



# Le start-up alla prova del consolidamento

*La questione della mortalità si affronta anche promuovendo i concetti di dimensione e scalabilità del business*

di Stefano Caselli

**S**e il tema del finanziamento delle start-up è stato sempre letto come critico per sostenere con efficacia un fenomeno ritenuto essenziale per stimolare la crescita e l'innovazione, oggi il dibattito in Europa è rivolto prevalentemente a comprendere quali siano gli elementi cruciali affinché la grande ondata di imprenditorialità e creazione d'impresa che stiamo vivendo in questa epoca possa evolvere da moda passeggera a fenomeno strutturale. Il tema della carenza di risorse finanziarie sembra essere oggi un problema del tutto secondario. Le statistiche di In-

vest Europe 2015 aggregate a livello pan-europeo mostrano che i nuovi investimenti in *venture capital* (VC) – visti nelle tre componenti di *seed*, *start-up* e *later stage venture* – si stabilizzano su una dimensione nell'ordine di 3,8 billion per anno, lontana sicuramente dalla dimensione dei *buyouts*, ma largamente superiore a quella di *replacement capital* e di *turnaround*, e comunque confrontabile con l'area dei finanziamenti *growth*. In termini di numero di aziende finanziate, l'ordine di grandezza delle 3000 operazioni per anno è confermato anche per il 2015 (1). In entrambi i casi, le statistiche non esprimono pienamente la

magnitudine dell'intero mercato in quanto, per loro natura, non tengono conto né degli investimenti effettuati dai business angel né dell'attività di *corporate venture capital* che contribuiscono a costituire l'ecosistema del *venture capital* più in generale.

## Alla radice della «start-up euforia»

La minor rilevanza della questione della scarsità di capitali, che sembra essere il tratto distintivo di questa nuova

(1) Con riferimento ai dati del mercato europeo citati nel corso dell'articolo si veda Invest Europe, *European Private Equity Activity*, Bruxelles, 2015.

tabella 1 | il rendimento netto annualizzato dei fondi europei dal loro inizio fino al 31.12.2014

Fund stage	Overall Europe		Top quarter Europe	
	N° of funds	Pooled IRR	N° of funds	Pooled IRR
Seed & early	446	-0,31%	112	12,36%
Later stage	118	2,37%	26	17,77%
Balanced	188	4,61%	30	17,89%
All venture	752	1,68%	107	18,51%
Buyout	486	11,41%	212	20,49%
Generalist	164	9,26%	28	37,78%
All PE 2013	1455	9,24%	364	20,82%

 fonte: elaborazioni dell'autore su Invest Europe, 2015 *European Private Equity Activity*, Bruxelles, 2015

fase di «start-up euforia», ben superiore a quella di inizio anni Duemila, è dovuta al sovrapporsi di quattro fenomeni completamente differenti:

- la presenza di tassi strutturalmente vicini allo zero, se non negativi, nei mercati finanziari apre un enorme tema di diversificazione dei portafogli degli investitori, non solo a livello istituzionale. Questo fenomeno, a parità di condizioni, spinge alla ricerca di investimenti alternativi in quanto portatori di forme di *upside* che stimolano appetito e interesse per gli investitori stessi. Il VC, in tutte le sue forme, si pone al centro di quest'area di appetibilità e di interesse;
- la presenza sempre più diffusa di operazioni secondo lo schema del PPP (*public-private partnership*), proposte e stimolate dagli operatori pubblici che vedono in questo meccanismo una modalità non solo di investire denaro pubblico, ma di convogliare risorse private verso progetti, in prevalenza a impatto sociale rilevante, che altrimenti sarebbero difficilmente finanziabili per effetto dell'elevata rischiosità o dei rendimenti non allineati alle aspettative e agli standard di mercato (2);
- l'affermarsi all'interno del settore di un vero e proprio «ciclo di vita generazionale» dell'industria del private equity, che vede la presenza di molti partner di successo della prima stagione pionieristica della seconda metà degli anni Ottanta giungere a fine carriera, ma desiderosi sia di impegnare una parte dei consistenti *carried interests* accumulati sia di dedicarsi a forme di *give back* facendo leva sull'esperienza maturata in tanti anni di attività. Molti di essi iniziano ad affacciarsi quindi sul mercato come business angel, facendovi arrivare sia risorse finanziarie sia soprattutto sostegno qualificato che risulta decisivo per alimentare un *deal flow* di qualità per i venture capital investor;
- la proliferazione esponenziale di premi e competizioni, sia generaliste sia di settore, dedicate alle start-up e all'imprenditorialità giovanile e digitale con obiettivi variegati che vanno dal semplice riconoscimento sociale, al matching con gli investitori, alla messa a disposizione di risorse finanziarie a fondo perduto che possano rappresentare *seed money* utile soprattutto a un primo sviluppo dei progetti.

