

START UP INNOVATIVE E PROBLEMI DI FINANZIAMENTO

ADA CARLESI

Dipartimento di economia aziendale 'E.Giannesi', Università di Pisa

1. Nuova impresa e innovazione

Ormai da diversi anni si è preso coscienza, sia a livello italiano che europeo, della necessità di una forte innovazione dei sistemi produttivi, innovazione che passa anche in larga misura dalla nascita di nuove imprese innovative, per cercare, da un lato, di colmare il *gap* che ci separa da altre economie sviluppate, quali il Giappone e gli USA, dall'altro di soffrire meno la concorrenza dei nuovi paesi emergenti.

C'è a tale riguardo da considerare che, nonostante alcuni paesi europei presentino una dinamica nascita di nuove imprese-cessazioni abbastanza simile a quella presente negli USA, nel caso europeo sembra essere presente un deciso 'minor dinamismo imprenditoriale' che può essere chiaramente individuato considerando due aspetti in particolare:

1. le nuove imprese statunitensi nascono piccole per una sorta di test del mercato e poi si espandono molto rapidamente¹
2. nel caso europeo molti progetti di nuova imprenditorialità non riescono neanche ad arrivare al test di mercato in quanto la loro attuabilità è messa in dubbio prima di essere verificata in tale sede.

Risulta in effetti profondamente diverso tra Europa e Nord-America l'atteggiamento del sistema economico e sociale verso un eventuale fallimento delle iniziative: secondo una ricerca di Eurobarometro, poco meno del 50% dei cittadini europei ritiene che non dovrebbe essere avviata un'impresa se è presente un rischio di fallimento dell'iniziativa, contro un 25% che ha la stessa convinzione negli USA: è logico dedurre le conseguenze di tale atteggiamento sulle possibilità di nascita di nuove imprese innovative.

Per quanto concerne più in particolare la situazione italiana, sembra essere presente una significativa propensione alla nascita di imprese², anche se risulta abbastanza contenuto il *trend* di sviluppo negli anni immediatamente successivi alla nascita. In effetti, il gruppo delle imprese 'self-employment', rappresentato da imprese mono-cellulari alla nascita tende, secondo i dati forniti dall'Osservatorio Unioncamere, a rimanere senza dipendenti anche ad un anno dalla nascita e rappresenta, quantitativamente, ben il 73% di tutte le nuove imprese nate nel primo anno di osservazione, che è il 1998. Nettamente staccato da questo primo aggregato, come importanza sul totale, è il gruppo delle cosiddette 'gazzelle' (11% del totale delle imprese nate) che è l'unico a far registrare

incrementi occupazionali abbastanza significativi già alla fine del primo anno di attività; esiste poi un segmento di imprese 'stabili' per quanto concerne l'occupazione assorbita (10% circa del totale costituite in larga maggioranza da micro start-up con 2-3 addetti e da un 2% di imprese che già nascono strutturate, che vengono da Unioncamere definite 'robuste') ed un ultimo segmento (i 'gamberi', pari a circa il 6% del totale) che mostrano già, alla fine del primo anno di attività, dei segnali di involuzione.

Per quanto concerne le possibilità che queste nuove imprese hanno di contribuire all'innovazione del sistema, al di là della considerazione dei settori in cui esse tendono a nascere e che sono in primis rappresentati dal commercio, dall'agricoltura, caccia e silvicoltura e dal settore delle costruzioni, l'indagine sopra indicata fa notare come l'andamento del primo anno di vita condizioni pesantemente le strategie successivamente messe in atto dalle imprese, per cui strategie aggressive di innovazione del prodotto/servizio offerto sono messe di solito in atto solo dalle tipologie che non devono preoccuparsi di 'sopravvivere', e quindi da una percentuale piuttosto limitata delle nuove imprese, riconducibile teoricamente al 13% circa del totale (11% delle 'gazzelle' e 2% delle 'robuste').

2. L'intensità del vincolo finanziario alla nascita di imprese innovative

Nel settore delle nuove imprese innovative, il vincolo finanziario³, inteso come impossibilità di reperire i finanziamenti necessari nella quantità e nella qualità necessarie, ha poi una importanza relevantissima: secondo i risultati di un'indagine Eurobarometro sugli ostacoli alla costituzione di un'impresa in ambito europeo, esso rappresenta in effetti il vincolo più rilevante, con una percentuale di intervistati che l'hanno indicato come ostacolo principale pari al 76% del totale. Se osserviamo al riguardo i dati disaggregati per paese ed effettuiamo un confronto tra i risultati dell'indagine svolta nel 2001 e quella del 2002, ci rendiamo conto che le situazioni sono abbastanza differenziate:

