

POLITICHE DI PARTECIPAZIONE AL CAPITALE DI RISCHIO DELLE IMPRESE INNOVATIVE

IL FONDO TOSCANA INNOVAZIONE

RICONOSCIMENTI

Il rapporto di ricerca è stato curato per la Parte Prima da Barbara Fianza (Università di Macerata) e Cristina Santini (Università San Raffaele di Roma) e per la Parte Seconda da Cristina Santini, con il coordinamento di Patrizia Lattarulo, responsabile dell'Area di ricerca Territorio, istituzioni e finanza pubblica dell'IRPET. Si ringrazia il professor Pietro Alessandrini (Università Politecnica delle Marche) per gli utili suggerimenti al lavoro.
Editing a cura di Elena Zangheri (IRPET).



Indice

INTRODUZIONE	5
Parte Prima	
IL VENTURE CAPITAL IN ITALIA: IL RAPPORTO CON LE IMPRESE INNOVATIVE, IL RUOLO DEL PUBBLICO E L'ESPERIENZA DEL FONDO TOSCANA INNOVAZIONE	
1.	
LE POLITICHE DI FINANZIAMENTO REGIONALE A SOSTEGNO DELLE IMPRESE	9
1.1 Introduzione	9
1.2 Le principali esperienze in Italia	10
2.	
IL FINANZIAMENTO TRAMITE CAPITALE DI RISCHIO	19
2.1 Il PE e VC quale strumento di finanziamento alle imprese	19
2.2 La dimensione del mercato del PE-VC in Italia	22
2.3 Il ruolo del PE per le imprese	25
2.4 Strumenti per la valutazione dell'investimento/disinvestimento da parte del <i>venture capitalist</i> , alcuni cenni	27
3.	
VENTURE CAPITAL E IMPRESE INNOVATIVE: ALCUNE VALUTAZIONI	29
3.1 L'impiego del <i>Venture Capital</i> per le imprese innovative	29
3.2 I benefici per le imprese innovative	30
3.3 Il coinvolgimento diretto del Pubblico nell'incentivo alle imprese	32
3.4 Modalità di intervento pubblico e strumenti per fronteggiare l' <i>equity gap</i> . Una riflessione su intervento pubblico e <i>Venture Capital</i>	32
4.	
IL CASO TOSCANA. IL FONDO TOSCANA INNOVAZIONE	35
4.1 Il Fondo	35
4.2 I meccanismi di funzionamento	39
4.3 L'operatività del Fondo: alcuni dati	40
4.4 Il portafoglio del Fondo	43
Parte Seconda	
VALUTARE L'EFFICACIA DI UN FONDO DI VENTURE CAPITAL MISTO NELL'OTTICA DELLE IMPRESE: UN'INDAGINE ESPLORATIVA	
5.	
IL METODO DI INDAGINE	49
5.1 Il sistema di relazioni per la definizione dell'efficacia del <i>Venture Capital</i>	49
5.2 La valutazione della performance dell'impresa	50
5.3 Il concetto di performance d'impresa: un'analisi prospettica	52
5.4 Il quadro teorico e la metodologia di ricerca	54
5.5 La scelta delle variabili interne e esterne all'impresa	56
5.6 Le variabili esterne all'impresa	59
5.7 Gli strumenti di indagine	60
5.8 La struttura della ricerca	62
5.9 Gli aspetti esaminati	63

6.		
I CASI DI STUDIO		65
6.1	Premessa	65
6.2	I settori di riferimento	65
6.3	Le imprese, una breve descrizione	70
6.4	L'incidenza di fattori ambientali come fonte di difficoltà	74
6.5	Produzione e attività	75
6.6	Mercati e futuro	76
6.7	Il profilo imprenditoriale e le risorse umane	79
6.8	Il rapporto con il fondo e il reperimento di capitali	79
6.9	Tavole di sintesi	83
6.10	Descrizione del questionario (domande, scale e variabili)	88
CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE		91
BIBLIOGRAFIA		95

