

Start Up Financing: dalla business idea al finanziamento dell'impresa

di Alberto Dell'Acqua¹

La strada che porta l'idea di impresa al finanziamento mediante capitale privato è costituita da alcune tappe fondamentali. Vogliamo qui ripercorrerle con attenzione e fornire un quadro sul fenomeno del *venture capital*, settore che, nel nostro Paese, ha ricevuto un forte impulso grazie all'avvento della *New Economy*.

Il processo di creazione di impresa

L'idea d'impresa, che viene indicata nel gergo economico - aziendale come *business idea*, nasce essenzialmente dal recepimento di un bisogno non soddisfatto o soddisfatto solo parzialmente da una offerta di prodotti/servizi. L'obiettivo che ci si pone attraverso la nuova idea di impresa è quindi quello di colmare la soddisfazione del bisogno insoddisfatto o soddisfarlo in modo migliore.

L'impresa nasce, per definizione, come organizzazione di una attività economica in grado di perdurare nel tempo. Per creare una nuova impresa è quindi opportuno che il bisogno considerato presenti caratteri di continuità e ripetitività, in modo da richiedere la formazione di una attività continuativa rivolta alla sua soddisfazione.

Generata l'idea d'impresa, e verificata la consistenza e ripetitività del bisogno, è possibile compiere un ulteriore passo. Il passo successivo consiste nel chiedersi se al momento sul mercato vi siano già imprese che svolgano una medesima attività o che potrebbero accorparsi, senza grandi difficoltà, la nuova offerta di prodotti/servizi al loro portafoglio strategico. E' necessario, in tali termini, svolgere una ragionata analisi strategica della concorrenza esistente e potenziale. Questo passaggio assume una fondamentale importanza in un settore come quello di Internet, dato che lo strumento ha la potenzialità di agevolare rapidi processi di internazionalizzazione dell'offerta e l'aggregazione di categorie merceologiche secondo dettami tipici del *cross over marketing*

Le risposte che dovrebbero essere restituite da questa analisi perché si possa ulteriormente procedere nel processo di creazione di impresa sono le seguenti:

- assenza di una offerta analoga o assimilabile,
- impossibilità da parte di altri di replicare o aggregare la nuova offerta per carenza di competenze o risorse.

Se ragionevolmente si può concludere con una delle due risposte di cui sopra è possibile affrontare il passo successivo.

A questo punto è opportuno condurre un riflessione sulle competenze e risorse di cui si dispone per sviluppare in modo adeguato l'impresa. Le fondamentali tipologie di risorse necessarie alla conduzione di una impresa sono le seguenti due:

- risorse umane,
- risorse finanziarie.

In uno scenario come quello della *New Economy* le prime assumono una importanza fondamentale, date le caratteristiche proprie di intangibilità delle nuove aree di *business*. Inoltre la creazione di una impresa nell'ambito Internet richiede l'assunzione di nuove professionalità, con competenze specifiche in vari campi del sapere (informatica, comunicazione, grafica, editoria, marketing e strategia), e di non facile reperibilità sul mercato.

Ecco perché al momento l'acquisizione (ed il mantenimento) di risorse umane qualificate rappresenta un processo oneroso, in termini di tempo e denaro, ed una gran parte delle società Internet prevedono

¹ Dottore in Economia Aziendale, collaboratore presso l'Area Finanza Aziendale ed Immobiliare della SDA Bocconi, è inoltre consulente per progetti Internet.

per i propri dipendenti remunerazioni elevate ed appositi piani di motivazione ed incentivazione collegati ai risultati dell'azienda².

Anche per questa ragione la dotazione di adeguate risorse finanziarie assume una importanza determinante nel processo di creazione di impresa. Disporre di un cospicuo *stock* di capitale permette alla neo-impresa di poter attrarre le migliori professionalità e dotarsi delle necessarie dotazioni infrastrutturali e tecnologiche. Fermo restando che il peso degli investimenti in attrezzature, macchinari ed altre infrastrutture si è fortemente ridotto nella *New Economy*, questa diminuzione è stata più che compensata dalla necessità di investimenti in risorse umane ed intangibili (marchio, marketing e pubblicità, know how, etc.).

Il finanziamento di una nuova impresa

Qualora non si disponga delle necessarie risorse liquide per finanziare la nascita e lo sviluppo della nuova impresa è possibile ricorrere a due fonti di finanziamento esterne:

- il circuito bancario;
- il circuito degli investitori privati.

Ricorrere alla prima fonte significa raccogliere capitale di debito prestato da un intermediario finanziario, da ripagare nel tempo secondo un determinato piano di ammortamento, che prevede la restituzione periodica di una quota comprendente la parte relativa agli interessi passivi e il rimborso di una parte del capitale prestato.

Il finanziamento di una nuova impresa con debito fa nascere un forte vincolo nella possibilità di disporre delle risorse finanziarie. L'impresa infatti deve essere in grado, già da subito, di produrre flussi di cassa necessari a ripagare il debito contratto. Procedendo in questa direzione la nuova impresa rischia di finire in una situazione di "strozzamento", causato dall'impossibilità di disporre pienamente delle liquidità autogenerate per finanziare l'attività e gli ulteriori progetti di sviluppo.

Alla luce di queste considerazioni è possibile concludere che il finanziamento mediante debito sia una soluzione rigida e poco conforme alle caratteristiche del settore *hi-tech* ed *Internet*.

La seconda alternativa è rappresentata dall'esistenza di imprese o fondi di investimento privati che investono capitale di rischio nelle imprese al fine di conseguire nel medio/lungo periodo un guadagno in conto capitale.

L'insieme di queste forme di finanziamento prende il nome di *Private Equity*, termine che include la globalità delle attività rivolte al finanziamento di imprese con capitali privati durante alcune fasi del loro ciclo di vita. Un sotto-insieme dell'attività di *Private Equity* è rappresentato dall'attività di *Venture Capital*. Il *Venture Capital* consiste nell'investimento di capitale di rischio in imprese nuove o in via di sviluppo, ad alto potenziale di crescita, con l'obiettivo di conseguire un ritorno economico significativo.

