede la generazione di ricavi derivanti dagli affitti, dall'erogazione dei servizi comuni e dall'attività di consulenza. Questo modello, che viene chiamato

³⁷ Chandra, A., and Silva, M. A. M. (2012), "Business Incubation in Chile: Development, Financing and Financial Services", *Journal of Technology Management and Innovation*, Vol. 7, No. 2

"padrone di casa", può permettere all'incubatore di essere finanziariamente autosufficiente.

- II. Equity based Model: Questo modello prevede che l'incubatore acquisti una partecipazione nelle imprese incubate. Questo permette agli incubatori di generare ricavi nel caso in cui le imprese incubate abbiano successo. A volte vengono sviluppati degli accordi di royalty sulle vendite o vengono richieste delle commissioni per l'attività di intermediazione finanziaria. I ricavi legati a questo metodo si verificano nel medio- lungo termine poiché nascono da una logica di investimento.
- III. Sponsor Funding based Model: Il terzo metodo è quello di fare affidamento su finanziamenti di sponsor come ad esempio università, governo, enti locali, fondazioni private o aziende che operano nello stesso settore dell'incubatore.

Questi modelli di business non sono però esaustivi e spesso sono utilizzati dagli incubatori cosiddetti profit oriented, che sono generalmente di natura privata. Esistono peraltro anche incubatori non profit. Molto spesso gli incubatori non profit sono di tipo pubblico. Essi vengono finanziati per mezzo di fondi pubblici ed hanno finalità legate allo sviluppo economico di una particolare area geografica.

4.3.2 Servizi offerti dagli incubatori

Essendo l'obiettivo di un incubatore quello di fornire alle nuove imprese tutto ciò che risulta necessario per nascere e svilupparsi, esso deve

offrire servizi quali l'affitto di spazi fisici, servizi organizzativi ed amministrativi, servizi di human resources, servizi di business development e, talvolta, servizi finanziari. Quindi, il supporto di tipo finanziario è una componente ridotta del pacchetto di servizi offerti dall'incubatore per la progettazione della futura attività d'impresa.

Secondo Pier A. Abetti³⁸ (2004), gli incubatori forniscono ai loro clienti un supporto logistico, offrendo ad esempio uffici e laboratori condivisi, nonché servizi di assistenza e consulenza manageriale. Gli incubatori offrono anche supporto tecnologico.

Il servizio offerto più comunemente è infatti quello di tipo immobiliare: gli incubatori mettono a disposizione contro *fee* degli spazi in cui le *start-up* possono lavorare. Dipendentemente dal tipo di incubatore e dalle necessità delle *start-up* gli spazi possono essere privati o condivisi con altre *start-up*. L'utilizzo di spazi condivisi è una scelta spesso intrapresa nelle primissime fasi di vita della *start-up* dal momento che, oltre a ridurre i costi vista la condivisione degli spazi, ciò permette la contaminazione di idee ed il rafforzamento del *network* della *start-up* stessa.

Il concetto di incubatore è simile a quello di un centro di ricerca o di un laboratorio. Per queste due entità lavorano degli scienziati che si adoperano ad analizzare, definire e interpretare la realtà sulla base di criteri scientifici. Negli incubatori, pur non essendoci scienziati, lavorano manager con diverse esperienze in ambito di gestione aziendale, strategia, finanza, ingegneria e marketing. Questi analizzano le idee di business per verificarne la fattibilità tecnica, economica e finanziaria. Le

³⁸ Abetti, P. A. (2004), "Government-Supported Incubators in the Helsinki Region, Finland: Infrastructure, Results, and Best Practices", *Journal of Technology Transfer* Vol.29, No. 1

idee che superano questo primo screening vengono incubate e possono dunque usufruire di una serie di servizi di business development, quali:

- guida nella definizione del progetto di attività di impresa;
- accesso a risorse fisiche: spazi e infrastrutture;
- consulenza in ambiti diversi, da quella legale a quella amministrativo- finanziaria, di marketing, di creazione di efficienti sistemi informativi;
- aiuto nella ricerca di risorse umane adeguate al tipo di attività e al con testo d'impresa;
- accesso ai networks, utilissimi per ricercare risorse indispensabili per il successo delle imprese incubate;
- accesso a risorse finanziarie, come seed capital.

Le imprese incubate possono dunque sfruttare tali servizi riuscendo così ad ottenere informazioni, risorse e infrastrutture in modo più agevole e in tempi ristretti. Esse possono contare sulle esperienze precedenti dei manager dell'incubatore e possono combinare economie di scala e di scopo tipiche delle grandi aziende con un forte spirito imprenditoriale. È evidente che qualunque impresa ha la possibilità di ricercare sul mercato i servizi offerti dagli incubatori, ma il valore di questi ultimi è quello di fornirli in tempi molto più brevi ed in modo integrato.

Smilor e Gill³⁹ (1986) sostennero che oltre a fornire servizi e risorse di base per l'impresa nascente, l'incubatore ha un altro ruolo fondamentale, ovvero quello di creare una rete che permetta di collegare i talenti, la

39 Smilor, R. W., and Gill, M. D. Jr. (1986), "The New Business Incubator: Linking Talent, Technology, Capital and Know How", Lexington: Lexington Books

tecnologia ed il capitale necessario per accelerare lo sviluppo di nuove imprese (Smilor e Gill, 1986). Gli incubatori offrono la possibilità di accedere a due tipi di network, i *network* esterni all'incubatore e quelli interni all'incubatore.

Uno dei maggiori vantaggi di far sostenere il percorso di crescita aziendale da un incubatore è la possibilità di fruire della solida rete di partner commerciali dell'incubatore stesso. Questa rete offre la possibilità di accedere a risorse molto onerose o troppo difficili da raggiungere per una start-up. Le imprese incubate, spesso, non dispongono di ingenti budget da destinare alle pubbliche relazioni o al marketing, ma fruendo del network dell'incubatore e condividendo i contatti con le altre imprese incubate possono raggiungere molti *stakeholders*.

Essendo l'innovazione una delle più importanti caratteristiche delle start-up, essa va ricercata. Molto spesso, soprattutto per le start-up tecnologiche, il *feedback* dei clienti è fondamentale per lo sviluppo di nuove tecnologie o per il miglioramento dei servizi offerti, tuttavia non è sufficiente. Grazie al network interno all'incubatore, le imprese possono scambiarsi informazioni, pareri e tecnologie utili allo sviluppo di prodotti migliori e per effettuare dei test sui propri prodotti o servizi prima di proporli al mercato risparmiando così tempo, denaro e possibili danni all'immagine dell'impresa.

Oltre che ai consigli tecnici, gli imprenditori che ruotano attorno all'incubatore hanno la capacità di sostenersi: alcuni imprenditori condividono gli errori che hanno commesso ed aiutano i colleghi ad evitarli. Anche i *mentors* sono spesso ex-imprenditori e influiscono sulla visione imprenditoriale delle start-up, contribuendo allo sviluppo di strategie e *roadmaps*. Spesso costoro non provengono dal mondo

accademico e, dunque, le competenze che mettono a disposizione sono frutto di anni di lavoro.

L'opinione di Chandra e Chao⁴⁰ (2011) è che gli incubatori di seconda generazione sono generalmente gestiti da un gruppo misto di sponsor che sceglie manager con una forte visione imprenditoriale ed interessati allo sviluppo del capitale umano.

Gli incubatori hanno dunque il ruolo di favorire la crescita economica, la creazione di posti di lavoro mediante lo sviluppo e la raccolta di tecnologia, talenti ed informazioni per alimentare la crescita di nuove imprese.

Gli incubatori offrono poi una grande varietà di servizi *business*. Molto spesso i neoimprenditori sono giovani che hanno avuto una brillante idea, ma che non si intendono di *business*. Gli incubatori vanno dunque a colmare questa lacuna proponendo ad esempio servizi di *market analysis* piuttosto che di *business planning* o di *marketing*. Le attività di consulenza vengono ritagliate perfettamente sulle esigenze degli *startupper* e, molto spesso, sono seguite da eventi come corsi di formazione o *workshop* in modo tale che l'imprenditore riesca a conoscere al meglio i processi manageriali caratteristici di un'impresa.

Gli incubatori hanno un'altra funzione fondamentale, ovvero quella di sviluppare un *network* ricco di potenziali finanziatori, consulenti tecnici e potenziali clienti. Le imprese incubate possono accedere al *network* partecipando agli eventi organizzati dagli incubatori sia in maniera

⁴⁰ Chandra, A., and Chao, C. A. (2011), "Growth and evolution of high-technology business incubation in China"

passiva, che in maniera attiva proponendosi alla platea per mezzo di un *elevator pitch*.

Alcuni incubatori richiedono quote societarie in cambio dei servizi di incubazione diventando dunque investitori.