INTRODUZIONE

Il presente lavoro è nato per valutare l'efficacia del fondo di VC Toscana Innovazione. In genere il concetto di efficacia, in ambito finanziario, è legato al concetto di performance finanziaria. In altre parole, più una realtà aziendale è capace di generare reddito, più la sua performance sarà valutata positivamente. È però prematuro procedere ad una valutazione di questo tipo caso per il fondo in oggetto, infatti molte partecipazioni sono appena avviate e comunque tuttora in atto, inoltre il fondo investe in imprese innovative che hanno da poco iniziato la propria attività. Si rischierebbe, così di trarre conclusioni parziali o affrettate circa la validità dell'intervento. Ecco che allora l'indagine è stata rivolta a cogliere il ruolo del fondo nelle performance aziendali, tenendo però conto delle potenzialità delle aziende, ovvero della loro capacità di ottenere risultati positivi attraverso i fattori che la costituiscono. Si è quindi andati a cercare quali sono gli elementi che in futuro potranno influire sulla performance dell'impresa. Vengono, quindi, valutati elementi come l'atteggiamento dell'imprenditore nei confronti dell'innovazione, nonché il grado di imprenditorialità a livello corporate, tutti elementi che possono sembrare estranei se paragonati alle misurazioni "tradizionali" della performance per lo più incentrate su indicatori di bilancio. Eppure, a seguito del progressivo affermarsi di modelli di valutazione bilanciata della performance d'impresa – modelli che integrano gli aspetti economici finanziari con aspetti meno "quantitativi" – questa prospettiva integrata trova una ragione di esistere.

Il rapporto è così strutturato: una sezione comprende un'analisi della letteratura in merito al Venture Capital ed esplora il fenomeno in Italia.

Una seconda sezione, invece, si concentra sul Fondo Toscana Innovazione e presenta i 10 casi di studio analizzati (2 imprese che hanno cessato l'attività e 8 imprese in attività al momento dell'indagine).

Gli strumenti di indagine sono due questionari: uno somministrato alle Regioni contenenti domande sui fondi di Venture Capital cui loro partecipano; l'altro somministrato alle aziende Toscane partecipate dal fondo. Al questionario somministrato alle aziende si aggiunge anche un'intervista telefonica sul tema specifico "rapporto fondo-impresa".

È evidente la complessità del lavoro svolto, trattandosi di operazioni finanziarie ad alto livello di rischio tuttora in corso, per di più in una fase economica molto critica. Da qui la riservatezza dei soggetti istituzionali e dei gestori del fondo che certo non ha agevolato lo sviluppo dell'analisi e, tanto più, il contatto con le imprese.

Parte Prima

**IL VENTURE CAPITAL IN ITALIA: IL RAPPORTO CON LE IMPRESE INNOVATIVE,
IL RUOLO DEL PUBBLICO E L'ESPERIENZA DEL FONDO TOSCANA INNOVAZIONE**

1. LE POLITICHE DI FINANZIAMENTO REGIONALE A SOSTEGNO DELLE IMPRESE

1.1 Introduzione

Secondo i documenti di programmazione economica della Regione Toscana le imprese toscane mostrano comportamenti che ne penalizzano la competitività (PRSE)¹: in primo luogo hanno una bassa propensione ad investire; in secondo luogo le dimensioni particolarmente ridotte determinano non solo, a livello aggregato, una produttività del lavoro decisamente bassa e una bassa propensione a investire in Ricerca e Sviluppo (R&S). Non sorprende, quindi, che la Toscana si trovi più indietro rispetto ad altre regioni europee per innovatività (e al sesto posto in Italia), come mostrano i valori dell'indice RCI².

Gli incentivi pubblici per le imprese Toscane sono suddivisi in base alla tipologia di incentivo, alla sua modalità attuativa e al destinatario del contributo; la tabella 1.1 descrive sinteticamente le tipologie di incentivi pubblici previsti dalla Regione Toscana.