Secondo una schematizzazione di tipo classico le tipologie di investimento nel capitale di rischio possono essere suddivise, in relazione alla fase del ciclo di vita in cui si trova l'impresa, in successivi stadi di finanziamento³:

Early-Stage Financing (partecipazione nello stadio iniziale): comprendente gli investimenti volti a finanziare le primissime fasi di avvio di una impresa, distinguendo tra:

- **seed financing** (sperimentazione): l'investitore interviene già nella fase di sperimentazione, quando è ancora da dimostrare la validità tecnica del prodotto/servizio. Caratteristiche dell'intervento: apporti finanziari contenuti/rischi molto elevati;
- **start-up financing** (partecipazione all'avvio dell'attività): in questo stadio si finanzia l'avvio dell'attività produttiva, ma non si conosce ancora la validità commerciale del prodotto/servizio. Caratteristiche dell'intervento: apporti finanziari elevati/rischi elevati;

² Si pensi ad esempio il caso Tiscali in Italia, dove ai dipendenti sono state assegnate azioni della società ad un prezzo simbolico di 1 euro.

³ A.I.F.I., *Venture capital, capitale di rischio per lo sviluppo*, Edizioni Il Sole 24 Ore, Milano, 1987.

- **first stage financing** (finanziamento della prima fase di sviluppo): prima fase espansiva dell'attività. L'avvio dell'attività produttiva è già completato ma deve essere ancora valutata appieno la validità commerciale del prodotto/servizio. Caratteristiche dell'intervento: apporti finanziari elevati/rischi meno elevati.

La seconda categoria di investimenti, individuata nell'approccio classico, è quella di **Expansion Financing** (partecipazione all'espansione) suddivisibile in:

- **second stage financing** (crescita accelerata): si sviluppano la produzione e le vendite sulla base di una già collaudata validità della combinazione prodotto/mercato. Caratteristiche dell'intervento: apporti finanziari contenuti/rischi meno elevati;
- **third stage financing** (consolidamento dello sviluppo): l'azienda ha superato la fase iniziale di sviluppo e si appresta a consolidare ed ampliare la propria posizione di mercato attraverso un nuovo progetto di sviluppo, anche mediante il lancio di nuovi prodotti o attraverso nuove strutture produttive o attraverso l'espansione su nuovi mercati o attraverso acquisizioni per aumentare fatturato e utili. Caratteristiche dell'intervento: apporti finanziari elevati/rischi contenuti;
- **fourth-stage financing / bridging financing** (maturità/finanziamenti ponte): in questo stadio l'azienda ha precisi progetti di sviluppo anche finanziario e richiede un programmato intervento ponte per perseguirli al meglio. Spesso questa fase è caratterizzata dal consolidamento della maggioranza, che rileva posizioni di minoranza interessate al disinvestimento, e può sfociare alla quotazione dei titoli alla Borsa valori. Caratteristiche dell'intervento: apporti finanziari talora molto elevati ma per periodi brevi e programmati/rischi contenuti/necessità di specifica competenza relativa al mercato finanziario e mobiliare.

A queste si aggiungono due ulteriori casi di investimento:

- Il **Leveraged/Management Buy-Out**
- Il **Tournaround**;

Nel primo caso il finanziatore privato interviene a sostegno dell'impresa in situazioni di cambiamento del gruppo imprenditoriale a guida della società. Le cause di questa trasformazione possono essere legate sia a motivi di crisi aziendale ma anche a vicende personali, oppure al convincimento che un nuovo gruppo imprenditoriale possa dare un migliore impulso allo sviluppo ed alla crescita dell'azienda. Se esistono nuove capacità manageriali o imprenditoriali disposte a farsi carico di tale responsabilità, che non possono contare su risorse finanziarie adeguate, l'intervento dell'investitore istituzionale può rappresentare il fattore decisivo per la realizzazione dell'operazione.

Nel secondo caso il finanziatore partecipa a gruppi di salvataggio di imprese in difficoltà per ristrutturarle, apportando oltre ai capitali una specifica competenza professionale.

In definitiva è possibile giungere al seguente schema sintetico, riassuntivo delle diverse fasi di finanziamento dell'impresa⁴:

1. studio e progettazione dell'idea imprenditoriale, ricerca di investitori professionali, pre-lancio (*seed financing*);
2. avvio di nuove iniziative imprenditoriali (*start up financing*);
3. crescita aziendale e sviluppo di progetti imprenditoriali (*expansion financing*);
4. quotazione per consolidare posizione e mercati d'impresa (*bridging financing*);
5. operazioni di rinnovamento, rilancio o ristrutturazione, cogliendo nuove opportunità in situazioni di declino o di crisi, anche in fasi precedenti (*turnaround financing*);
6. trasformazioni aziendali, ristrutturazioni azionarie, sostituzione di familiari che ricomprendono i *leveraged/management* e *family buy-out/in*, le acquisizioni, le fusioni e gli scorpori (*replacement capital*).

In relazione a questa classificazione si evidenziano le principali figure di operatori professionali nel capitale di rischio (Figura 1):

1. *seed financing* – promotori dell'iniziativa, *incubator* e *business angels*,
2. *start-up* – operatori pubblici e *venture capitalist*,
3. *expansion* – *venture capitalist*, fondi chiusi e mercato mobiliare;
4. *bridging* – *merchant bank* e Borsa;
5. *turnaround* – operatori di matrice pubblica, soggetti *specializzati locali* prevalentemente di matrice bancaria, banche e *vulture investor* (solo successivamente Borsa);
6. *replacement* – fondi chiusi e altre istituzioni specializzate, con l'ausilio anche della Borsa (Perrini, 1998).

Nelle primissime fasi di avvio di una nuova impresa intervengono figure appositamente specializzate nel sostegno finanziario e manageriale ai promotori del progetto imprenditoriale.