4.3.3 Effetti sul mercato e misura del successo

Gli acceleratori hanno un grande impatto sull'ecosistema delle start-up e sugli stakeholders a queste correlati. A livello macroeconomico questi enti stimolano la crescita economica ed a livello micro incrementano i posti di lavoro, oltre che la ricchezza ed aiutano a diffondere tecnologie innovative. I vantaggi di un incubatore ben gestito si riflettono su una serie di soggetti quali le imprese incubate, il governo, gli istituti di ricerca e le università, la comunità locale ed infine l'incubatore stesso.

Per le imprese incubate, l'incubatore aumenta le possibilità di successo e la credibilità del progetto. Esso aiuta anche a migliorare le competenze del personale delle start-up, creare sinergia tra clienti ed imprese. Infine l'acceleratore facilita l'accesso a *mentors*, informazioni e capitali necessari per l'avviamento dell'attività d'impresa.

Il ruolo svolto da questi enti aiuta anche i governi a superare i fallimenti del mercato, promuovere lo sviluppo regionale, generare posti di lavoro e diventa una dimostrazione dell'impegno politico verso le piccole imprese.

Per gli istituti di ricerca e le università il rapporto con gli incubatori è di fondamentale importanza visto che l'incubatore fa da ponte tra il mondo universitario o di ricerca e quello industriale. L'incubatore si fa infatti promotore della commercializzazione della ricerca e da opportunità agli studenti e ai laureati di applicare al meglio le proprie capacità.

Gli incubatori si occupano inoltre di portare nelle imprese prodotti o processi innovativi.

Infine gli incubatori hanno un forte impatto anche sulla comunità locale. Essi, infatti, aiutano i cittadini ad avvicinarsi alla cultura imprenditoriale, oltre che stimolare il mercato del lavoro specializzato.

Come già detto, gli incubatori hanno un forte effetto anche sul mercato del lavoro locale non solo stimolando tale mercato offrendo posti di lavoro, ma anche generando posti di lavoro in maniera indiretta. A livello globale si stima che per ogni posto di lavoro offerto dall'incubatore, vengono creati altri 0,4 posti di lavoro grazie alla necessità dell'incubatore di approvvigionarsi di beni e di fruire di servizi. Lagos e Kutsikos (2011) stimarono che per ogni posto di lavoro offerto dall'incubatore vengono prodotti altri 1,5 posti di lavoro grazie alla necessità dei dipendenti dell'incubatore stesso di approvvigionarsi di beni e di fruire di servizi.

Hackett e Dilts, nel 2004, spiegarono che la qualità dell'attività di incubazione si può misurare attraverso i cosiddetti "*Business Incubation Performance*" (BIP), ovvero degli indicatori che valutano il livello di crescita delle imprese incubate e la loro performance finanziaria al momento dell'uscita dall'incubatore. Esistono cinque diversi stati mutuamente esclusivi che le imprese incubate possono assumere al completamento della incubazione:

- L'impresa incubata è sopravvissuta e continua a crescere con profitto;
- L'impresa incubata è sopravvissuta, continua a crescere ed è vicina a divenire profittevole;
- L'impresa incubata è sopravvissuta, ma non cresce e non è redditizia;
- L'impresa incubata ha cessato la propria attività durante il periodo di incubazione, ma le perdite sono state ridotte al minimo;
- L'impresa incubata ha cessato la propria attività durante il periodo di incubazione registrando grandi perdite.

Secondo Allen e McCluckey⁴¹ (1990), il successo incubatore è stato definito come un rapporto espresso nel seguente modo:

Numero di successi / Numero di insuccessi

Dove per numero di successi si intende l'ammontare di imprese che hanno fatto *l'Exit*, ovvero quelle imprese che sono entrate nel mercato uscendo dall'incubatore, mentre il numero di insuccessi coincide con il numero di imprese che hanno cessato la loro attività mentre erano ancora incubate.

Il tasso di sopravvivenza più alto è pari al 90% ed appartiene agli incubatori tecnologici, seguito dall'87% degli incubatori misti. Il tasso di sopravvivenza più basso è pari all'86% ed è stato raggiunto dalla

41 Allen, D. N., and McCluskey, R. (1990), "Structure, Policy, Services and Performance in the Business Incubator Industry", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 15, No. 2

categoria di incubatori che si occupa di sviluppare progetti di sviluppo economico.

4.3.4 Intervista ad H-Farm

Per concludere il capitolo sugli incubatori si è deciso di intervistare il responsabile del processo di H-Farm Venture, Timothy O'Connell, un imprenditore di successo di origini americane che dal 2010 è responsabile del processo di accelerazione d'impresa di H-Farm, ovvero un incubatore con sede a Roncade (Treviso) che ha scelto di accelerare imprese nel campo dell'innovazione digitale.

Timothy ha confermato che H-farm sceglie solo start-up che possano essere in linea con l'incubatore ed i suoi principi ed è stato sviluppato un indicatore denominato "Fit to H-Farm" per verificarne il grado di compatibilità con l'acceleratore. Le idee vengono selezionate mediante una precisa procedura di scouting che conta 5 macro punti di verifica:

- Team: chi sono, come lavorano e qual è il background dei membri del *team*?
- Idea: l'idea risolve un problema che il mercato ha?
- Soluzione: il prodotto risolve il problema? Timothy ha affermato che il progetto può essere già abbastanza sviluppato o ancora solo un'idea. Chiaramente, l'incubatore preferisce un progetto già sviluppato in modo da poterlo portare ad un buon livello rapidamente saltando la fase di *seed*.
- Mercato: C'è? È troppo piccolo?

Fit to H-Farm: Quanto questo progetto è compatibile con H-Farm? Quanto è in linea con H-Farm.

O'Connell ha affermato che le imprese da loro incubate possono fruire di un gran numero di servizi. Le Persone possono vivere e lavorare in H-Farm, utilizzando stanze e spazi di lavoro di proprietà dell'incubatore. In questo modo, possono concentrarsi su quello che devono fare senza distrazioni o perdite di tempo.

Anche l'attività di *Mentoring* costituisce un elemento fondamentale dell'offerta dell'incubatore, soprattutto poiché i mentors provengono da tutto il mondo ed hanno dunque la capacità di portare alle start-up punti di vista completamente diversi da quelli locali. Oltre al punto di vista, questi mentors internazionali mettono a disposizione le loro competenze ed il loro network. I mentors hanno background diversi, essi infatti provengono sia da grandi imprese del settore in cui lavorano le start-up, sia da piccoli business o da imprese di gestione dell'innovazione. Timothy ha affermato che, dal momento che questi mentors hanno background diversi riescono a contribuire all'impresa in maniera diversa e dunque la arricchiscono sotto diversi profili.

Inoltre, l'incubatore mette a disposizione un *network* mondiale di esperti nel campo del digitale. Le *start-up* dunque possono conoscere persone da tutto il mondo, il che, come affermato da O'Connell è un enorme vantaggio poiché molte start-up londinesi o newyorkesi restano confinate in un ufficio e non riescono a sfruttare il vantaggio geografico.

Infine l'incubatore mette a disposizione risorse finanziarie sia proprie che di terzi. Il network di possibili finanziatori messo a disposizione da H-Farm alle start-up risulta essere grande e completo poiché conta sia su

versatori, ovvero singoli investitori, sia su aziende, ovvero partner aziendali o finanziatori formali.

Secondo O'Connell la risorsa più importante che H-Farm mette a disposizione è proprio il *network* poiché grazie al network le start-up possono sviluppare la rete commerciale, trovare nuovi partner, fornitori e finanziatori.

Per quanto riguarda i meccanismi di investimento, Timothy ha affermato che ogni start-up viene valutata singolarmente, non c'è una procedura standardizzata. Le *start-up* in cui H-Farm decide di investire rientrano in determinati programmi di accelerazione della durata di 6 mesi. Il programma prevede di investire due mesi nello *scouting* per scegliere le *start-up* e quattro mesi per accelerarne il progetto d'impresa. Ciascun programma ha una specifica area tematica come l'*automotive*, il *fashion* o il *food*, ma il filo conduttore che lega tutti i programmi è il *digital*.

Inoltre, a livello di risorse finanziarie H-Farm aiuta le *start-up* a reperire capitale anche da terzi mettendo a disposizione un vasto network sia di *business angels* che di fondi di *venture capital*.

O'Connell ha dichiarato che non esiste un indicatore standard sul mercato per poter misurare l'efficienza dell'attività di incubazione. H-Farm valuta la qualità dei team delle *start-up* in cui ha investito, valuta la propria capacità di generare interesse ed investimenti nelle *start-up* da parte delle imprese o degli investitori ed infine valuta la propria capacità di attrarre *partner* di spessore.