1. in primo luogo si può osservare che, a fronte di una situazione media a livello dell'Europa al 2002, che vede il vincolo finanziario considerato come il fattore di ostacolo più importante alla nascita dell'impresa da una percentuale di intervistati pari al 76%, alcuni paesi si distinguono per un valore della percentuale decisamente più elevato, in particolare la Grecia e l'Italia con percentuali rispettivamente pari all'89 ed all'88%, contro altri paesi, quali l'Olanda, la Finlandia ed il Regno Unito che si caratterizzano per importanza dello specifico vincolo decisamente minori (58%, 62% e 63% rispettivamente);
2. il confronto 2001-2002, evidenzia che i singoli paesi si sono mossi evidentemente in modo differenziato per cercare di contenere l'importanza di questo vincolo che risulta nettamente in diminuzione nel Regno Unito (-10 punti percentuali), in Svezia (-8 punti) ed in Spagna (-4 punti), a fronte di un altro gruppo di paesi, nei quali esso risulta invece in crescita, fra cui anche il nostro Paese, che fa registrare un aumento di due punti nella relativa

percentuale di importanza.

In definitiva, se consideriamo insieme il dato dei singoli paesi rispetto alla media e l'andamento dello stesso negli ultimi due anni, la situazione, nel nostro paese, sembra essere particolarmente critica, in quanto ad una percentuale di importanza del vincolo finanziario alla nascita dell'impresa tra le più elevate in assoluto, fa anche riscontro un peggioramento della situazione ad esso relativa nell'ultimo anno considerato.

In effetti, scendendo ad esaminare più specificamente la situazione italiana, per quanto concerne in particolare le nuove imprese ci si rende conto che esse, nella maggior parte dei casi, nascono sottocapitalizzate: secondo i dati forniti dall'Osservatorio Unioncamere, già in precedenza citato, quasi l'80% nasce con un capitale proprio inferiore ai 25.000 euro e tanto più nascono piccole e con capitali limitati, tanto più risultano disinformate in merito alle diverse possibilità di finanziamento potenzialmente esistenti sul mercato.

3. *Venture capitalists* e *business angels*: possibilità e limiti di un loro ruolo portante nel finanziamento delle nuove imprese innovative

Da molti anni ormai si discute, sia a livello mondiale, sia, anche se con un certo ritardo rispetto agli altri, nel nostro Paese, sul ruolo che i cosiddetti investitori istituzionali nel capitale di rischio potrebbero avere nel favorire, tramite la loro opera, l'innovazione dei sistemi economici. La bibliografia, in particolare per quanto concerne uno degli operatori di tale tipo, i *venture capitalists*, è molto vasta ed è ormai ben nota la logica che ispira la loro attività finalizzata essenzialmente all'ottenimento di elevati *capital gains* dagli investimenti effettuati⁴, così come sono noti i vantaggi che la presenza di un *venture capitalist* può generare nell'impresa partecipata⁵ anche al di là di quelli puramente finanziari relativi sia all'apporto di capitale che alla funzione di garanzia verso altre categorie di finanziatori.

A nostro parere, comunque, nel caso italiano il *venture capital*, per le sue caratteristiche operative, a prescindere dalle ben note difficoltà di mercato che ancora esistono per un suo più deciso sviluppo, non può e probabilmente non potrà neanche per gli anni a venire svolgere un ruolo significativo nel finanziamento delle piccole/nuove imprese innovative. In effetti, i dati più recenti a disposizione sull'attività svolta da questa tipologia di operatori, rafforzano decisamente questa convinzione: il *venture capital* in Italia, sembra aver perso interesse sia verso i settori di impresa più innovativi che verso gli investimenti di taglio limitato e caratterizzati da alto livello di rischio, quali quelli nelle prime fasi di vita delle imprese. D'altro lato bisogna ricordare che un investitore professionale formalizzato, quale il *venture capitalist*, va incontro a costi non indifferenti nella fase di valutazione e selezione degli investimenti che rendono problematico il conseguimento di un tasso di rendimento di livello accettabile su investimenti di piccolo taglio, in nuove/piccole imprese, sia tenendo conto dei relativamente limitati *capital gain*, in valore assoluto, che essi di solito, a parte casi emblematici, possono generare, che dei tempi necessariamente lunghi per lo smobilizzo dell'investimento (anche in

questo caso, salvo casi particolari). Da tutto quanto sin qui detto si può desumere che il venture capital, singolarmente inteso, non sembra, al momento attuale, poter operativamente rappresentare uno strumento base nel finanziamento dell'innovazione nelle nuove/piccole imprese, pur avendone le potenzialità.