### Start-up, venture capital e rischio

Tutti questi elementi positivi non devono comunque far passare in secondo piano la rischiosità di tali investimenti, che richiedono competenza, preparazione e soprattutto *track record* del management team nel settore più in generale. I dati sempre di Invest Europe in merito agli IRR aggregati per tipologia di equity investment (Tabella 1) segnalano che il rendimento medio dei fondi di VC si assesta su un valore pari a 1,68 per cento rispetto all'11,41 per cento registrato per i fondi di buyout e al 9,26 per cento dei fondi generalisti. Tuttavia, se il medesimo calcolo viene effettuato sui *top quarter performers*, il rendimento dei VC fund passa al 18,51 per cento, un dato che è molto vicino sia ai buyout fund (20,49 per cento) sia alla media di settore (20,82 per cento). In altri termini, solo i fondi di VC con maggiore esperienza, network e credibilità sono capaci di estrarre valore in maniera

(2) Sulla struttura delle operazioni di PPP riferite al private equity si veda S. Caselli, G. Corbetta, V. Vecchi, *Public Private Partnerships for Infrastructure and Business Development. Principles, Practices and Perspectives*, New York, Palgrave Macmillan, 2015.

significativa da transazioni di grande complessità e rischio. Questi elementi, ben noti all'industria degli investitori, mettono in luce come sia rilevante la presenza di elementi capaci di mitigare i vincoli della combinazione rischio/rendimento: questi possono essere dati dalla presenza di *upside leverage schemes*, tipica delle operazioni di PPP, dalla crescita dei fondi di *impact investing* che accettano *ex ante* un rendimento più moderato rispetto agli investitori «convenzionali», o ancora dalla presenza di business angel che compensano i minori rendimenti con la prospettiva del give back e del riconoscimento sociale dell'attività svolta.

Il fenomeno delle start-up si presenta per sua natura pieno di incertezze e quindi di per sé fragile e pronto a perdere di incisività. Se il rischio più grande della prima ondata di start

up (quella degli anni Ottanta) è stato quello della mancanza di un sottostante vero e proprio e di progetti credibili, la seconda ondata di inizio millennio si è scontrata con la mancanza di buon senso e di una capacità di lettura

dei fenomeni da parte degli investitori: anche se un po' sbiadite, rimangono imprese nella memoria collettiva le file agli sportelli per sottoscrivere i titoli di start-up company immediatamente pronte per l'IPO del momento. L'attuale ondata di start-up di terza generazione è sicuramente più seria, solida e robusta in quanto ha fatto leva sugli errori del passato – dal lato della domanda e dell'offerta –, ma presenta anch'essa i suoi rischi, che si riferiscono in larga parte alla possibilità di incidere concretamente sulla crescita e di affermarsi come fenomeno strutturale e non passeggero, pronto a scomparire in attesa di una nuova ondata di quarta generazione.