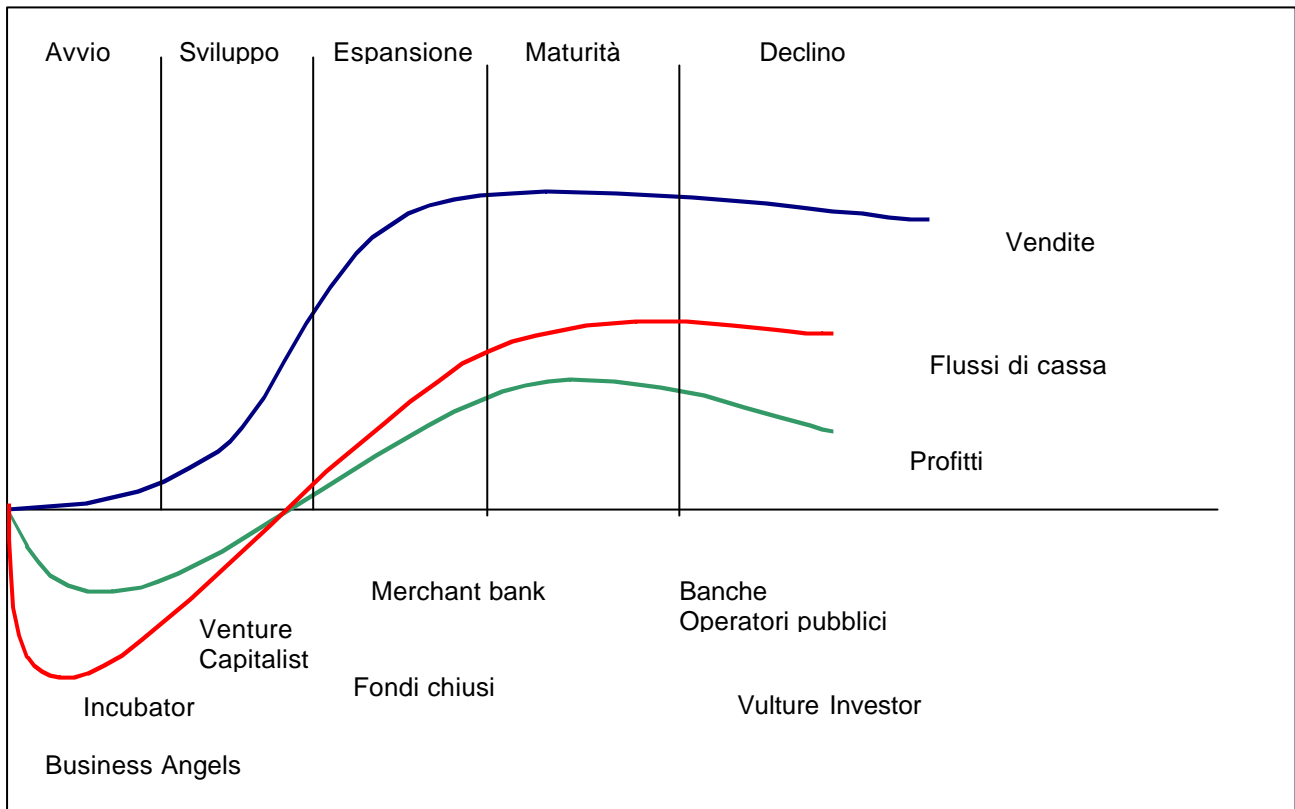
Le due principali figure attive in questo stadio sono gli *incubator* ed i *business angels*. Gli *incubator* sono operatori specializzati che finanziano le idee e gli imprenditori, fornendo una gamma di servizi che va oltre il supporto manageriale. Nella maggioranza dei casi il supporto finanziario da essi apportato non è di dimensioni elevate, mentre il focus dell'intervento è centrato sulla fornitura di spazi fisici dove intraprendere le prime iniziative, nell'aiuto alla stesura di *business plan* e nella ricerca di società di *venture capital* disposte a supportare il progetto negli stadi successivi.

I *business angels* sono soggetti privati, nella maggioranza dei casi individui ad alto reddito, che decidono di investire capitali in nuove idee imprenditoriali, e si caratterizzano per le modalità informali di ricerca e selezione dell'investimento (per questo vengono anche identificati con il termine di *informal venture capitalist*).

Nella successiva fase di *start up*, sulla base di un fabbisogno finanziario basso o elevato, ci può essere un ruolo attivo, oltre che di soggetti privati (promotori e *informal venture capital*), di operatori pubblici, che intervengono a sostegno di progetti volti a creare imprenditorialità in contesti difficili (aree territoriali depresse o in crisi) e di società specializzate di *venture capital*.

⁴ Rielaborazione di quanto già proposto in Perrini F., *Le nuove quotazioni alla Borsa Italiana, evidenze empiriche delle PMI*, ed. EGEA, Milano, 1999; Dessy A. – Vender J., *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, ed. EGEA, Milano, 1996.

Figura 1: Ciclo di vita dell'impresa e principali investitori nel capitale di rischio.



Fonte: Rielaborazione da F. Perrini, *Le nuove quotazioni alla Borsa Italiana, evidenze empiriche delle PMI*, ed. EGEA, Milano, 1999

Il *venture capitalist* interviene, per lo più, nelle fasi di avvio dell'impresa a fronte di un chiaro e già dettagliato disegno imprenditoriale, fornendo al gruppo imprenditoriale le risorse di cui necessita per il lancio dell'iniziativa. Il *venture* monitora in maniera continuativa l'andamento dell'impresa (attraverso uno o più rappresentanti che siedono nel consiglio di amministrazione dell'impresa) ed interviene nella formulazione delle strategie aziendali fino al pieno sviluppo aziendale, laddove l'investitore in questione decide, nella maggioranza dei casi, di dismettere il finanziamento (rivendendo le quote ai soci o ad altro investitore oppure quotando l'impresa).

Nella fase di sviluppo ed espansione dell'impresa operano anche due altri soggetti: i fondi chiusi e le *merchant bank*. I primi rappresentano uno degli strumenti più utilizzati dagli investitori istituzionali per effettuare investimenti nel capitale di rischio⁵. Tali fondi raccolgono capitali attraverso l'emissione di quote per investirli prevalentemente in titoli di società non quotate. A differenza dei fondi aperti, i fondi in questione non consentono il riscatto delle quote in forma continuativa, ma, di norma, soltanto alla scadenza prefissata dal regolamento. La caratteristica di maggiore imprenditorialità nella gestione dei fondi chiusi, unita al rapporto di fiducia che si viene a creare tra fornitori di capitale e gestori, attribuisce a questi una generale e più ampia autonomia decisionale sulle scelte di investimento, basate sulla ricerca del maggior rendimento possibile e sulla conseguente possibilità di poter contare sugli stessi investitori anche per iniziative future.

Le *merchant bank*, grandi istituzioni bancarie di investimento, intervengono nel capitale dell'impresa quando questa si trova in fase avanzata di sviluppo, attraverso ingenti apporti di capitale e con l'obiettivo principale di quotare l'impresa nel breve termine o vendere le quote ad altra società.

⁵ A. Gervasoni, "I fondi di investimento", Il Sole 24 Ore, Milano, 2000.