Tabella 1.1
TIPOLOGIE DI INCENTIVI PUBBLICI

Contributi a fondo perduto	Non c'è obbligo di restituzione del denaro ottenuto
Prestiti a tasso agevolato	Il tasso di interesse applicato al beneficiario è inferiore rispetto a quello di mercato
Concessione di garanzia	Viene posto a carico di un soggetto terzo l'onere relativo alle garanzie che l'impresa è tenuta a prestare per ottenere un finanziamento da un istituto bancario
Partecipazione al capitale	Contributo riservato alle società di capitale che prevede l'acquisto di azioni o di una quota del capitale sociale relativo a una società
Prestito partecipativo	Finanziamento a breve (riservato alle società di capitale) condizionato da un impegno da parte della proprietà aziendale di aumentare il livello di capitalizzazione dell'impresa

Fonte: nostra elaborazione su dati Regione Toscana

Nella definizione della programmazione delle misure a sostegno delle imprese, la Regione Toscana si è allineata ai principi espressi all'interno del documento *Europe 2020* lanciato dalla Commissione Europea (COM (2010) 2020 del 03/03/2010) che illustrava le linee generali per la strategia di crescita occupazionale ed economica in ottica decennale (Tab. 1.2). In primo piano il ruolo della conoscenza e dell'innovazione e le dinamiche di rafforzamento.

Tra i vari strumenti per l'attuazione delle politiche illustrate nel piano di Europa 2020, senza dubbio il POR CreO FESR riveste un ruolo estremamente importante: il Fondo Toscana è una delle modalità attuative con cui la Regione impiega i fondi stanziati attraverso il POR.

¹ Un quadro di sintesi delle dinamiche economiche e di sviluppo della Toscana è offerto all'interno del documento di Programmazione Economica della Regione relativo al Piano Regionale dello Sviluppo Economico (PRSE) 2012-2015.

² *Regional Competitiveness Index* (http://composite-indicators.jrc.ec.europa.eu/Document/RCI_EUR_Report_updated.pdf).

Tabella 1.2
ELEMENTI CHIAVE DI EUROPA 2020

Priorità

- a) crescita intelligente, per lo sviluppo di un'economia basata sulla conoscenza e sull'innovazione
- b) crescita sostenibile, per la promozione di un'economia più efficiente sotto il profilo delle risorse, più verde e più competitiva
- c) crescita inclusiva, per un'economia con un alto tasso di occupazione, in grado di favorire la coesione sociale e territoriale

Obiettivi

- 1 portare al 75% il tasso di occupazione delle donne e degli uomini di età compresa tra 20 e 64 anni
- 2 innalzare al 3% del PIL i livelli d'investimento pubblico e privato nella ricerca e lo sviluppo
- 3 ridurre le emissioni di gas a effetto serra del 20% rispetto ai livelli del 1990 (l'UE si è impegnata a passare entro il 2020 a una riduzione del 30%) e portare al 20% la quota delle fonti di energia rinnovabili nel consumo finale di energia
- 4 migliorare i livelli d'istruzione riducendo la dispersione scolastica al di sotto del 10%, aumentando la percentuale delle persone tra i 30 e i 34 anni che hanno completato l'istruzione terziaria o equivalente almeno al 40%
- 5 promuovere l'inclusione sociale, in particolare attraverso la riduzione della povertà, mirando a liberare almeno 20 milioni di persone dal rischio di povertà e di esclusione

Iniziativa faro

- 1. L'unione dell'innovazione per migliorare le condizioni generali e l'accesso ai finanziamenti per la ricerca e l'innovazione, facendo in modo che le idee innovative si trasformino in nuovi prodotti e servizi tali da stimolare la crescita e l'occupazione (priorità a)
- 2. "Youth on the move" per migliorare l'efficienza dei sistemi di insegnamento e agevolare l'ingresso dei giovani nel mercato del lavoro (priorità a)
- 3. Un'agenda europea del digitale per accelerare la diffusione di internet ad alta velocità e sfruttare i vantaggi di un mercato unico del digitale per famiglie e imprese (priorità a)
- 4. Un'Europa efficiente sotto il profilo delle risorse per contribuire a scindere la crescita economica dall'uso delle risorse, favorire il passaggio a un'economia a basse emissioni di carbonio, incrementare l'uso delle fonti rinnovabili, modernizzare il settore dei trasporti e promuovere l'efficienza energetica (priorità b)
- 5. Una politica industriale per l'era della globalizzazione per migliorare il clima imprenditoriale, specialmente per le PMI, e favorire lo sviluppo di una base industriale solida e sostenibile in grado di competere su scala mondiale (priorità b)
- 6. Un'agenda per nuove competenze e nuovi posti di lavoro per modernizzare i mercati occupazionali e consentire alle persone di migliorare le proprie competenze in tutto l'arco della vita al fine di aumentare la partecipazione al mercato del lavoro e di conciliare meglio l'offerta e la domanda di manodopera, anche tramite la mobilità dei lavoratori (priorità c)
- 7. Piattaforma europea contro la povertà per garantire coesione sociale e territoriale affinché i benefici della crescita e i posti di lavoro siano equamente distribuiti e che le persone vittime di povertà e esclusione sociale possano vivere in condizioni dignitose e partecipare attivamente alla società (priorità c)