Infine per rendere maggiormente sostenibile l'attività di incubazione, H-Farm ha optato per differenziare il pacchetto di attività erogate. Infatti

l'incubatore non si occupa in via esclusiva di accelerare *start-up*, ma anche di erogare servizi di consulenza ed ha recentemente scelto di diventare un ente che eroga formazione.

L'elemento di maggior interesse che è emerso durante l'intervista è, a mio avviso, il fatto che la risorsa più importante offerta dall'incubatore alle *start-up* è il *network*. O'Connell ha evidenziato che grazie al *network* le *start-up* possono accedere ad una serie di elementi che influiscono notevolmente sulla rapidità con la quale l'impresa cresce. Trovare dei possibili partner, sia che siano fornitori, sia che siano clienti, aiuta la *start-up* a formare rapidamente il proprio mercato. Inoltre, le *start-up* possono accedere anche a finanziatori come i fondi di *venture capital* grazie al *network* di H-Farm e questo li aiuta a reperire più risorse finanziarie di quelle che un incubatore riuscirebbe a mettere a disposizione.

4.4 Venture Capital

Il *venture capital* è un intermediario finanziario che riceve risorse da investitori e costruisce un portafoglio di imprese in cui investire, questo tipo di fonte di finanziamento è da considerarsi dunque investitore formale poiché usa capitale di terzi. Le imprese scelte nel processo di costruzione del portafoglio d'investimento sono imprese non quotate caratterizzate da un fabbisogno finanziario, prospettive di crescita e redditività elevate. Visto che i *venture capitalists* colmano questi elevati fabbisogni prendono parte alla vita delle imprese del loro portafoglio con un duplice obiettivo: monitorare l'andamento delle stesse ed aiutarle a crescere.

Chiaramente l'obiettivo di questi intermediari è quello di aiutare a crescere le imprese per poi venderne la partecipazione mediante una strategia di *exit* e massimizzare i profitti dei loro investimenti.

Questo tipo di finanziatori si comporta in maniera complementare ai *business angels* scegliendo di finanziare imprese che abbiano già raggiunto un certo livello di maturità e che si siano strutturate sotto ogni profilo organizzativo e di mercato. Nel 2000, Mason suggerì che *business angels* e *venture capitalists* sono finanziatori complementari per le imprese innovative, essi infatti tendono ad investire in maniera sequenziale essendo interessati a fasi differenti del ciclo di vita dell'impresa.

Dalla definizione di *venture capital* sopracitata risulta chiara la loro partecipazione alla vita dell'impresa non solo come fornitori di capitali, ma anche come consiglieri. In genere, questi finanziatori hanno almeno un loro rappresentante nel consiglio di amministrazione nelle imprese in cui

investono. Questo rappresentante ha il compito, non solo di partecipare alle decisioni prese in sede di consiglio di amministrazione, ma anche di raccogliere tutte le informazioni necessarie a fornire all'impresa stessa consulenza e supporto per poter crescere più rapidamente e in modo sostenibile.

Questi finanziatori, inoltre, contribuiscono alla crescita dell'impresa mettendo a disposizione il loro *network*: essi offrono all'impresa contatti di possibili clienti e fornitori e aiutano le imprese nella fase di *recruiting* di personale qualificato.

La definizione di *venture capital* spiega come questi enti siano finanziatori formali, è dunque fondamentale nella fase di raccolta di capitale garantire ai loro investitori delle buone prospettive di guadagno. Quindi è molto importante scegliere accuratamente le imprese sia per poter garantire una buona redditività che per pianificare una strategia di *exit* ottimale massimizzando così i profitti del *venture capitalist* e, di conseguenza, dei suoi investitori. Dal momento che l'*exit* avviene principalmente per vendita ad una società più grande o per IPO, i *venture capitalists* dovranno scegliere società medio piccole con elevatissimi potenziali di crescita poiché è difficile o impossibile effettuare l'*exit* da piccole imprese. Immaginare la quotazione in borsa di una piccola impresa è utopico, basti pensare ai restrittivi requisiti normativi che la maggior parte dei paesi richiedono per la quotazione. Le imprese in cui i *venture capitalists* tendenzialmente investono sono tendenzialmente imprese nella fase di espansione, ovvero tutte quelle imprese che ormai hanno superato la fase di ingresso nel mercato.

Un'altra caratteristica delle imprese è che la crescita deve avvenire in un orizzonte temporale mediamente compreso tra i cinque e i sette anni

dall'investimento iniziale, ciò è possibile solo per alcuni specifici settori, ovvero quelli caratterizzati da costante innovazione.

Come si può evincere da quanto scritto, l'attività dei *venture capitalists* si sviluppa in tre fasi: scegliere l'investimento, investire e monitorare l'investimento ed infine effettuare l'*exit*.

Per poter scegliere il miglior investimento, questi finanziatori prendono in considerazione svariati progetti. Secondo un'analisi effettuata dal *Venture Capital Journal* negli anni ottanta, di ogni mille *business plan* presentati da imprenditori a questi investitori ne vengono scelti solamente un centinaio per un incontro durante il quale l'imprenditore ha la possibilità di presentare il proprio progetto. Il numero di progetti ritenuti interessanti dai *venture capitalists*, secondo la ricerca sopracitata, è circa della metà. Questi progetti vengono sottoposti ad un processo di *due diligence* durante il quale le imprese vengono analizzate in maniera approfondita. Al termine di questa procedura verranno scelte le imprese sulle quali investire: la ricerca ha evidenziato che in genere sono una decina. Dunque il tasso di successo della richiesta di finanziamenti da parte degli imprenditori è circa dell'1%. I progetti vengono valutati sotto ogni aspetto, tuttavia dalla ricerca sopra citata è emerso che le imprese vengono scartate per motivazioni come la scarsa credibilità del progetto, dell'imprenditore o del management dell'impresa o per le scarse prospettive di redditività o per tempi di realizzazione del progetto troppo lunghi.

Una volta che i *venture capitalists* hanno individuato le imprese *target* sulle quali investire, le parti negoziano i termini e le condizioni da

includere nel contratto di finanziamento da firmare e, successivamente, effettuano il *closing* firmando il suddetto contratto.

A questo punto, una volta che le imprese *target* hanno sottoscritto il contratto, inizia l'attività di investimento e monitoraggio di questo. Durante questa fase, i *venture capitalists* prendono parte alla vita delle imprese partecipando ai consigli d'amministrazione e offrendo all'impresa svariati servizi di consulenza che verranno successivamente analizzati. Le attività effettuate dai *venture capitalists* non hanno il solo scopo di far crescere l'impresa, ma anche di monitorarne l'andamento e l'evoluzione. Dunque oltre a fornire valore aggiunto all'impresa, il fondo si garantisce un flusso costante di informazioni provenienti direttamente da essa. L'attività di monitoraggio, dunque, non consiste solo in una costante analisi di dati, ma anche nell'osservazione delle procedure e degli aspetti qualitativi del management delle imprese *target*.

Durante questa fase, come accennato in precedenza, l'impresa dovrà crescere al punto da divenire interessante per grandi imprese o a sufficienza per potersi quotare. Solo quando raggiungerà uno di questi due specifici *status*, il fondo passerà all'ultima fase della sua attività, ovvero implementare una strategia per effettuare l'*exit* ed applicarla. Dal momento che per effettuare l'*exit* sono richieste competenze molto diverse da quelle precedentemente citate, i *venture capitalists* collaborano in genere con banche d'investimento e d'affari specialmente quando la strategia di *exit* consiste nell'IPO. La quotazione è in genere la soluzione preferita dai fondi poiché storicamente risulta la soluzione maggiormente profittevole per i *venture capitalists*. L'alternativa all'IPO è la vendita a potenziali acquirenti strategici come *holding* finanziarie, imprese concorrenti o imprese che necessitano di ampliare la propria

gamma prodotti o il loro mercato. Questa strategia di vendita risulta essere tanto più profittevole quanto maggiore è l'interesse del mercato per quella specifica impresa.

Il primo vero e proprio *venture capitalists* fu fondato dal Generale Doriot nel 1946 dopo la fine della Seconda Guerra Mondiale. Egli si era accorto del fatto che numerosi imprenditori non riuscivano a finanziarsi mediante capitale di debito perché non superavano i requisiti imposti dal sistema bancario e dunque cercavano capitale di rischio tra parenti ed amici. Non tutti gli imprenditori però potevano contare su parenti ed amici benestanti in grado di finanziare le loro imprese e dunque Doriot decise di fondare la *American Research and Development Corporation*, il primo *venture capital* al mondo. La sua impresa era organizzata come una società quotata, al contrario dei moderni fondi di *venture capital*. L'ARD ha permesso ai suoi investitori un ritorno pari al 15,8% per ben venticinque anni consecutivi investendo in società tecnologiche o, più in generale, in rapida crescita.