I timori della scomparsa probabilmente sono infondati perché il sottostante è credibile e robusto per la qualità del capitale umano e per la va-

rietà delle soluzioni e dei progetti. Con riferimento al primo aspetto, gli start-upper sono oggi nativi digitali, con una forte prospettiva internazionale, capaci di muoversi e anche di realizzare «joint venture» generazionali con compagni di viaggio più anziani ma dotati di know how e competenze che interagiscono con l'anima digitale dei più giovani. Con riferimento al secondo aspetto Elserino Piol mette in luce nel suo libro *Il sogno di un'impresa* il tema della limitata varietà del fenomeno delle start-up anni Duemila come causa principale della loro stessa implosione. La varietà delle start-up a cui assistiamo è oggi straordinaria, anche perché la dimensione tecnologica, fatta di digitale e di big data, non è più un'opzione possibile o un'area di sperimentazione come avvenuto nei primi anni

livello europeo ci segnalano come circa un quarto delle transazioni di VC si concluda con un *write off*, a testimonianza della rischiosità di queste operazioni, non comparabile – sempre in termini di write off – con gli altri segmenti del mercato dell'equity investment in generale. Il fallimento di molte imprese e l'insuccesso delle operazioni di finanziamento sono quindi elementi che rischiano di vanificare il grande sforzo prodotto in fase di avvio. Le ragioni di queste evidenze – oltre alla rischiosità intrinseca che qualifica la natura del VC – vanno ricercate in ambiti differenti:

- la concentrazione di risorse finanziarie evidenziata in precedenza si focalizza soprattutto sulle prime fasi del ciclo di vita dell'impresa. Se è vero che oggi è relativamente facile trovare il denaro per avviare un'impresa,

così come per svilupparla nella fase growth, ben più difficile è farlo per attraversare quella fase molto delicata che si trova nel mezzo fra l'avvio e una crescita definita, che richiede la messa a punto di processi, risorse nonché di una revisio-

ne pesante dello stesso business plan;

- la limitata presenza di VC investor di elevata qualità dedicati all'area dell'*early-growth financing*, ossia al sostegno della fase post start-up, capaci non solo di rappresentare la forma di exit per gli investitori del primo round di finanziamento, ma anche di garantire una presenza realmente *hands-on* all'interno dell'impresa, coniugando la sensibilità dell'investitore con quella dell'advisor e del consulente;

- la presenza di molteplici opzioni di sostegno all'avvio dell'attività d'impresa – da incubatori, a competizioni e premi, a business angel – stimola la presenza di comportamenti opportunistici, tentativi ed esperimenti che affollano il mercato con progetti di qualità limitata, destinati per loro natura al fallimento.



Dueemila, ma una condizione di esistenza ed è il reale fattore di trasformazione delle industrie. Questo porta sia alla nascita di soluzioni «start-App» applicate a business tradizionali, all'area della *social innovation* o alla penetrazione di aree geografiche sottosviluppate; ma anche alla nascita di un'area del tutto nuova e rivoluzionaria come quella del fintech, che mette a rischio la stessa esistenza delle componenti tradizionali del business bancario; o ancora allo sviluppo di nuovi ambiti ove la dimensione R&D agisce in maniera più aggressiva e pesante, come quelli delle biotecnologie, delle nanotecnologie o della medicina più in generale.

I timori invece che il sistema delle start-up possa incidere poco sullo sviluppo in maniera strutturale sono concreti. Anche in questo caso i dati a



### Dare continuità oltre lo start-up

La riduzione consistente della mortalità delle start-up è il vero nodo critico da sciogliere non solo per evitare di togliere slancio, entusiasmo e interesse al mondo delle start-up, ma soprattutto per assicurare quella conversione in sviluppo concreto e duraturo dell'investimento di tempo e di energie umane profusi in sede di avvio. Anche se la sfida è di ampia portata – e più complessa di quella di sollecitare all'investimento in start-up – alcuni ambiti, anche se non esaustivi, sono identificabili con relativa chiarezza.

In primo luogo, l'interesse dell'attore pubblico, che attraverso la leva dell'intervento diretto – nel caso specifico attraverso la Cassa Depositi e Prestiti – e del disegno delle regole e degli incentivi fiscali può giocare un ruolo determinate. Se l'attenzione è stata giustamente rivolta nel recente passato alla fase di start-up *tout court*, il tema di ridurre il rischio mortalità deve spingere l'attenzio-

ne sulla fase successiva, in modo tale da realizzare un collegamento robusto fra *start-up financing*, primo sviluppo e crescita. I meccanismi sono quelli noti dell'intervento pubblico, che vanno dalla detassazione dei capital gain per una specifica categoria di investitori – in questo caso gli *early growth funds* – alla definizione di forme di PPP secondo la modalità upside leverage scheme, che convogliano risorse finanziarie pubbliche e private nell'area della fase post start-up dei finanziamenti.