Nella fase avanzata di maturità o nella fase di declino è possibile trovare altre figure di operatori che intervengono con lo scopo principale di rilanciare l'impresa o trasformarla attraverso una ristrutturazione delle attività economiche.

Tra queste vi sono le banche e gli operatori pubblici che intervengono principalmente nel salvataggio di imprese in crisi, con finalità di salvaguardia sociale di bacini di lavoro o rilancio di aree in difficoltà.

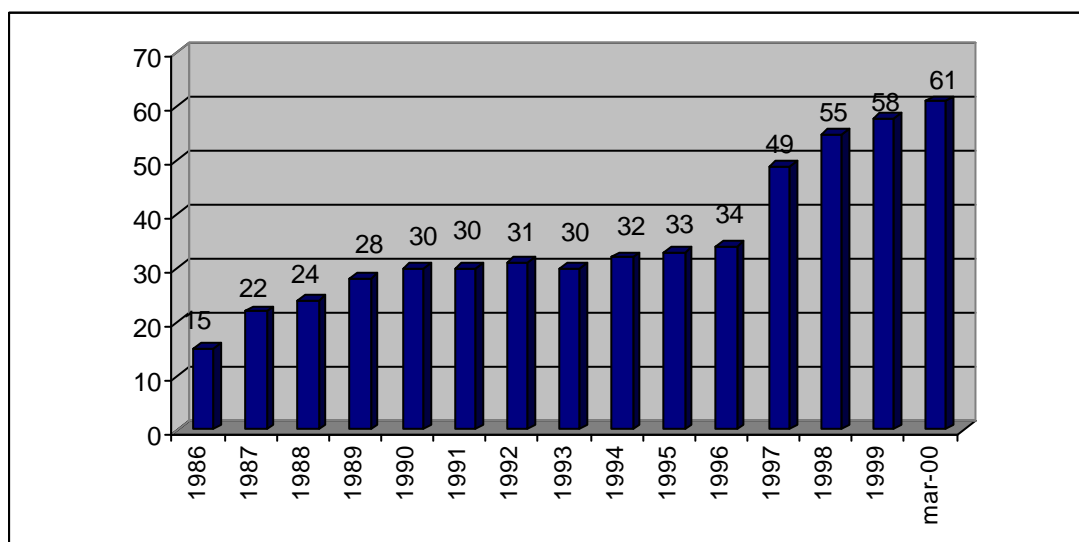
Accanto a questi operatori troviamo alcuni investitori privati, denominati *vulture capitalist*, che intervengono nel capitale di aziende in crisi ed apportano nuove competenze manageriali al fine di realizzare, attraverso una significativa ristrutturazione aziendale, il rilancio dell'impresa.

Il *venture capital* in Italia

Il fenomeno del *venture capital*, nato in America negli anni '40⁶, si è via via sviluppato anche in Europa, principalmente nel Regno Unito, e negli ultimi decenni si è diffuso in maniera crescente anche in Italia. L'anno di avvio del settore del capitale di rischio in Italia è fatto risalire convenzionalmente al 1986, quando alcune finanziarie private e di emanazione bancaria diedero vita all'associazione di categoria, l'AIFI (Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel capitale di rischio), allo scopo di dare una voce istituzionale alla volontà comune di costituire e sviluppare un mercato italiano del capitale di rischio.

Grazie anche all'operato dell'AIFI, l'attività di investimento del capitale di rischio in Italia ha conosciuto un andamento sempre crescente, con una forte crescita negli ultimi 4 anni. Basta infatti analizzare i dati sul trend degli associati AIFI per comprendere questa evoluzione: da 34 associati del 1996 si è passati a 49 nel 1997, divenuti poi 55 nel 1998, cresciuti a 58 nel 1999, fino ai 61 attuali.

Grafico 1 - Evoluzione associati AIFI

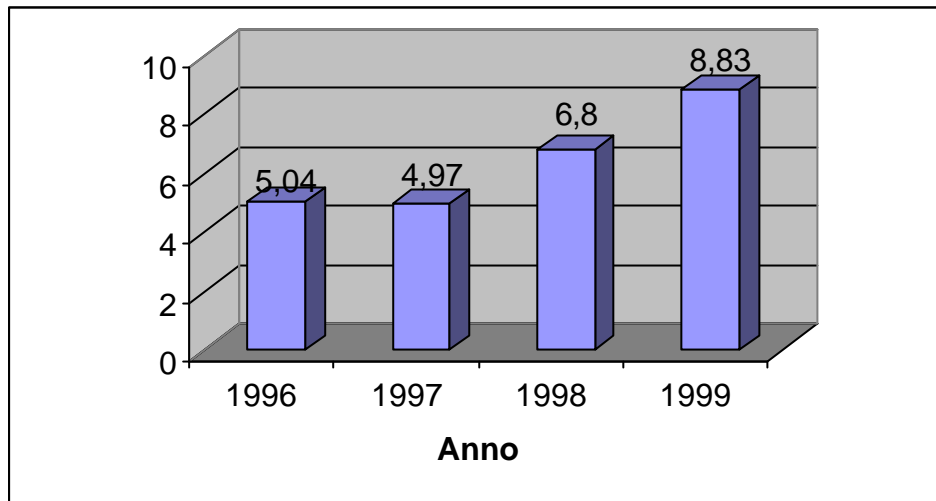


Fonte: AIFI (2000).

⁶ La prima società di investimento nel capitale di rischio, l'American Research & Development Corp. (ARD), nacque infatti nel 1946 a Boston a opera dell'allora presidente del MIT, Karl Compton, di Georges F. Doriot, professore dell'Harvard Business School e di alcuni importanti uomini d'affari locali.

La crescita degli associati è stata accompagnata da una corrispondente evoluzione nella dimensione media degli investimenti: dai 5,04 mld. del 1996 agli 8,83 del 1999 (con una leggera flessione solo nel 1997, a 4,97 mld.).