Circa dieci anni dopo la fondazione dell'ARD da parte del Generale Doriot il mercato dei *venture capitalists* era ancora piuttosto bloccato e così il governo americano cercò di stimolarlo mediante lo *Small Business Act* del 1958 che permise la creazione delle *Small Business Investments Companies*, le cosiddette SBICs. Tuttavia, queste imprese contribuirono solo parzialmente allo scopo per cui erano state progettate, poiché viste le loro restrizioni normative non riuscirono mai a divenire la principale forma istituzionale assunta dai *venture capitalists*. Queste imprese, però, contribuirono a formare i *manager* e professionisti che negli anni successivi hanno fondato e gestito i fondi di *venture capital*.

I fondi di *venture capital* così come li conosciamo oggi nascono invece negli anni sessanta, quando vengono sviluppate le *limited partnership*, società in cui gli investitori si dividono in due categorie: i *limited partners*, che mettono semplicemente il capitale, ed i *general partners*, che oltre a mettere il capitale gestiscono il fondo. Un altro cambiamento sostanziale nel mondo dei *venture capital* avvenne nel 1979 quando fu permesso ai fondi pensione di acquistare delle partecipazioni nei fondi di *venture capital*. Ancora oggi i fondi pensione continuano a fornire ai *venture capital* quasi la metà dell'intero capitale da questi gestito.

Il boom delle attività dell'attività dei *venture capitalists* è stato registrato circa a metà degli anni novanta quando gli investimenti nei fondi di *venture capital* sono pressoché raddoppiati: la National Venture Capital Association ha infatti registrato un valore totale degli investimenti pari a 4,1 miliardi di dollari nel 1994 e 7,9 miliardi di dollari nel 1995. In quegli anni nasceva internet e i fondi di *venture capital* segnavano ritorni sugli investimenti elevatissimi. Dal 1995 al 2000 gli investimenti in questi specifici fondi continuarono a crescere facendo segnare un picco nel 2000 pari a 104 miliardi di dollari. Negli anni successivi il livello degli investimenti in *venture capital* si è mantenuto costante, ogni anno infatti vengono raccolti investimenti per 20-30 miliardi di dollari.

La maggior parte delle società di *venture capital* si trovano negli Stati Uniti, secondo una ricerca effettuata da PricewaterhouseCoopers nel 2008, ben la metà dei *venture capitalists* si trova appunto nello stato nord americano. Ecco perché la maggior parte delle analisi relative ai *venture capitalists* riguarda il mercato americano. Tuttavia, molti autori spiegano come la maggior parte dei *venture capitalists* nel mondo seguano

procedure e si strutturino come i fondi americani e, dunque, l'applicabilità delle analisi non è limitata agli Stati Uniti.

4.4.1 Caratteristiche e tipi

I *venture capitalists* quindi, non si limitano a fornire capitale di rischio alle imprese *target*, bensì contribuiscono alla vita di queste apportando altri tipi di risorse fondamentali. In genere i *venture capitalists*, mettono a disposizione un gran numero di competenze legate alla gestione dell'impresa e allo studio del mercato. Essi infatti condividono competenze tecnico manageriali, finanziarie, di marketing e fiscali.

Inoltre i fondi di *venture capital* impattano anche sulla gestione imprenditoriale dell'impresa condividendo il rischio, migliorando l'immagine dell'impresa nei confronti del mercato e delle banche, aiutando l'imprenditore a distinguere gli interessi personali da quelli aziendali ed aiutando ad aumentare la reputazione e la credibilità.

Essi infine aiutano l'impresa a strutturare un network di potenziali clienti, fornitori ed istituzioni finanziarie condividendo parte del loro network.

Come accennato in precedenza, i fondi contribuiscono alla vita dell'impresa guidando gli imprenditori nelle fasi di pianificazione, a partire da quella strategica arrivando a quella fiscale. Inoltre essi apportano dei contributi all'organizzazione dell'impresa implementando dei sistemi di controllo di gestione al fine di rendere più efficienti le imprese aiutandole così a massimizzare la creazione di valore.

Oltre al mero apporto di capitale, i *venture capital* offrono anche competenze finanziarie ed aiutano gli imprenditori a disegnare le linee

strategiche dell'impresa proponendo talvolta operazioni straordinarie come acquisizioni, fusioni e joint venture al fine di far crescere più rapidamente l'impresa. Spesso i *manager* dei fondi propongono di riorganizzare la struttura societaria e patrimoniale, al fine di rendere più semplice l'eventuale liquidazione dei soci non più interessati a partecipare all'impresa.

Infine, in maniera indiretta, i fondi di *venture capital* influenzano anche la capacità contrattuale dell'impresa, nonché la credibilità e l'immagine di questa nei confronti del mercato e dei finanziatori. Sempre in maniera indiretta, i fondi, migliorando l'immagine aziendale, rendono maggiormente interessanti le opportunità di lavoro offerte dall'impresa attraendo un management più capace ed esperto.

I fondi che investono nelle fasi di *start-up* hanno anche il compito di aiutare gli imprenditori a sviluppare il *business plan*, analizzando tutte le criticità riscontrabili per aiutare gli imprenditori a costruire dei piani accurati legati a tutti gli aspetti aziendali, a partire dal marketing, allo sviluppo commerciale e alla logistica, passando per gli aspetti finanziari e di organizzazione.

I fondi spesso forniscono alle imprese *target* anche supporto legale e amministrativo, nonché aiutano l'impresa a raccogliere e gestire risorse umane.

I fondi di *venture capital* differiscono tra loro e possono essere categorizzati in diversi modi. L'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt) suggerisce tre categorie di *venture capital*:

- Fondi di Venture Capital Indipendenti
- Operatori Bancari
- Operatori Pubblici

La prima categoria, ovvero quella dei fondi di venture capital e altri operatori indipendenti, opera come fondi di investimento mobiliari chiusi indipendentemente dalla normativa di ogni singolo paese. Il suddetto fondo è generalmente promosso da una società di gestione.

Il fondo viene costituito con lo scopo di raccogliere capitali presso investitori privati o istituzionali per investirli in società non quotate con elevati potenziali di crescita. Il fondo è chiuso poiché i finanziatori non possono riscattare le loro partecipazioni in qualsiasi momento, ma soltanto a scadenza ed inoltre non è possibile che nuovi investitori acquistino quote una volta che la campagna di raccolta del capitale è stata chiusa.

Dunque nella gestione di un fondo chiuso, le società di gestione del risparmio devono affrontare tre fasi che si sostanziano nella raccolta di capitali, nell'investimento e nel disinvestimento.

La prima fase è quella di raccolta di capitale, mediante il fondo chiuso la società di gestione accumula risorse dai sottoscrittori del fondo, ovvero gli investitori, i quali otterranno in cambio quote di quest'ultimo.

Nel frattempo la società di gestione ha effettuato le analisi sopra descritte per poter scegliere in quali imprese investire. Una volta chiusa la campagna di *fundraising*, la società di gestione investe nelle imprese *target* il denaro raccolto per mezzo del fondo chiuso. Investendo il fondo raccoglie partecipazioni nelle società *target*, partecipazioni che includono diritti strategici, operativi e decisionali.

Infine, c'è la fase di disinvestimento. Essa si suddivide in due: da un lato la società di gestione venderà le partecipazioni delle imprese *target* raccogliendo denaro e dall'altra, a scadenza, dovrà remunerare gli investitori del fondo chiuso.

Sebbene questo sia il metodo più diffuso, esiste un'alternativa: le finanziarie di partecipazione. Questi sono soggetti che svolgono l'attività di *venture capital* sfruttando una società veicolo in cui investono direttamente il capitale proprio dell'impresa di *venture capital*.

La seconda categoria è rappresentata dagli operatori bancari. Questo tipo di operatori gode di un profilo di rischio minore, grazie alla capacità di investire nel mercato del private equity generale questi investitori riescono a diversificare gli investimenti. Nonostante questo vantaggio, essi devono prestare attenzione al rapporto rischio-rendimento. Il loro *target* sono tutte quelle imprese in fase di sviluppo che presentano progetti interessanti e potenzialmente validi.

Tendenzialmente le banche si concentrano solo su imprese che sono ormai già in fase di sviluppo, anche se recentemente diversi gruppi bancari hanno scelto di proporre al mercato anche finanziamenti per imprese in fase di *start-up*.

Questi operatori sono caratterizzati dall'assenza della scadenza tipica dei fondi chiusi. Chiaramente, questa caratteristica porta l'operatore a scegliere di disinvestire solo quando le condizioni risultano favorevoli. La caratteristica sopracitata non è propria di tutti gli operatori bancari, alcuni di essi preferiscono comunque costituire un fondo chiuso come strumento di maggior autonomia dal sistema bancario.