A ciò si aggiunge un tema di dibattito e per certi versi culturale. Il tema della mortalità si affronta anche sostenendo il concetto di dimensione e scalabilità del business. A parità di sforzo iniziale devono essere sostenute idee imprenditoriali capaci di pensare e di agire in grande. In Italia i concetti di crescita e di scala sono stati visti come antagonisti di altri valori, altrettanto importanti, fondanti la società italiana: ne è scaturita una lettura che ha portato ad affermare che la crescita è contro la piccola impresa, è contraria agli interessi locali, presuppone cambiamento degli assetti di governo e di gestione ed è fonte quindi di instabilità. La difesa della piccola dimensione locale ha portato quindi a combattere il concetto di crescita e di scala. Ma oggi, in un momento in cui il paese è bloccato e rischia di affrontare solo un tema di redistribuzione anziché di creazione di ricchezza, la contrapposizione deve essere superata. Le imprese di piccola e media dimensione devono continuare a rappresentare un punto di riferimento indispensabile ma, nello stesso tempo, la possibilità di crescita attraverso aggregazioni, nuovi investimenti e acquisizioni deve diventare un nuovo

elemento caratteristico del paese, che si trova a competere con sistemi economici che fanno della scala e del gigantismo il presupposto della competizione. In altri termini, è il modello della scala quello di riferimento per gli attuali e futuri start-upper.

Da ultimo, un ruolo decisivo può essere svolto dalle banche. Il rapporto fra banche e start-up non è per sua natura agevole, a prescindere dai buoni propositi: il profilo di rischio di un'azienda neocostituita o da costituire del tutto è così elevato da rendere oggettivamente difficile la concessione di un finanziamento; le prospettive di redditività sono talmente spostate in avanti nel tempo e la dimensione delle iniziative è in molti casi così limitata da rendere non profittevole un intervento a loro sostegno; la costituzione di fondi di VC da parte delle banche, sebbene abbia avuto in Italia dei buoni esempi (come nel caso di Banca Intesa), richiede un insieme di competenze troppo distanti dal mondo bancario e finanziario, rendendone difficile la realizzazione concreta. Larga parte dei fondi di VC americani e inglesi nasce e si sviluppa al di fuori del mondo bancario, nella forma di boutique di investimento dove la matrice imprenditoriale, di ricerca e sviluppo è prevalente. Se il quadro può apparire non confortante, oggi abbiamo in realtà delle buone ragioni per ritenere che questi due mondi, per natura piuttosto distanti, abbiano invece degli spazi di cooperazione ben più elevati che in passato, complice l'ondata più matura di start-up che attraversa l'Europa, Italia compresa. Le possibilità concrete di interazione fra sistema bancario e mondo delle start-up si basano su tre linee di direzione.



### Stefano Caselli

è Prorettore agli Affari Internazionali e professore di Economia degli Intermediari Finanziari presso l'Università Bocconi, ove è membro del Comitato di Direzione della SDA Bocconi School of Management. Editorialista del *Corriere Economia*, è autore di numerose pubblicazioni a livello internazionale su private equity and venture capital e sui rapporti fra banche e imprese. [stefano.caselli@unibocconi.it](mailto:stefano.caselli@unibocconi.it)

La prima è basata su un'esigenza generale di *social responsibility*, che vede le banche in prima linea nel sostenere il fenomeno dell'imprenditorialità nascente attraverso l'organizzazione diretta di start-up competition o il sostegno a iniziative che si sviluppano nel mondo universitario o ancora la creazione di linee di finanziamento che, secondo una logica a metà strada fra profit e no profit, sostenga soprattutto la fascia degli imprenditori millennial nella prospettiva di contribuire a quel recupero della crescita perduta a favore dell'intero sistema economico.