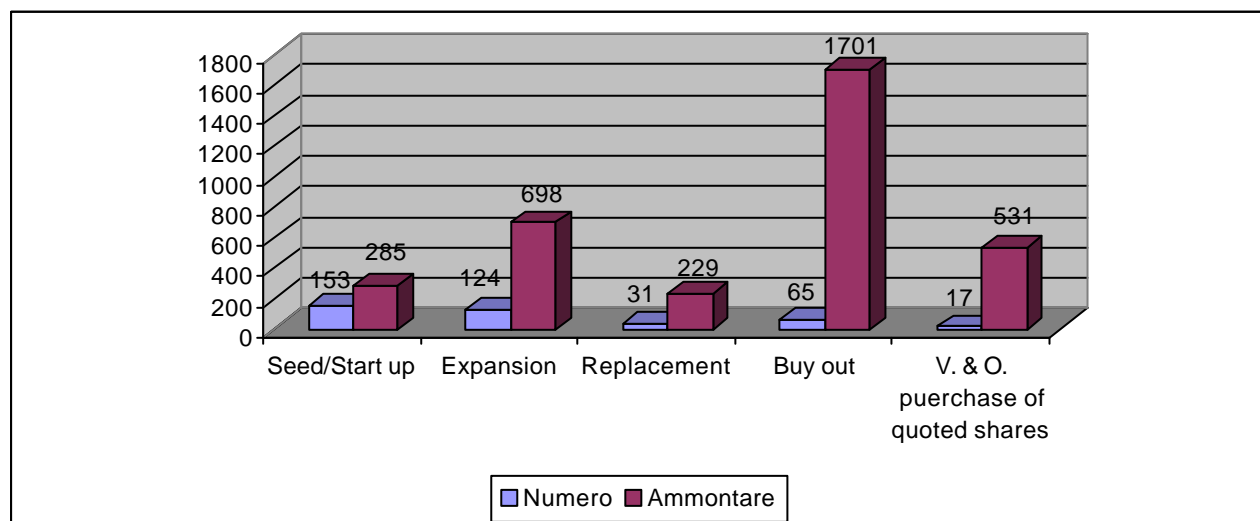
Grafico 2 – Dimensione media degli investimenti (Lit. mld.)



Fonte: AIFI (2000).

Se si analizza la distribuzione degli investimenti per tipologia, si osserva come la più grande categoria in termini monetari sia rappresentata dalle operazioni di *buy-out* (pari 1.701 del 1999⁷); una dimensione sostanziale ha caratterizzato anche le operazioni di *start up financing* (un totale di 153 operazioni per 285 mld. investiti totali) e le operazioni di *expansion financing* (124 per un totale di 698 mld.).

Grafico 3 – Distribuzione degli investimenti per tipologia (1999)

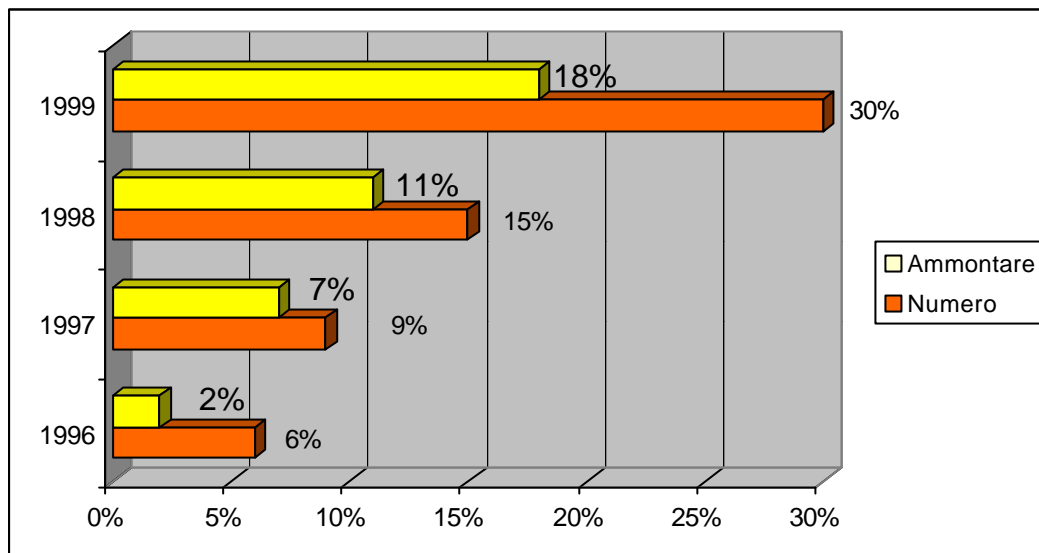


Fonte: AIFI (2000)

⁷ Il dato può apparire clamoroso ma si tenga presente che nel 1999 l'operazione Olivetti – Telecom ha costituito la più grande operazione di *leveraged/management buy out* italiana ed una delle più grandi di sempre a livello europeo.

Ai fini della nostra analisi è interessante evidenziare il peso che hanno avuto negli ultimi 4 anni gli investimenti *high tech* sull'ammontare totale di capitale investito: nel 1996 solo il 2% degli investimenti era rivolto a settori *high tech*, nel 1997 questa percentuale è cresciuta fino al 7% ed al 11% nel 1998, fino a raggiungere un peso del 18% nel 1999.

Grafico 4 – Peso % degli investimenti in imprese *high tech**

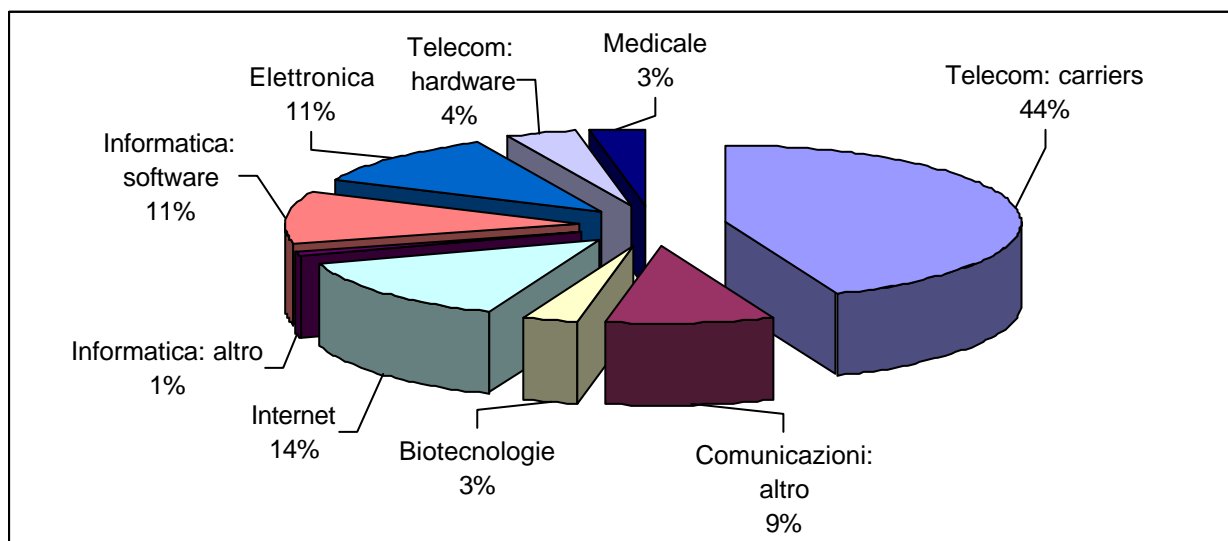


* Appartenenti ai seguenti settori: comunicazioni, informatica, elettronica, biotecnologie, medicale.