L'ultima tipologia di *venture capital* sono gli enti pubblici che operano sul territorio locale per sostenere lo sviluppo di determinate aree geografiche. Questi nascono soprattutto in aree depresse o in aree in cui è necessario stimolare settori industriali che sarebbero altrimenti svantaggiati. Gli obiettivi sono spesso stabiliti dalla politica e sono generalmente molto burocratizzati. Tutto ciò ne è fonte di impedimento a livello strategico e chiaramente pregiudica la performance poiché spesso non è tra le principali priorità. Generalmente le modalità di gestione operativa dei *venture capitalists* pubblici sono assimilabili a quelle privatistiche.

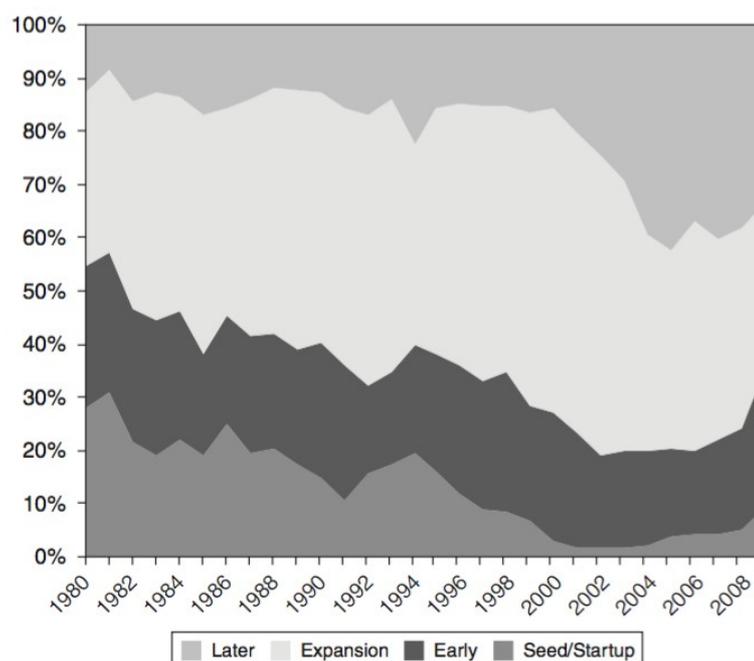
4.4.2 Fase del ciclo

I *venture capitalists* operano in diverse fasi della vita dell'impresa, essi, infatti, investono in imprese che abbiano già approcciato il mercato, dunque si tratta di imprese nelle fasi di *early stage*, *expansion stage* o *later stage*.

I *venture capitalists*, dunque, iniziano a finanziare le imprese già nella fase di *early stage financing*, ovvero dalla fase in cui i prodotti o i servizi sono ancora in fase di test o sono appena stati immessi sul mercato. In questa fase, oltre ad apportare capitali, i fondi di *venture capital* aiutano le imprese a svilupparsi sotto il profilo organizzativo. È inoltre fondamentale il contributo dei *venture capitalists* nell'attuazione dei piani sviluppati nelle fasi di *seed* e *start-up*, risulta perciò fondamentale per le imprese il network messo a disposizione dal fondo.

I venture capitalists investono anche nella fase successiva, ovvero quella di expansion. Durante questa fase l'impresa è già entrata nel mercato e sta consolidando la sua presenza su di esso. Questo significa che sta continuando ad avere necessità di finanziare le operazioni di marketing, quelle commerciali e comincia ad aver bisogno di sviluppare la logistica. Talvolta, alla luce della risposta del mercato, le imprese necessitano anche di investire sullo sviluppo del prodotto o servizio offerto. In questa fase i fondi di venture capital svolgono un ruolo di indirizzo strategico offrendo, ad esempio, le loro competenze a livello di strategia di mercato e logistica.

L'ultima fase di vita delle imprese ad interessare i venture capital è la later stage. In questa fase, il tasso di crescita si è stabilizzato e si è ridotto rispetto alle fasi precedenti. In questa fase l'impresa dovrebbe aver ormai raggiunto un buon livello di profittabilità. Durante questa fase le imprese cominciano a considerare la quotazione in borsa.



SOURCE: 2009 NVCA Yearbook, NVCA website.

Illustrazione 23: Investimenti per stage della vita dell'impresa

All'inizio degli anni ottanta i venture capitalists si occupavano paritariamente delle imprese nelle fasi di seed, start-up e expansion. Con gli anni il focus dei fondi si è spostato verso la fase di expansion, infatti gli investimenti in questa fase hanno superato quelli nelle prime due già verso la metà degli anni novanta. Successivamente, le prime due fasi sono state coperte finanziariamente dai business angels e più della metà degli investimenti dei venture capitalists erano rivolti ad imprese nella fase di expansion.

Recentemente, il trend sopra descritto ha subito una leggera inversione di tendenza, nel 2008 la quota di investimenti legata alle prime due fasi è arrivata a superare il 5% del totale degli investimenti dei venture capitalists negli Stati Uniti e ha visto scendere la quota legata agli investimenti nella fase di seed sotto il 40%.

Come già detto in precedenza, i *venture capitalists* cercano piccole imprese con grandi potenziali di crescita. Le imprese appena descritte sono in genere quelle caratterizzate da un prodotto o un servizio innovativo o che hanno innovato un processo. Non a caso i dati relativi agli investimenti dei *venture capitalists* negli Stati Uniti dimostrano come questi investono maggiormente in *health care* e *IT*, settori ad alto contenuto tecnologico nei quali i *player* di successo sono coloro che sono in grado di offrire al mercato nuove ed innovative soluzioni. I *venture capitalists* americani investono anche in altri settori di questo tipo, infatti i dati dimostrano che anche i settori delle comunicazioni, dei *software*, dei semiconduttori e degli *hardware* in generale ricevono ogni anno ingenti risorse da questi fondi.

4.4.3 Dati

Secondo la ricerca effettuata da PricewaterhouseCoopers nel marzo 2014, "L'impatto economico del Private Equity e Venture Capital in Italia", le imprese partecipate da *venture capitalists* hanno una performance nettamente più elevata rispetto al benchmark nazionale, sia in termini di ricavi che delle prestazioni finanziarie.