La seconda riguarda la creazione di servizi su misura per il mondo delle start-up, grazie allo sviluppo di servizi di advisory, di tutorship, ma soprattutto di business matching sfruttando la rete della propria clientela corporate e private che può vedere nella disponibilità di un flusso continuativo di idee imprenditoriali un servizio concreto che generi opportunità di investimento o di acquisizione di progetti, brevetti o team di persone capaci di contribuire allo sviluppo industriale e commerciale delle proprie aziende.

La terza linea di intervento si basa invece sulla creazione di veri e propri hub di incubazione e generazione di idee a favore delle banche stesse (3). Se questo modello – spesso in-

dividuato con l'etichetta *corporate venture* – è piuttosto frequente nel mondo industriale, è invece del tutto nuovo e di rottura per il sistema bancario. La creazione di ambienti e infrastrutture capaci di accogliere per un certo periodo di tempo team di start-up per dedicati a promuovere attività di ricerca e sviluppo ha, nella prospettiva industriale, l'obiettivo di allevare in casa quel potenziale di innovazione capace di rinnovare continuamente il prodotto, i servizi, il processo produttivo e distributivo. Se queste parole chiave non avevano di fatto una valenza rilevante nel mondo bancario, la rivoluzione digitale e l'esigenza di sviluppare business capaci di mitigare o eliminare l'impiego di capitale – sia regolamentare sia fisico, ossia legato alla rete di sportelli – da parte delle banche rende improvvisamente necessario studiare soluzioni che modifichino radicalmente il processo produttivo e distributivo, ma che soprattutto producano nuove soluzioni di prodotto e servizio nell'ambito del fintech (dove la parola d'ordine è robo-advisor) e dell'e-banking (ove la sfida è la digitalizzazione delle principali operazioni bancarie). Se è vero che lo slogan prevalente nel mondo bancario americano è *light capital [della banca] is the new light!*, le banche hanno allora un grande vantaggio nel sostenere al proprio interno quel mondo così distante delle start-up, che può invece diventare uno strumento essenziale per la propria sopravvivenza nel futuro. ■

Esplora **e&Mplus** su [www.economiaemangement.it](http://www.economiaemangement.it)



## In sintesi

Per il mondo delle start-up, la questione della carenza di risorse finanziarie è oggi secondaria, **grazie ai bassi tassi nei mercati finanziari, al crescente numero di business angel e al diffondersi di iniziative di public-private partnership** e di premi e competizioni.

Gli investimenti nel settore restano comunque **più rischiosi rispetto ad altre tipologie di equity investment**: solo i fondi di venture capital con maggiore esperienza, network e credibilità sono capaci di estrarne valore in maniera significativa.

Per ridurre i livelli di mortalità delle start-up, sono necessari sia interventi diretti dell'attore pubblico, **sia l'affermarsi di una nuova cultura della crescita e della scalabilità del business, sia infine una maggiore presenza del settore bancario**, che potrebbe trovare nelle start-up importanti soluzioni di prodotto e di servizio.

(3) Si veda al riguardo Santander Innoventure, Oliver Wyman, Anthemis Group, *The Fintech Paper 2.0*, London, 2017.

## Riferimenti bibliografici

- Caselli S., Corbetta G., Vecchi V., 2015. *Public Private Partnerships for Infrastructure and Business Development. Principles, Practices and Perspectives*, New York, Palgrave Macmillan.
- Caselli S., Sattin F., 2011. *Private equity e intervento pubblico*, Milano, Egea.
- EIF (European Investment Fund), 2016. *Annual Report 2015*, Luxembourg.
- Invest Europe, 2015. *European Private Equity Activity*, Bruxelles.
- Kerr W.R., Lerner J., Schoar A., 2014. «The Consequences of Entrepreneurial Finance: Evidence from Angel Financings», *Review of Financial Studies*, 27(1), pp. 20-55.
- Lerner J., Romero-Cortes K., 2013. «Bridging the Gap? Government Subsidized Lending and Access to Capital», *Review of Corporate Finance Studies*, 2(1), pp. 98-128.
- Philippon T., 2016. *The FinTech Opportunity*, working paper.
- Piol E., 2004. *Il sogno di un'impresa*, Milano, Edizioni Il Sole 24 Ore.
- Santander Innoventure, Oliver Wyman, Anthemis Group, 2017. *The Fintech Paper 2.0*, London.