Negli ultimi anni, accanto agli operatori professionali nel capitale di rischio, quali appunto i venture capitalist, si è creato un mercato informale dominato dai cosiddetti *business angels*⁶. Si deve in primo luogo osservare che tale mercato informale risulta ancora caratterizzato da una elevata opacità di funzionamento, con dati sulla sua reale consistenza che risultano, in larga parte dei casi, frutto di stime. È comunque opinione diffusa che l'ampiezza di tale mercato sia decisamente consistente e, cosa che a noi più direttamente interessa, l'operatore business angel sembra particolarmente interessato ad investimenti in nuove/piccole imprese: ad esempio, negli USA, in cui anche i venture capitalists sono significativamente attivi nel campo del finanziamento delle nuove iniziative imprenditoriali, si valuta che i business angels apportino circa la metà dei fondi reperiti da queste imprese a titolo di capitale di rischio⁷. È stato inoltre stimato che la disponibilità di capitali per questo tipo di investitori sia molto ampia, pari a quasi tre volte l'importo già investito a livello mondiale. In effetti c'è da considerare che i business angels, per la loro matrice, in larga parte di tipo imprenditoriale o manageriale tenderebbe, a differenza del venture capitalist, con matrice più 'bancaria' ad accettare anche un livello di rischio molto elevato in piccole nuove imprese che a suo giudizio possono presentare elevate prospettive di crescita. In effetti la fase di valutazione e selezione delle iniziative da finanziare, specie nel caso di nuove imprese innovative, risulta complicata dalla scarsità o, in molti casi, dall'assenza di informazioni significative in merito alle possibilità di redditività dell'iniziativa, che non sono, spesso, oggetto di 'reticenza' da parte dell'imprenditore, per il semplice fatto che nemmeno egli le possiede. D'altronde, come già è stato fatto notare da alcuni autori, se l'impresa nuova/innovativa potesse dimostrare con dati tangibili la redditività dei suoi investimenti, verrebbe meno la stessa funzione degli operatori istituzionali nel campo del capitale di rischio⁸.

Nel caso italiano, le notizie sui *business angels* e sulla loro operatività sono comunque abbastanza limitate: una prova indiretta della loro rilevanza può essere individuata nel fatto che anche nel nostro Paese si sta progressivamente incrementando, negli anni a noi più vicini, la presenza di network di *business angels*, che hanno come obiettivo quello di rendere più 'trasparente' tale mercato e di agire come una sorta di intermediario per favorire l'incontro tra domanda ed offerta.

I problemi che possiamo individuare, alla luce di quanto sin qui detto, riguardo alla possibilità che *venture capitalist* e *business angel* possano assumere un ruolo portante nel finanziamento delle nuove/piccole imprese innovative, possono essere riassumibili essenzialmente in due:

1. il *venture capital* sembra sempre più allontanarsi dalla nuova impresa

innovativa per ragioni collegate essenzialmente all'incertezza ed al rischio che la caratterizzano ed al fatto che l'investimento medio nelle nuove/piccole imprese risulta in molti casi ben al disotto del taglio minimo di investimento ritenuto necessario per generare rendimenti accettabili, considerando anche i costi associati alle fasi pre-investimento;

2. i *business angels* risultano ancora una sorta di pianeta 'quasi inesplorato', presentando, però, al contempo, per le caratteristiche che li contraddistinguono, delle potenzialità di finanziamento nel comparto di imprese oggetto del presente lavoro, decisamente elevato; il loro ruolo risulta, comunque, abbastanza limitato anche dall'ottica abbastanza 'localistica' che sta alla base delle loro scelte di investimento.

Senza interventi che mutino profondamente l'attuale stato di cose, a nostro giudizio, il ruolo giocato da questi due tipi di operatori nel supporto all'innovazione del nostro sistema economico, tramite l'investimento in nuove/piccole imprese innovative, non potrà cambiare in modo significativo. Non stiamo in questo caso facendo riferimento a interventi, quali quelli di tipo fiscale, che funzionino da incentivazione all'operatività di questi due tipi di operatori che, pur utili a creare migliori situazioni di contesto, non possono a nostro giudizio essere da soli sufficienti per raggiungere l'obiettivo di innovazione del sistema economico, in quanto non vanno ad incidere in misura significativa sul livello di rischio dell'investimento e sull'incertezza che lo caratterizza, pur agendo sulla redditività netta dello stesso. Pensiamo piuttosto che, nel caso di nuove imprese fortemente innovative ambedue i tipi di operatori potrebbero assumere un ruolo decisamente più incisivo nel supporto all'innovazione del sistema economico, se fossero inseriti all'interno di network che, avendo come obiettivo quello di supportare, con competenze diverse, le nuove imprese nella fase più delicata della loro vita, potessero creare, anche tramite la collaborazione tra organismi pubblici e privati, le condizioni per una diminuzione del rischio percepito dell'investimento e per uno start-up più solido delle nuove iniziative.