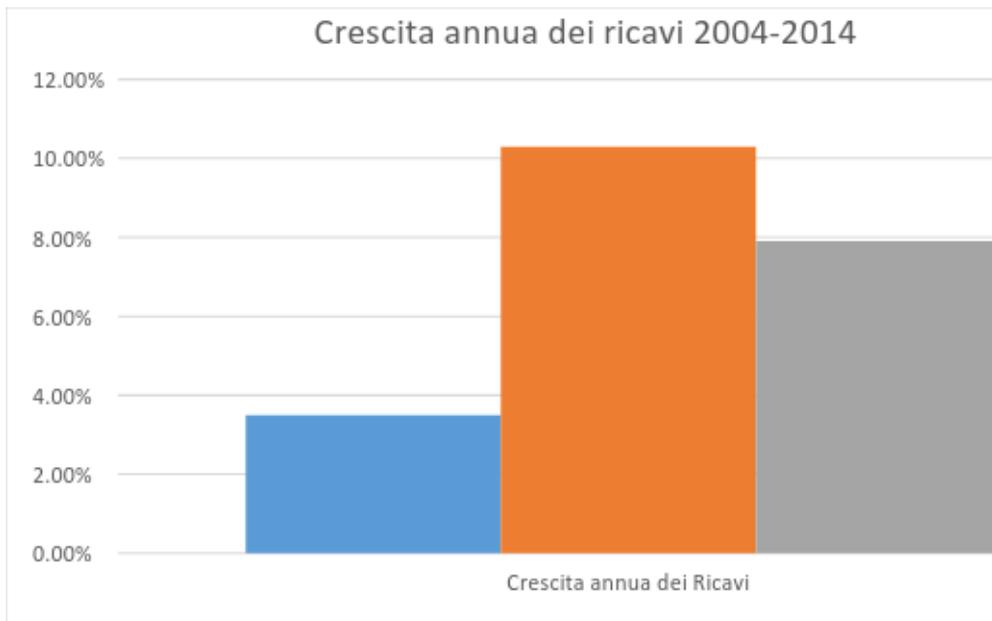


Illustrazione 24: Crescita annua dei ricavi

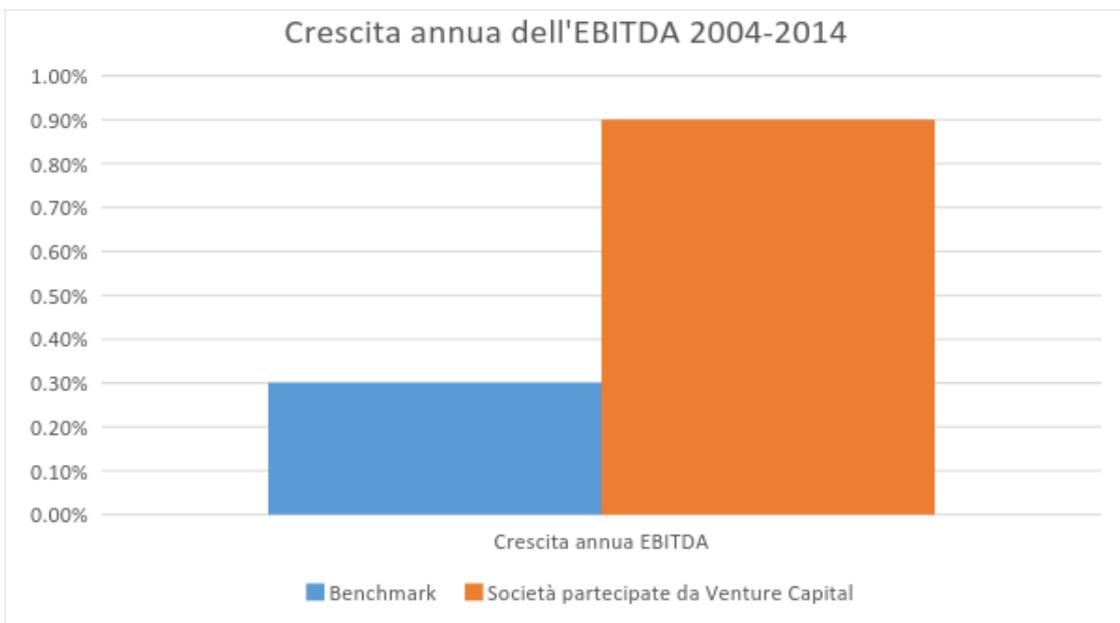


Illustrazione 25: Crescita annua dell'EBITDA

La ricerca ha analizzato un campione di 477 disinvestimenti realizzati da società di *private equity* e *venture capital* nel territorio italiano

nell'intervallo di tempo 2004-2014. Le imprese partecipate hanno infatti registrato una crescita annua media dei ricavi pari al 7,9 %, ben maggiore della media nazionale che si attesta al 2,9%. La ricerca dimostra anche come i *private equiter* e i *venture capitalists* aiutino il mercato del lavoro: le imprese partecipate hanno registrato un aumento annuale dello 5,2% del tasso occupazionale contro un -0,3% su base nazionale. Estrapolando solo i dati relativi alle imprese partecipate da fondi di *venture capital* ci si rende conto che la performance è ancora più elevata: il tasso di crescita dei ricavi di queste imprese è pari al 10,3%.

La ricerca ha inoltre evidenziato che nel solo 2014 sono state analizzate ben 35 operazioni di disinvestimento su un totale di 52. Il campione relativo al 2014 si concentra per lo più su imprese del nord Italia. La ricerca ha riscontrato che il campione di aziende appena descritto ha registrato un aumento degli investimenti in immobilizzazioni materiali pari circa all'11%. Il tasso di crescita dell'occupazione invece scende leggermente rispetto a quello dell'anno precedente, attestandosi comunque ad un valore pari a 4,4%.

5 Conclusioni

Qualsiasi tipo di progetto necessita, per poter essere implementato, di essere sostenuto da competenze. Immaginiamo un progetto banale come una semplice partita di calcetto, senza un organizzatore con un buon network per raccogliere giocatori, che conosca una società sportiva che affitta il campo e che disponga di un pallone la partita di calcetto non verrà organizzata. Per un progetto semplice come questo sono necessarie delle competenze comunicative e relazionali anche molto basiche. Se invece immaginassimo un progetto ben più complesso, come l'organizzazione di un torneo di calcetto, allora ci renderemo conto che le competenze necessarie sono maggiori. Dopo aver immaginato la partita ed il torneo di calcetto è facile comprendere che un'impresa è caratterizzata da un grado di complessità notevolmente maggiore rispetto ai due esempi di attività organizzative precedentemente citati. Dunque le competenze necessarie per lo sviluppo di un'attività imprenditoriale sono notevoli, infatti, gestire un'impresa richiede una serie di competenze legate agli aspetti operativi, di mercato e amministrativi ad esempio. Tuttavia, non tutte le imprese richiedono le stesse competenze ed inoltre il livello di competenze necessarie alla gestione di un'impresa dipende dal grado di specializzazione dell'impresa stessa. È chiaro che il livello di competenze logistiche di Amazon non è lo stesso di quello di una piccola impresa artigiana che lavora pellame ed allo stesso modo è chiaro che Amazon non dispone di competenze nella lavorazione delle pelli.

Al di là del settore fornito si osserva come alcune imprese si specializzino, soprattutto nella fase iniziale, nell'erogazione di un solo prodotto o servizio. Questo principio richiama quello di specializzazione definito in economia internazionale da David Ricardo⁴². Secondo Ricardo per poter mantenere il proprio vantaggio comparato ciascuna nazione tenderà a specializzarsi in un settore specifico dell'economia. Il paese sceglie tutti quei settori nei quali il costo opportunità della produzione del bene o servizio output di quel settore è inferiore alla produzione dello stesso in altri paesi. Successivamente anche Heckscher ed Ohlin⁴³ contribuirono a rafforzare questo principio di specializzazione spiegando come un paese scelga di produrre il bene o il servizio che richiede in maniera intensiva un fattore di produzione che caratterizza quella nazione. Questo significa che, essendo le economie più avanzate caratterizzate da un'abbondanza di lavoro specializzato esse tenderanno a scegliere i settori in cui è richiesto capitale umano specializzato, ovvero ricco di competenze. Se pensiamo ad esempio ad un settore che richiede grandi competenze come la produzione di software ci rendiamo conto che, fatta eccezione per l'India, la maggior parte delle *software houses* sono situate in Nord America, Europa e Giappone.

Dunque, la necessità di competenze delle imprese è ancora più sentita nei paesi maggiormente sviluppati, poiché per ottenere dei vantaggi competitivi, secondo la teoria sopra citata, l'imprenditore deve far leva sul valore aggiunto derivante dalle sue competenze. Il periodo della

42

Ricardo D., 'Sui principi dell'economia politica e della tassazione', 1817

43

Krugman P.R., 'Teoria e politica del commercio internazionale', 2012, Pearson

rivoluzione industriale che ha visto come protagonista il capitale fisico è dunque stato superato nei paesi più sviluppati. Basti pensare che una delle aree di maggior successo e che riscontra uno dei maggiori tassi di crescita è la Silicon Valley, patria dell'IT e delle start-up tecnologiche. Essa rappresenta uno dei migliori esempi di cluster caratterizzato da un know-how altamente specializzato. Anche se alcuni settori ad alta innovazione necessitano di investimenti in capitale fisico, come ad esempio il biomedicale, la maggior parte del valore dell'impresa deriva dalle competenze apportate dagli imprenditori nello sviluppo di prodotti e servizi innovativi.

La capacità di innovare, di proporre elementi innovativi a mercati spesso maturi è dunque fondamentale per poter accedere al vantaggio competitivo. Secondo Porter⁴⁴ è infatti fondamentale che un'impresa sviluppi il proprio vantaggio competitivo al fine di poter affrontare i propri competitor. Egli definisce il vantaggio competitivo come lo spread esistente tra la disponibilità a pagare dei consumatori e il costo per produrre quel bene. Tanto maggiore è quello dell'azienda rispetto a quello dei concorrenti, tanto più l'impresa sarà competitiva. Egli inoltre ha spiegato che per ottenere tale vantaggio l'impresa può cercare di ridurre i costi o aumentare la disponibilità a pagare dei propri clienti o applicare entrambe le strategie contemporaneamente.

Sia che l'impresa decida di operare una strategia volta all'abbassamento dei costi, sia che l'impresa scelga di aumentare la disponibilità a pagare

44

PORTER M.E. (1980), *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, New York, NY, The Free Press

PORTER M.E. (1985), *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, New York, NY, The Free Press.

dei consumatori, sia che applichi entrambe le strategie avrà bisogno di sostenere tale processo con delle competenze specifiche. Per ridurre i costi in fase di crescita l'impresa avrà bisogno di rendere più efficienti i processi che caratterizzano l'impresa, tuttavia non è detto che l'imprenditore abbia queste competenze. Allo stesso modo, per ottenere un vantaggio da differenziazione, ovvero offrendo un prodotto o servizio diverso dai concorrenti e che massimizzi la volontà a pagare dei consumatori, l'imprenditore dovrà avvalersi della sua capacità di innovare e ascoltare il mercato per individuarne le esigenze.