Fonte: Regione Toscana, PRSE 2012-2015, pp. 26-27

La Regione sostiene le imprese innovative attraverso vari strumenti finanziari: in particolare la Toscana punta sull'innovazione attraverso due modalità collegate, ovvero il finanziamento di imprese innovative e il sistema di centri servizio per il trasferimento tecnologico (Bortolotti e Boscherini, 2010).

1.2

Le principali esperienze in Italia

Il presente paragrafo ha l'obiettivo di descrivere, in termini di entità e tipologie di strumenti, le iniziative di sostegno alle imprese da parte delle Regioni Italiane, negli anni che vanno dal 2007 al 2011, particolare attenzione è stata data all'investimento in capitale di rischio tramite risorse provenienti dal pubblico/privato.

La trattazione è organizzata in due sottoparagrafi. Nel primo vengono illustrate le informazioni raccolte tramite un questionario-intervista inviato ai responsabili regionali delle politiche di sostegno alle imprese e alle finanziarie regionali: gli strumenti di sostegno finanziario alle imprese provengono direttamente dalle regioni e/o per il tramite delle finanziarie regionali di sviluppo. Le finanziarie regionali sono promotori e acceleratori dello sviluppo e sono le stesse regioni a indicarne gli incarichi e l'operato. L'attività principale consiste nell'erogazione di strumenti finanziari, che riguardano sia le attività di intermediazione finanziaria in senso stretto (partecipazione nel capitale delle imprese e concessione di prestiti e

garanzie) che la gestione di misure pubbliche (erogazione di finanziamenti agevolati o contributi a valere sui fondi regionali, strumenti di finanza innovativa).

Data l'attualità tra gli interventi di tipo finanziario delle Finanziarie Regionali, della partecipazione al capitale sociale di imprese già esistenti o in fase di costituzione, il secondo sottoparagrafo tenta di dare un quadro nazionale del fenomeno, le informazioni sono tratte prevalentemente tramite sito web.

1.2.1 I risultati del questionario

Il questionario intervista ha avuto l'obiettivo di raccogliere le seguenti informazioni:

- tipologie di strumenti a sostegno alle imprese erogati dalle regioni - finanziamenti agevolati a fondo perduto/non, prestiti obbligazionari, erogazione di mutui, investimenti in capitale di rischio con fondi di Venture Capital (VC) e Private Equity (PE), investimenti in capitale di rischio senza il tramite di un fondo, concessioni di garanzie;
- per ciascuna delle tipologie di sostegno sopra indicate ammontare stanziato dal 2007 al 2011;
- in caso di presenza di fondi di PE pubblici/privati nomi dei fondi;
- giudizio sulla validità degli strumenti utilizzati.

Le regioni rispondenti sono 12, il risultato non è certamente ritenuto soddisfacente, ma nelle tabelle e i grafici che seguono si tenta di dare conto delle informazioni ricevute.

La tabella 1.3 mostra le tipologie di strumenti adottati:

- lo strumento più diffuso sia nelle regioni che nelle finanziarie regionali è il finanziamento agevolato e l'erogazione di mutui;
- la concessione di garanzie avviene principalmente per il tramite delle finanziarie regionali;
- solo in una regione (Basilicata) si è utilizzato il prestito obbligazionario;
- osservando le informazioni sul finanziamento tramite investimenti diretti e non in capitale di rischio, questo strumento è del tutto assente in Campania, Marche, Provincia di Bolzano, Calabria, Piemonte (in realtà l'analisi dei siti web fa emergere che il Piemonte è attivo negli investimenti in capitale di rischio tramite una sua partecipata, si veda par. 1.2.2).