NOTE

¹ Il maggior dinamismo imprenditoriale presente negli USA, rispetto all'Europa, risulta evidente se consideriamo ad esempio che «...sono stati necessari vent'anni per sostituire un terzo delle 500 imprese elencate da Fortune nel 1960, contro quattro anni per quelle elencate nel 1998. Otto delle 25 maggiori imprese americane di oggi inoltre non esistevano o erano molto piccole nel 1960. In Europa tutte le grandi imprese del 1998 erano già grandi nel 1960.». Si veda al riguardo [1] p. 11.

² Secondo dati forniti dall'Osservatorio Unioncamere, presentati nei primi mesi del 2003, nel nostro paese, sono nate in media, nel periodo 1998-2000, circa 233.000 imprese per anno. I dati si riferiscono alle nascite effettive in quanto i dati di natalità dei Registri Imprese delle CCIAA, sono stati depurati eliminando le trasformazioni di forma giuridica, i subentri e le scissioni. Si veda al riguardo [2].

³ Sul concetto di vincolo finanziario alla nascita, si veda, tra gli altri [3].

⁴ Per approfondimenti sul mercato del private equity, si rinvia, all'interno della copiosa produzione esistente, ad alcuni lavori recenti, tra i quali, in particolare [4] [5] [6].

⁵ Già in un nostro precedente lavoro abbiamo fatto notare che esistono vantaggi per l'impresa collegabili alla presenza di un venture capitalist, al di là di quelli puramente finanziari. È stato infatti dimostrato che: a) le imprese finanziate dai venture capitalist si caratterizzano per una attività brevettuale più sviluppata rispetto alle altre imprese innovative in cui tali operatori non sono presenti e la 'qualità' dei loro brevetti risulta decisamente migliore; b) le imprese in cui sono presenti i venture capitalist si qualificano per una attività innovativa decisamente elevata: esse, in effetti, riescono ad introdurre nuovi prodotti sul mercato ad una velocità tripla rispetto alle altre imprese innovative c) la presenza del venture capital fa sì che le imprese risultino meglio gestite e si qualificano per un management più affidabile, sempre rispetto a quelle che hanno seguito un percorso di finanziamento 'tradizionale' Per approfondimenti si vedano [7] per un commento su risultati di due indagini svolte nel Massachusetts e nella Silicon Valley, [8] [9].

⁶ Una prima generica definizione del business angel lo caratterizza come un investitore privato, di solito dotato di buone competenze manageriali (ex-imprenditore, ex-manager e simili), che apporta capitale di rischio e le sue competenze manageriali all'interno di imprese nuove o comunque innovative di piccole dimensioni.

⁷ Al riguardo si veda, in particolare [10]. L'autore mette in evidenza come in Paesi, quali la Danimarca e l'Australia, in cui il venture capital risulta meno attivo nel finanziamento delle iniziative, i fondi apportati alle nuove imprese da finanziatori 'informali' arrivano a rappresentare oltre il 90% del totale dei finanziamenti complessivamente ottenuti a titolo di capitale di rischio. Non sono purtroppo disponibili, almeno secondo le nostre conoscenze attuali, dati riferiti alla realtà italiana.

⁸ Si veda al riguardo [11].

BIBLIOGRAFIA

- [1] Libro Verde, *L'imprenditorialità in Europa*, Bruxelles 2003.
- [2] Unioncamere, *Rapporto dell'Osservatorio sulla demografia delle imprese*, 2002.
- [3] Carlesi, A., *Il problema finanziario nell'economia della nuova impresa*, Giappichelli, Torino 1990.
- [4] AIFI, Capitali per lo sviluppo, *Un'analisi del mercato internazionale del private equity e del venture capital*, IlSole 24 Ore, Milano 2001.
- [5] Gervasoni, A., Sattin, F., *Private equity e venture capital*, Guerini e Associati, Milano 2000.
- [6] AIFI, *Capitale di rischio per lo sviluppo: le nuove frontiere*, Quaderno AIFI, 7, 1999.
- [7] Carlesi, A. (a cura di), *Finanza per l'innovazione*, Angeli, Milano 2003.
- [8] Kortum, S., Lerner, J., Does Venture capital spur innovation?, *Rand Journal of Economics*, 31, 2000.
- [9] Hellmann, Y., Puri, M., The interaction between product market and finance strategy: the role of venture capital, *Stanford University*, Research Paper 1561, 1999.
- [10] Aernoudt, R., *Formal and informal venture capital: a planetary perspective in Entrepreneurial & Business Angel Financing*, Eban, Agosto 2001.
- [11] Sandri, S., Il venture capital come strumento di finanziamento delle piccole imprese, *Piccola Impresa/Small Business*, 2, 1994.