Fonte: AIFI (2000).

Un ulteriore dato interessante è quello relativo alla distribuzione settoriale dell'ammontare investito in *high tech*: il comparto principale di investimento risulta essere quello dei *carriers* di telecomunicazioni (44%) seguita dagli investimenti nel comparto Internet (14%) e da quelli nell'elettronica ed informatica-software (11% per entrambi).

Grafico 5 – Distribuzione settoriale dell'ammontare investito in *high tech*



Fonte: AIFI (2000)

Il ruolo strategico della finanza nella New Economy⁸

Vogliamo qui spiegare le ragioni, in parte già evidenziate, che conferiscono alla finanza un ruolo cruciale per le nuove iniziative nell'*e-business*. Una prima evidenza dell'importanza della funzione finanziaria nella Nuova Economia è fornita dagli elevati tassi di crescita, caratterizzanti molte delle iniziative del nuovo settore, e dalla necessità di presenza globale, che rendono improbabile il ricorso all'autofinanziamento (mediante le risorse dei promotori ed i fondi generati dalla gestione), determinando così un forte bisogno di finanziamento esterno.

Le imprese operanti nell'*e-business*, come risulta da diverse esperienze empiriche, producono nelle fasi iniziali della loro vita, forti uscite finanziarie, non ripagate da adeguati flussi finanziari in entrata. Difficile è inoltre condurre una ragionevole pianificazione finanziaria: i flussi in uscita generati dalla gestione possono protrarsi per diversi anni, data la necessità di rinnovare massicci investimenti in iniziative rivolte al miglioramento dell'offerta, del marketing e della tecnologia, tutto ciò al fine di elevare il posizionamento competitivo dell'impresa.

Questi prolungati cicli finanziari negativi vengono spesso ampliati nei valori e protratti nel tempo da "guerre" di posizionamento di marca che assorbono ingenti budget di pubblicità secondo una regola che vige in questo campo, per la quale gli investimenti in *brand building* sono tre volte superiori a quelli per la realizzazione della piattaforma tecnologica ed operativa.

Alla luce di ciò è pacifico che i fabbisogni finanziari in molte di queste nuove iniziative sono elevati ma anche difficili da prevedere, con tutto quello che ne consegue per la politica di approvvigionamento finanziario. C. Demattè (2000) ha efficacemente osservato che 'quando parte una nuova impresa in questi settori è come un viaggio di lunghezza e durata incerta in un territorio nel quale i rifornimenti non sempre sono possibili, motivo per cui occorre predisporre l'approvvigionamento prima di partire'. Bisogna inoltre sottolineare che le attività che in questi settori assorbono la maggior parte dei fondi sono quelle meno adatte a prestarsi come garanzia a fronte dei finanziatori. Le risorse, come già si è detto in precedenza, sono infatti assorbite non tanto da investimenti in immobili, in scorte o in crediti, ma sono a fronte di prestazioni per lo sviluppo del software, per la costruzione di piattaforme tecnologiche, per attività di ricerca, oppure per investimenti di pubblicità. In breve, si traducono nella predisposizione di beni intangibili, spesso anche di difficile valutazione, dove al finanziatore esterno è pressoché impossibile distinguere se le spese relative hanno dato luogo alla formazione di valore, oppure semplicemente ad uscite senza risultati.

E' quindi improbabile un intervento finanziario da parte delle banche commerciali, tramite lo strumento del prestito, perché il livello di rischio da sopportare è troppo alto ed esula dagli obiettivi istituzionali che queste si pongono.

Vi è dunque la palese necessità di una gestione finanziaria particolare, in grado di mobilitare, nei tempi e nelle sequenze giuste, risorse diverse da quelle tradizionali. La validità dell'idea imprenditoriale, e la sua efficace realizzazione, non sono di per sé elementi sufficienti a garantire la buona riuscita dell'iniziativa né l'automatico ottenimento delle risorse finanziarie di cui ha bisogno. Se nella fase di ciclo di cassa negativo vengono meno i finanziamenti perché cade la fiducia verso l'impresa, il progetto imprenditoriale rischia di abortire per mera carenza di risorse. A ciò bisogna aggiungere le fuoriuscite finanziarie per l'apertura di sedi all'estero che in molte di queste attività non sono una opzione, ma un passo obbligato, dal momento che i mercati relativi sono globali.

Dalle considerazioni fino a qui sviluppate è possibile concludere che l'avvio di una nuova impresa in questo settore determini una indiscutibile necessità di pianificare e gestire il reperimento ed utilizzo dei mezzi finanziari, data l'impossibilità di poter contare, se non marginalmente, sull'apporto delle banche.

L'elevato livello di rischio e la tipologia di attività svolta conduce a considerare solo alcune fonti che nel tal caso sono quelle istituzionalmente votate al capitale di rischio: quindi tutte le tipologie di finanziatori di sviluppo dell'impresa.

⁸ Una gran parte delle considerazioni qui esposte sono tratte dal contributo di Demattè C., *Crucialità della finanza negli start-up della Nuova Economia*, Economia & Management, Milano, Luglio 2000.

Alla nuova impresa è precluso anche l'accesso al finanziamento mediante capitale obbligazionario, almeno fino a quando essa non abbia raggiunto certe dimensioni, una certa struttura patrimoniale e significativi risultati economico-reddituali: ciò fin quando essa non presenti una configurazione di rischio compatibile con il ricorso a tale forma di finanziamento.

La programmazione dei finanziamenti deve partire dall'evidenza per cui allo svilupparsi dell'idea imprenditoriale il valore dell'impresa aumenta. A questo punto è d'uopo definire più cicli di finanziamento (nel gergo tecnico *round*) attraverso aumenti di capitale con collocamento privato.

