

# Prefazione

di *Stefano Caselli*<sup>1</sup>

Se il finanziamento delle startup è stato sempre letto, in ogni epoca, come elemento critico per sostenere con efficacia un fenomeno ritenuto essenziale a stimolare la crescita e l'innovazione, oggi il dibattito in Europa è rivolto prevalentemente a comprendere quali siano gli elementi discriminanti perché la grande ondata di imprenditorialità e creazione d'impresa che stiamo vivendo possa evolvere da moda passeggera a fenomeno strutturale. Il libro di Gabriele Grecchi appare pertanto appropriato sia nei contenuti sia nella tempistica.

Il problema della carenza di risorse finanziarie sembra essere oggi del tutto secondario. Le statistiche di Invest Europe aggregate a livello paneuropeo mostrano infatti nuovi investimenti in venture capital per una dimensione nell'ordine dei quattro miliardi di dollari all'anno, lontana sicuramente dalla dimensione dei *buyouts* ma largamente superiore a quella di *replacement capital* e *turnaround*, e comunque confrontabile con l'area dei finanziamenti *growth*. La minor rilevanza del tema – che sembra essere il tratto distintivo di una nuova fase di «startup euforia», ancor più vivace di quella dell'inizio degli anni Duemila – è dovuta al sovrapporsi di quattro fenomeni completamente differenti: *i*) il permanere di tassi strutturalmente vicini allo zero, che spinge alla ricerca di investimenti alternativi in quanto portatori di forme di *upside* che stimolano appetito e interessi degli investitori; *ii*) la sempre maggior diffusione di operazioni secondo lo schema PPP (Public-Private Partnership); *iii*) il manifestarsi di un vero e proprio «ciclo di vita generazionale» dell'industria del private equity, in cui

---

<sup>1</sup> Prorettore agli affari internazionali e professore ordinario di Economia degli intermediari finanziari presso l'Università Bocconi di Milano.

numerosi partner di successo, una volta giunti a fine carriera, si dedicano a forme di *give back* (in veste di business angels), facendo leva sull'esperienza maturata in molti anni di attività; *iv*) la proliferazione esponenziale di premi e competizioni, sia generaliste sia di settore, dedicate alle startup e all'imprenditorialità giovanile e digitale.

Tutti questi aspetti positivi non devono comunque far passare in secondo piano la rischiosità di investimenti che richiedono competenza, preparazione e soprattutto *track record* del management team impegnato nel settore – temi analizzati con rigore nel corso del libro. Ben noti all'industria degli investitori, questi elementi mettono in luce quanto sia rilevante la presenza di fattori capaci, per converso, di mitigare i vincoli della combinazione rischio-rendimento – siano essi dati dalla presenza di *upside leverage scheme* 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 angels che compensano i minori rendimenti con la prospettiva del *give back* e del riconoscimento sociale dell'attività svolta. Tutto ciò fa parte di quell'ecosistema che ruota intorno al tema del venture capital, descritto con efficacia dall'Autore.

Il fenomeno delle startup 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 (quella degli anni Ottanta) è stata la mancanza di uno «strato» sottostante di progetti credibili, quello della seconda ondata (a inizio millennio) è stata la mancanza di buon senso e di una capacità di lettura dei fenomeni da parte degli investitori: anche se un po' sbiadite, rimangono impresse nella memoria collettiva le file agli sportelli per sottoscrivere i titoli di startup company immediatamente pronte per l'IPO del momento. L'attuale ondata di startup di terza generazione è sicuramente più seria, solida e robusta – potendo far leva sugli errori del passato, dal lato sia della domanda sia 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, quarta ondata.

I timori della scomparsa probabilmente sono infondati perché il sottostante è credibile e robusto, per qualità del capitale umano e varietà delle soluzioni e dei progetti. Con riferimento al primo aspetto, gli startupper sono oggi nativi digitali, con una forte prospettiva internazionale, capaci di muoversi e anche di realizzare «joint venture» generazionali con com-

pagni 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, molti autori mettono in luce il tema della limitata varietà del fenomeno delle startup degli anni Duemila come causa principale della loro stessa implosione: la varietà delle startup a cui assistiamo è invece 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 qualche lustro addietro, ma una condizione di esistenza, ed è il reale fattore di trasformazione delle industrie.

I timori invece che il sistema delle startup possa incidere poco, dal punto di vista strutturale, sullo sviluppo sono concreti. Anche in questo caso i dati a livello europeo ci segnalano come circa un quarto delle transazioni di venture capital si concluda con un *write off*, a testimonianza della rischiosità di simili 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. La riduzione consistente della mortalità delle startup è dunque il vero nodo critico da sciogliere, non solo per evitare di togliere slancio, entusiasmo e interesse al loro mondo, ma soprattutto per assicurare quella conversione in sviluppo concreto e duraturo dell'investimento di tempo e di energie umane profusi in fase iniziale.

Sebbene la sfida sia di ampia portata – e più complessa della semplice sollecitazione all'investimento in startup – alcuni ambiti di intervento, 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 dell'Italia 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 startup *tout court*, il tema di ridurre il rischio mortalità deve spingere l'attenzione sulla fase successiva per permettere di realizzare un collegamento robusto fra *startup financing*, primo sviluppo e crescita.

A ciò si aggiunge un tema di dibattito e per certi versi culturale, ovvero quello della mortalità delle imprese, che si affronta anche tenendo conto della dimensione e della scalabilità del business. A parità di sforzo iniziale devono essere sostenute idee imprenditoriali capaci di pensare e di agire in grande. Nel nostro paese i concetti di crescita e di scala sono stati visti come antagonisti di altri – e altrettanto importanti – valori fondanti della

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 un cambiamento degli assetti di governo e di gestione ed è fonte quindi di instabilità. La difesa della piccola dimensione locale ha portato perciò a combattere il concetto stesso 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 loro grandezza e del loro primato. In altri termini, è il modello della scala quello di riferimento per gli attuali e futuri startupper.

Da ultimo, un ruolo decisivo può essere svolto dalle banche. Il rapporto fra banche e startup non è per sua natura agevole, a prescindere dai buoni propositi: il profilo di rischio di un'azienda neo-costituita o da costituire del tutto è così elevato da rendere oggettivamente difficile la concessione di un finanziamento; le prospettive di redditività sono così 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 venture capital 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 davvero difficile la realizzazione concreta. Larga parte dei fondi di venture capital 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 buone ragioni per ritenere che questi due mondi per natura piuttosto distanti abbiano invece spazi di cooperazione ben più ampi che in passato, complice l'ondata più matura di startup che attraversa l'Europa, Italia compresa.

Ben vengano quindi libri come *Capitali di ventura*, dedicati a esplorare un fenomeno – quello del venture capital – che non può essere più considerato di nicchia ma uno degli strumenti fondamentali per la creazione d'impresa e quindi per garantire quella crescita di cui i nostri sistemi economici hanno tanto bisogno.