Dunque, come appena accennato e come analizzato nel primo capitolo, un'impresa che cresce deve attraversare diverse fasi nel suo percorso di vita. Partendo dalla fase in cui viene generata l'idea, ovvero la fase di seed, per arrivare alla fase di maturità dell'impresa è necessario sviluppare un grande pacchetto di competenze. L'imprenditore ed il management dovranno arricchire le proprie competenze passo dopo passo in relazione alla complessità organizzativa, alle dimensioni dell'impresa, del fatturato, del numero di dipendenti, alla forma giuridica ed al livello di competitività raggiunto.

Anche la natura delle competenze richieste evolve con l'evolversi dell'impresa. Se si pensa alla fase di seed, ad esempio, sarà richiesto uno sviluppo tecnico dell'idea e dunque l'imprenditore dovrà lavorare sul prodotto o servizio erogato. Successivamente, come già visto nel primo capitolo, l'imprenditore dovrà analizzare il mercato e, dunque, gli saranno richieste delle competenze commerciali e di analisi. Durante il percorso di crescita dell'impresa cambiano anche le necessità di quest'ultima e, dunque, l'imprenditore dovrà accumulare un numero sempre maggiore di

competenze per poter far fronte a queste nuove esigenze. Queste nuove esigenze riguardano la gestione dell'impresa che crescendo necessita di una nuova struttura e dell'implementazione di procedure che consentano di sostenere la crescita sotto ogni profilo, da quello gestionale a quello amministrativo a quello logistico.

L'imprenditore dovrà inoltre prestare attenzione a non spostare il proprio focus sulle competenze manageriali trascurando quelle imprenditoriali, ovvero quelle competenze che consentono all'impresa di produrre innovazione e preservare il proprio vantaggio competitivo nel mercato. Questo errore è dovuto al fatto che spesso gli imprenditori non adeguano le strutture organizzative e le procedure gestionali alla crescita oppure non riescono a far crescere le diverse parti dell'impresa all'unisono. Nel primo caso l'impresa potrebbe trovarsi a gestire ricavi sempre crescenti con personale non organizzato o non adeguatamente formato e di conseguenza l'imprenditore dovrà concentrare i suoi sforzi nell'implementazione di una struttura gestionale o nella ricerca di personale specializzato trascurando gli aspetti legati allo sviluppo del prodotto o del servizio e all'analisi delle esigenze del mercato. Nel secondo caso l'imprenditore, per mancanza di competenze non pianifica lo sviluppo delle diverse competenze dell'impresa, bensì implementa le diverse aree dell'azienda solo quando si accorge della necessità di svilupparle. Ovviamente, la mancata pianificazione porta l'imprenditore a dover concentrare i propri sforzi quando si presentano le necessità precedentemente analizzate e di conseguenza non si concentrerà sullo sviluppo dell'innovatività del proprio prodotto o servizio o sullo sviluppo del mercato.

Le competenze richieste per la gestione di un'impresa che cresce, soprattutto se si tratta di un'impresa innovativa, non evolvono in maniera progressiva bensì si accumulano di continuo. Questo significa che in principio basterà un pacchetto di competenze limitato all'analisi delle esigenze di mercato e alla ricerca di soluzioni a tali esigenze, ma la necessità di queste competenze non si estingue con il passaggio ad una fase successiva della vita dell'impresa. Anche le grandi multinazionali devono continuamente monitorare le esigenze del mercato e fornire a questo prodotti e servizi studiati ascoltando le esigenze. Allo stesso modo, lo sviluppo di una struttura logistica viene in genere implementata nella fase di start-up, tuttavia le competenze logistiche devono continuare a crescere anche nelle fasi successive e si accumulano alle altre competenze raccolte e sviluppate.

È necessario che l'imprenditore non solo accumuli le competenze necessarie per poter gestire la propria impresa, ma anche che sappia individuarle prima che l'impresa ne dimostri l'effettiva necessità. In caso contrario l'imprenditore dovrà raccoglierle gravando sull'impresa e rallentandone la crescita.

Tuttavia raccogliere tutte queste competenze sostenendo nel frattempo un'impresa in crescita non è un'operazione semplice. Nel caso in cui l'imprenditore possa contare su una compagine sociale caratterizzata da competenze variegata egli riesce a sostenere questo processo di raccolta in maniera efficiente. È facile prevedere che ciascun socio si specializzerà nel proprio ambito accrescendo le proprie competenze ed

aiutando l'impresa. Chiaramente, quanto più inesperti risultano i soci all'inizio della loro esperienza di *start-up* quanto più dovranno investire tempo e risorse nel arricchirsi di competenze per poter far crescere la loro impresa. L'inesperienza costa ed aumenta le probabilità di fallimento dell'impresa. Infatti, i soci necessitano di tempo e risorse per poter raccogliere le competenze necessarie a far crescere l'impresa, e, talvolta, l'orizzonte di tempo necessario a raccogliere queste competenze supera quello massimo che la start-up riesce a tollerare alla luce delle risorse raccolte o delle condizioni di innovatività del prodotto o servizio da offrire al mercato. Molti *start-uppers* spiegano che i loro fallimenti derivano principalmente per la mancanza di maturità delle loro scelte, ovvero per inesperienza e mancanza di competenze.

L'imprenditore che non dispone di soci dalle competenze variegata o che vuole accelerare il processo di crescita limitando nel contempo il rischio di fallimento dovrà dunque affidarsi ad altri soggetti per raccogliere le competenze. Nelle fasi più avanzate del ciclo di vita dell'impresa, ovvero successivamente al lancio dell'impresa sul mercato, l'impresa potrà scegliere di assumere dei *manager* specializzati nella gestione dell'impresa e, dunque, l'imprenditore potrà concentrarsi nello sviluppo del prodotto o del servizio, o nello sviluppo di nuovi mercati. Tuttavia assumere *managers* significa condividere informazioni con essi ed inoltre dover allineare i loro obiettivi con quelli dell'imprenditore poiché il rapporto imprenditore manager è un rapporto di agenzia simile a quello che si instaura tra un finanziatore ed un finanziato. Dunque, secondo la teoria dell'agenzia, analizzata nel capitolo relativo alle inefficienze di mercato, questo rapporto porta a dei costi che l'imprenditore dovrà

sostenere per controllare, incentivare e, se necessario, obbligare i manager a perseguire gli obiettivi oggetto del contratto con il quale l'imprenditore incaricherà il *manager* di gestire la propria impresa.

Inoltre, incaricare un *manager* di gestire parte della propria attività d'impresa significa anche cedere lui parte del processo decisionale e dunque parte della *governance* dell'impresa. Come visto nel capitolo relativo agli imprenditori, anche questa risulta essere una criticità riscontrata dai proprietari dell'impresa. Dunque scegliere di approvvigionarsi di competenze assumendo un *manager* presenta innumerevoli criticità.

Come descritto nei capitoli precedenti, esiste un'altra modalità di raccolta di competenze da terzi, ovvero il finanziarsi con capitale di rischio. I finanziatori in capitale di rischio apportano all'impresa non solo denaro ma anche competenze sotto forma di consulenze piuttosto che di partecipazione attiva alla vita dell'impresa.

Nelle fasi iniziali della vita dell'impresa, l'imprenditore può iniziare a finanziarsi utilizzando il *crowdfunding*, metodo con il quale oltre a raccogliere denaro per il progetto d'impresa si può testare l'interesse del mercato per l'idea sottostante il progetto. Come già spiegato nel capitolo relativo al ciclo di vita dell'impresa, la fase iniziale è caratterizzata dalla necessità di comprendere come il mercato reagisce all'idea per poterla modificare ed offrire il miglior prodotto o servizio possibile.

Successivamente l'imprenditore può rivolgersi a *business angels* o ad incubatori che lo aiuteranno, come già illustrato, a sviluppare tutti gli aspetti dell'impresa non strettamente legati al prodotto o servizio. Questi dunque condivideranno con l'imprenditore le loro competenze

permettendo così all'impresa di beneficiare di esperienze senza delle quali la crescita sarebbe più lenta ed il rischio maggiore. Inoltre il network di questi investitori è un elemento fondamentale per le imprese in fase di crescita. In genere è un network nel quale sono presenti non solo possibili fornitori e clienti, ma anche altre *start-up*. L'accesso a questo *network* favorisce lo *spill-over* di competenze e velocizza notevolmente il processo di crescita dell'impresa.

Nella sua fase più matura, l'impresa può scegliere di farsi finanziare da fondi di *venture capital*, i quali metteranno a disposizione competenze *manageriali* di alto livello adatte alle esigenze che le imprese riscontrano in quella specifica fase dell'impresa. Ad esempio, le imprese finanziate da fondi di *venture capital* potrebbero necessitare di espandere i propri mercati, mirando anche mercati stranieri. Sostenere i costi per raccogliere le competenze e la rete di contatti necessaria ad aprire un mercato straniero non è un'operazione di poco impatto sulla gestione di un'impresa, tuttavia grazie ad un fondo di *venture capital* l'impresa può approcciarsi in maniera più semplice a questa operazione riducendo i costi ed i rischi correlati.