La programmazione di più *round* di finanziamento è motivata, come ha ben evidenziato Demattè (2000), da due esigenze principali: 1. quella di richiedere il capitale a stadi, via via che si consolidano i risultati di ciascun ciclo; 2. minimizzare una diluizione della quota controllata dal promotore.

La grande incertezza che caratterizza le fasi iniziali determina la poca disponibilità da parte degli investitori ad esporsi fortemente con ingenti somme, rimandando così nel tempo, quando vi saranno maggiori riscontri sulla validità dell'idea imprenditoriale, un intervento più cospicuo nel capitale dell'impresa. In realtà l'investitore è comunque vincolato al sostegno dell'impresa, anche se vi ha investito somme minori, ma nella logica di investimento è sempre presente la percezione di una riduzione del rischio o di controllo sull'evoluzione temporale dell'investimento stesso.

Di fronte a richieste di ammontare elevato, l'investitore pretenderà, nella maggioranza dei casi, quote maggiori nel capitale dell'impresa. Di contro un imprenditore convinto della validità della sua idea sarà maggiormente disponibile a diluire il capitale attraverso successivi aumenti di capitale, certo di poter applicare sovrapprezzi via via crescenti alle quote di capitale ceduto.

La pianificazione di questa sequenza di finanziamenti deve essere adeguatamente tracciata dall'imprenditore, soprattutto nell'intraprendere azioni, come la quotazione o l'ulteriore collocamento presso il mercato azionario, che richiedono ingenti investimenti in pubblicità e comunicazione (al fine di collocare le azioni ad un prezzo quantomeno equo).

Un ruolo di fondamentale importanza in queste fasi è giocato proprio dalla capacità di comunicazione dell'imprenditore verso gli attori esterni: più il valore oggettivo dell'impresa è riconosciuto e condiviso dall'esterno maggiori saranno le possibilità di una buona riuscita dell'iniziativa.

Alla luce di ciò ne deriva che una buona gestione finanziaria non sta semplicemente nella corretta programmazione dei fabbisogni, nella ricerca delle fonti di finanziamento più appropriate e nella capacità negoziale, ma essa è anche capacità di far comprendere il valore del progetto imprenditoriale.

Fino ad ora si è parlato delle modalità di finanziamento tramite il contatto con investitori istituzionali, ma per l'impresa vi è una ulteriore possibilità rappresentata dal ricorso al mercato azionario.

La scelta della quotazione va pianificata anch'essa con attenzione se non si vuole perdere una occasione che difficilmente può ripetersi con frequenza. Nel lungo processo di quotazione l'impresa viene affiancata da consulenti e da banche che organizzano le procedure di collocamento e scelgono il momento più opportuno. Per le imprese dei settori *hi-tech* è fondamentale una corretta definizione del target di riferimento e della conseguente comunicazione finanziaria. I titoli azionari di queste società rappresentano infatti investimenti ad alto rischio per gli investitori, che possono reagire in modi non appropriati e controproducenti per l'impresa. L'euforia iniziale verso titoli con contenuti innovativi e ad alto potenziale di crescita può lasciare il posto ad una profonda delusione e a reazioni di panico generalizzato (in gergo *panic selling*) a fronte di risultati non conformi alle aspettative. Ciò potrebbe compromettere il rapporto dell'impresa con il mercato e negarle così la possibilità di ulteriori (e proficui) ricorsi.

Un ulteriore errore da evitare è quello di un collocamento prematuro: sulla base di quanto detto in precedenza, se la quotazione avviene quando il progetto imprenditoriale ha di fronte a sé ancora forti fabbisogni finanziari può prospettarsi il rischio di non poter accedere di nuovo al mercato, ma anche di aver precluso l'intervento dei *venture capitalists* che difficilmente entrano dopo il collocamento.

Il ricorso al mercato azionario deve avvenire al momento opportuno, sulla base non solo del grado di maturazione dell'impresa ma anche del livello di rischio che grava sulle sue azioni.

L'impresa deve poi tenere in dovuta considerazione gli obblighi di trasparenza e comunicazione che la borsa richiede. Questi impegni, seppur comunque necessari ed importanti, rischiano di caricare la giovane impresa di una ulteriore pressione.

In ultimo è opportuno considerare anche l'andamento contingente del mercato azionario (valutarne cioè in gergo il c.d. *sentiment*): un mercato in una fase depressiva potrebbe non cogliere il reale valore dell'iniziativa, al contrario un mercato pervaso da fiducia potrebbe esaltarla.

Queste considerazioni non devono però ridurre l'importanza in termini strategici della quotazione: le azioni, una volta quotate, diventano uno strumento di scambio alla stregua della moneta (sono cioè in gergo *acquisition currency*) e la società può adeguatamente utilizzarle per scambiare quote e avviare nuove acquisizioni.

Una grande *Internet company* deve parte del suo successo proprio alla strategia di quotazione sul mercato azionario: si tratta della statunitense Cisco System, che grazie all'incredibile valore raggiunto dalle sue azioni è stata in grado di effettuare importanti acquisizioni strategiche tramite scambi azionari (trasformando così un valore cartaceo e virtuale in un valore reale).

Altri casi però mettono in guardia contro una eccessiva leggerezza ed euforia alla quotazione. Si prenda il caso di World on line dove una poco attenta strategia di comunicazione (l'occultamento poi scoperto della vendita delle azioni da parte del vertice aziendale) ha determinato il crollo del titolo da 43 euro per azione a 12 euro.

E' dunque chiara l'importanza di una buona gestione finanziaria dell'impresa in fase di *start up* attraverso una conduzione capace di mediare opportunamente le esigenze di massimizzazione del valore con quella di costruire una immagine solida e credibile dell'impresa, fornendo inoltre una comunicazione intelligente e corretta.

Una analisi dei principali operatori del venture capital in Italia

Vogliamo qui fornire una breve descrizione di alcuni principali operatori di *venture capital* presenti in Italia, descrivendone la storia, le modalità operative ed i target di investimento.

Pino Venture Partners

Pino Venture Partners è la società fondata da Oliver Novick ed Elserino Piol, entrambi con alle spalle importanti esperienze nel settore delle alte tecnologie, ed è *advisor* di Kiwi Management Company Ltd. che gestisce i fondi di investimento *high tech* Kiwi I e Kiwi II. Essa opera nei campi del *venture capital*, *private equity* (in partnership con Gallo & C. S.p.A. e Paul Capital), e della consulenza strategica.

La società è balzata alle cronache in quanto artefice del finanziamento dello *start-up* di Tiscali S.p.A., da cui ha tratto enormi benefici grazie all'incredibile evoluzione borsistica dei titoli della società.

Il target di riferimento degli investimenti è rivolto a società in fase di *early stage* operanti principalmente nei settori delle telecomunicazioni, new media ed Internet.

Fra i principali investimenti condotti dalla società troviamo Tiscali (Telecomunicazioni e Internet), Lombardia.com, @dria.com e Serena.com (*carriers* regionali), Edreams (viaggi online), Direct (E-commerce di prodotti informatici), Vitaminic (musica online), Click it (Internet advertising) e Moda 1to1 (E-commerce moda).

3i

E' la società di *venture capital* leader in Europa. Nel 1998 è stata costituita una sede anche in Italia, a Milano. La società investe somme che generalmente partono da un minimo di 2 miliardi di lire in imprese ad alto potenziale di crescita appartenenti a tutti i settori, fatta eccezione delle banche, assicurazioni e società immobiliari. 3i ha però il proprio target di interesse principale in aziende ad alta tecnologia e con tecnologia innovativa. Fra le società in cui ha investito figurano: Datamat (applicazioni e consulenza software), Direct.it (e-commerce informatico), Click.it (Internet advertising), Soldionline (informazione finanziaria), Punto.it (portale generalista).

Cirlab

E' l'incubatore di iniziative imprenditoriali del gruppo Cir, costituito nel Novembre 1999, con l'obiettivo di individuare, realizzare e sviluppare attività basate su Internet. Il focus degli investimenti è rappresentato da nuove iniziative nei settori *business-to-business*, *e-marketplace*, *wap and wireless technology* e nella comunicazione digitale per professionisti ed imprese.

La società ha già investito in B2eyes.com (portale nel settore ottico), 1viaggi.com (viaggi online), ohmygoodness.com (*content provider per Web e wireless*), etexx.com (B2B nel tessile ed abbigliamento), hiugo.it (servizi Internet *wireless*).

Enutrix

Enutrix è un incubatore di recente costituzione, nato dalla volontà di Massimiliano Cagliero e Paolo Merloni, due manager con alle spalle significative esperienze imprenditoriali nell'*Internet business*.

Nel management team della società figurano anche due ex consulenti McKinsey, Paolo Amato e Marco Chadò Piat. Il focus degli investimenti si concentra in iniziative B2B e nelle *enabling technologies* (in particolare *wireless*). Tra le iniziative già finanziate dalla società figurano: Amnicom.com e Mesania.com (*B2B portal*), Payland.com (*Internet advertising*).

Net Partners

Net Partners è un fondo europeo di *venture capital* che investe in imprese Internet in fase di *start up* o *early stage*. Net Partners è stata fondata da Michele Appendino, ex senior manager di McKinsey, e Fausto Boni, anch'egli con esperienze in McKinsey. Il fondo focalizza i propri investimenti in società di *e-commerce*, *information services* ed *entertainment* in fase di *start up* o *early stage*, con possibilità di espansione a livello europeo. Fra le iniziative già finanziate vi sono Selftrade (e-trading), Chateau-online (e-commerce vini), Qxl.com (aste online), Net4Music (musica online), b2finance.com (B2B prodotti finanziari).

IBAN

L'IBAN (associazione italiana degli investitori privati informali) è stata costituita nel Marzo 1999 ed è la prima associazione italiana nata con la finalità di raggruppare i *business angels* presenti sul territorio.

Essa è organizzata in B.A.N. (Business Angels Network), network regionali che organizzano le attività degli aderenti. La dimensione media degli investimenti dei *business angels*, sulla base di quanto dichiarato dalla stessa IBAN, è inferiore ai 150 milioni, con una durata media superiore ai 5 anni (per questo ben si presta ad investimenti in fasi iniziali che richiedono un impegno protratto nel tempo). L'attività dell'associazione ha già permesso il finanziamento di alcune iniziative, tra le quali figurano: un sito per l'incontro tra domanda ed offerta di formazione professionale, un sito di osservazione astronomica, un sito di turismo specializzato su offerte per clienti esteri ed un portale B2C 'generalista'.

In3be (Incube)

E' una società di *venture capital* nel cui management team figurano professionisti con alle spalle svariate esperienze nel top management di grandi società, fra questi: Carlo Valerio, per anni manager nel settore moda, e Lorenzo Benta, esperto in operazioni di *Private equity*. La società investe principalmente in iniziative B2B e portali verticali. Fra le imprese già finanziate figurano: bizywoman.com (portal/community per donne), tech-it-easy.com (portal/marketplace per l'IT), collect.it (portale per i collezionisti), editrade.it (B2B marketplace per materiale di costruzione).

We-cube

E' un incubatore di imprese Internet, che nasce come società paritaria tra Fininvest, Italgas e Fondazione Eni. La società è guidata da Domenico Siniscalco, professore di Economia e presidente della Fondazione Enrico Mattei, ed ha sede a Milano. Il focus degli investimenti è concentrato su iniziative di tipo B2B ma anche su nuove idee di giovani provenienti dalla ricerca scientifica e dal mondo universitario.

Bibliografia di riferimento:

A.I.F.I., *Venture Capital, capitale di rischio per lo sviluppo*, edizioni Il Sole 24 Ore, Milano 1987.

Atti del seminario *La valutazione e le forme di finanziamento delle società hi-tech*, 7 Luglio 2000, Il Sole 24 Ore.

Demattè C., *Crucialità della finanza negli start-up della Nuova Economia*, Economia & Management, Milano, Luglio 2000.

Dessy A. – Vender J. (a cura di), *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, ed. EGEA, Milano, 1996.

Gervasoni A., Sattin F.L., *Private Equity e Venture Capital, manuale di investimento nel capitale di rischio*, ed. Angelo Guerini e Associati, Milano 2000.

Livian M., *Valutazioni.com*, ed. EGEA, Milano 2000.

Perrini F., *Le nuove quotazioni alla Borsa Italiana, evidenze empiriche delle PMI*, ed. EGEA, Milano, 1999.

Siti Internet:

www.3i.com

www.aifi.it

www.cirlab.com

www.enutrix.com

www.iban.it

www.in3be.it

www.net-partners.com

www.pino.it

www.we-cube.com