La scelta di fruire di finanziatori in capitale di rischio è, a mio avviso, la scelta migliore per finanziare la propria impresa in quanto questi non solo risultano essere una fonte flessibile di risorse finanziarie, ma, richiedendo di partecipare alla vita dell'impresa per ridurre i rischi evidenziati dalla teoria dell'agenzia ⁴⁵ apportano numerose competenze. Inoltre, partecipando al rischio d'impresa, essi si impegneranno affinché l'impresa

45 Jensen, M C e Meckling, W H (1976), 'Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure', Journal of Financial Economics, Vol. 3.

possa progredire con successo e crescere fino a massimizzare il proprio valore.

A mio avviso, se gli imprenditori conoscessero le potenzialità delle fonti di finanziamento in capitale di rischio potrebbero sostenere maggiormente la crescita della loro impresa. Tuttavia, sono convinto che non ci si possa aspettare che gli imprenditori vengano conoscenza di tali vantaggi senza che vengano spinti ad informarsi o che i finanziatori non si presentino ad essi. Personalmente, ritengo sia fondamentale una politica di che promuova l'attività di comunicazione alle imprese. Questo potrebbe essere vantaggioso per entrambe le parti poiché un'operazione di questo tipo aumenterebbe di molto le richieste ricevute e, di conseguenza, la possibilità per i finanziatori di scegliere le imprese con le maggiori probabilità di crescita.

Tuttavia, solo una politica di comunicazione non sarebbe sufficiente secondo quanto rilevato. Infatti, il governo e le associazioni di categoria dovrebbe stimolare gli imprenditori a conoscere queste fonti di finanziamento ed aiutare le imprese ad usufruirne.

Questa attività è stata recentemente implementata e sostenuta dal presidente di Confindustria Vincenzo Boccia, il quale ha dichiarato che l'associazione imprenditoriale si impegnerà ad elaborare un piano per far comprendere agli imprenditori che i vantaggi derivanti da queste fonti superano gli ostacoli legati alla perdita di parte del controllo della società. Anche il governo italiano sta elaborando un decreto che contenga misure per potenziare finanziamenti non bancari alle PMI e alle imprese innovative.

Dai risultati ottenuti in quest'analisi e dalle politiche che stanno per essere attuate si evince che le fonti di finanziamento in capitale di rischio permettono all'impresa di crescere più rapidamente. Dunque, credo di poter dichiarare che il vero *driver* per lo sviluppo dell'impresa sono le competenze e non solamente le risorse finanziarie. È dunque fondamentale conoscere e quindi poter accedere alle risorse dei finanziatori in capitale di rischio poiché questi tendono ad apportare non solo denaro, ma anche un vasto pacchetto di competenze. L'effetto di finanziare un'impresa innovativa mediante capitale di rischio è quello di sostenere maggiormente la crescita completando le competenze del neo-imprenditore con quelle dei finanziatori più esperti.

Bibliografia

Allen D. N. e Rahman S., *Small Business Incubators: A Positive Environment for Entrepreneurship*, Journal of Small Business Management, Vol. 23, 1985

Allen D.N. e McCluskey R., *Structure, Policy, Services and Performance in the Business Incubator Industry*, Entrepreneurship Theory and Practice, Vol. 15, No. 2, 1990

Alterovitz R. e Zonderman J., *Financing your New or Growing Business*, Entrepreneur Mentor Series, Canada, 2002

Arrow K. J., *Economic welfare and the allocation of resources for invention*, Princeton University Press, 1962

Benjamin G. A. e Margulis J. B., *Angel Capital: How to Raise Early-Stage Private Equity Financing*, John Wiley & Sons, New Jersey, 2005

Birch D. L., *The Job Generation Process*, M.I.T. Program on Neighborhood and Regional Change, Cambridge, MA, 1979

Brierley P., *The Financing of Technology-Based Small Firms: A Review of the Literature*, Bank of England Quarterly Bulletin: Spring 2001

Cenciarini R., Dallochio M., Dell'Acqua A., *Un ponte per la crescita. Imprese, Banche e Finanza per il futuro del sistema Italia*, GANGEMI Editore, Roma, 2006

Chandra A. e Chao C.A., *Growth and evolution of high-technology business incubation in China*, Human Systems Management, vol. 30, 2011

Chandra A. e Silva M.A.M., *Business Incubation in Chile: Development, Financing and Financial Services*, Journal of Technology Management and Innovation, Vol. 7, No. 2, 2012

Fiti T., Markovska H.V. e Bateman I., *Pretpriemnishtvo (Entrepreneurship)*, 2nd Edition, 2007, Faculty of Economics- Skopje

Freear J., Sohl, J. E. e Wetzel W. E., *Angels: personal investors in the venture capital market*, Entrepreneurship and Regional Development, vol. 7, 1995

Gaston R.J., *Finding Private Venture Capital for Your Firm: A Complete Guide*, NY, Wiley, 1989

Gervasoni A., *Come finanziare l'impresa*, Guerrini Next, 2014

Gervasoni A., *Private Equity e Venture Capitale, Manuale d'investimenti nel capitale di rischio*, Guerrini Next, 2014

Giordano F. e Montesana D., *L'impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia*, <https://www.pwc.com/it/it/publications/assets/docs/economic-impact.pdf>, 2016

Govindarajan V., e Fisher J., *Strategy, Control Systems, and Resource Sharing: Effects on Business-Unit Performance*, *Academy of Management Journal*, Vol. 33, No. 2, 1990

Hill B.E. e Power D., *Attracting Capital from Angels- How Their Money and Their Experience Can Help You Build a Successful Company*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 2002

Jensen M. C. e Meckling W. H., *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976

Lalkaka, R., *Best Practices in Business Incubation: Lessons (yet to be) Learned*, International Conference on Business Centres: Actors for Economic and Social Development, Brussels, November 14-15, 2001

Landstrom H., *Informal risk capital in Sweden and some international comparisons*, *Journal of Business Venturing*, Vol. 8., 1993

Landstrom H., *The relationship between private investors and small firms: an agency theory approach*, *Entrepreneurship and Regional Development*, Vol. 4, 1992

Macht S. e Robinson J., *Do Business Angels Benefit Their Investee Companies? – An In-Depth Exploration of the Investee-Perspective*, British Academy of Management Conference 2007

Mason C. M. e Harrison R.T., *Developing Time Series Data on the Size and Scope of the UK Business Angel Market*, BERR, 2008

May P. e Ingelfinger T., *Le aziende familiari: Strategie per il successo*, 2015, Hoepli

Metrick A. e Yasuda A., *Venture Capital & The Finance of Innovation*, 2nd Edition, Wiley, 2011

Mikdashy Z., *Progress-Driven Entrepreneurs, Private Equity Finance and Regulatory Issues*, Palgrave Macmillan, 2010

Mollica E., *The dynamics of crowdfunding: An exploratory study*, Journal of Business Venturing, 2014

Moore B., *Financial constraints to the growth and development of small high-technology firms*, in Hughes, Routledge, London, 1994

Moore I. e Garnsey E., *Funding for innovation in small firms: the role of government*, Research Policy, Vol. 22, 1992

National Venture Capital Association Yearbook 2016, <http://nvca.org/pressreleases/2016-nvca-yearbook-captures-busy-year-for-venture-capital-activity/>

Pierrakis Y. e Collins L., *Crowdfunding: A New Innovative Model of Providing Funding to Projects and Businesses*, NESTA, 2013

Ramadani V., *Business angles who they really are?*, Faculty of Business Administration, Tetovo, 2008

Rice M. P., *Co-production of Business Assistance in Business Incubators: An Exploratory Study*, Journal of Business Venturing, Vol. 17, No. 2, 2002

Rise, E., *The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses*, Crown Pub, 2011

Sahlman W. A., *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations*, Journal of Financial Economics 27, no. 2, 1990

Schumpeter, J.A., *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*, Cambridge, Mass.: Harvard, 1911
University Press, 1934.

Sherman H. e Chappell D.S., *Methodological Challenges in Evaluating Business Incubator Outcomes*, *Economic Development Quarterly*, Vol. 12, 1998

Smilor R.W. e Gill M.D.Jr., *The New Business Incubator: Linking Talent, Technology, Capital and Know How*, Lexington: Lexington Books, 1986

Sorheim R. e Landström H., *Informal Investors – A Categorisation With Policy Implications, Entrepreneurship and Regional Development*, Vol.13, 2001

Stiglitz J. E. e Weiss A., *Credit rationing in markets with imperfect information*, *American Economic Review*, Vol. 71, 1981

Università Cattolica del Sacro Cuore, TIM e Startseed, *Il Crowdfunding in Italia, Report 2015* (<http://crowdfundingreport.telecomitalia.com/#19slide>)