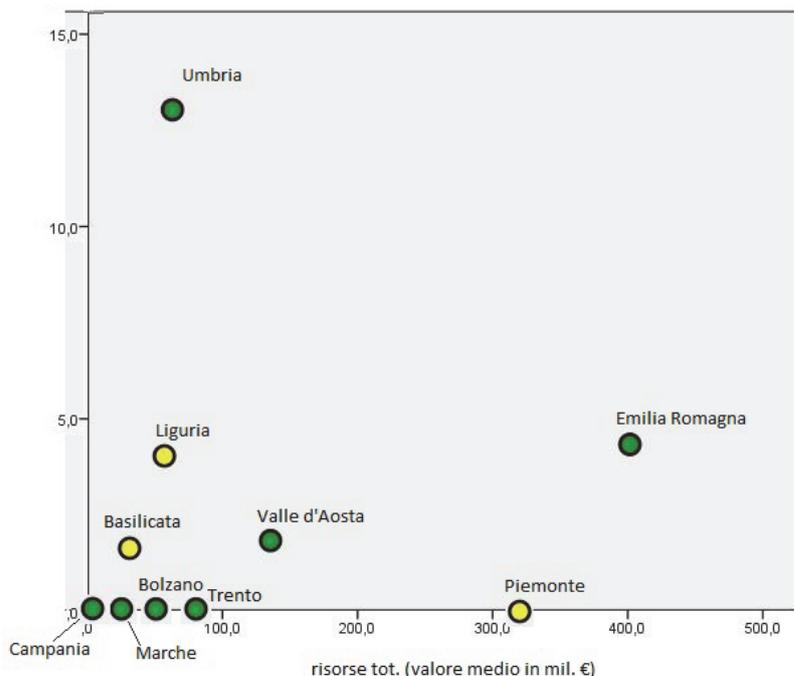
Tabella 1.3
STRUMENTI DI SOSTEGNO ALLE IMPRESE (12 REGIONI/FINANZIARIE RISPONDENTI)

Regione/Finanziaria	Tipologie di sostegno attuate dalla Regione						Tipologie di sostegno attuate dalla Finanziaria						Altro
	Finanziamenti agevolati a fondo perduto e non	Prestiti obbligazionari	Erogazione mutui	Investimenti in capitale di rischio con fondo di PE	Investimenti in capitale di rischio senza fondo di PE	Concessioni di garanzie	Finanziamenti agevolati a fondo perduto e non	Prestiti obbligazionari	Erogazione mutui	Investimenti in capitale di rischio con fondo di PE	Investimenti in capitale di rischio senza fondo di PE	Concessioni di garanzie	
Valle d'Aosta/Finaosta	•						•		•		•		
Campania/Sviluppo Campania	•												
Emilia-Romagna/Ervet	•			•		•							
Marche/SRGM	•												
Bolzano	•		•										
Abruzzo/FIRA	•		•				•			•		•	•*
Trento/Tecnofin Trentina	•		•			•							
Calabria/Fincalabra	•		•			•						•	•
Liguria/Filse									•	•		•	•
Basilicata/Sviluppo Basilicata								•	•	•		•	•
Piemonte/Finpiemonte							•					•	•
Umbria/Sviluppo Umbria	•								•			•	•

* La Regione concede contributi a fondo perduto ai Confidi, che li utilizzano per la concessione di garanzie

In termini di entità delle risorse messe a disposizione nel sostegno alle imprese nella figura 1.4 sono posizionate le Regioni mettendo in relazione le risorse totali stanziare da regioni (in verde) o finanziarie regionali (in giallo) per il sostegno alle imprese e le risorse stanziare per gli investimenti in capitale di rischio, entrambe calcolate come valore medio del periodo 2007-2011 in milioni di euro.

Figura 1.4
POSIZIONAMENTO DELLE REGIONI IN TERMINI DI RISORSE TOTALI STANZIATE/RISORSE A TITOLO DI CAPITALE DI RISCHIO



Le risorse destinate a investimenti in capitale di rischio rappresentano una quota molto bassa, che nella quasi totalità dei casi è al di sotto del 10% delle risorse stanziare per le varie tipologie di sostegno alle imprese.

La Basilicata a fronte di un valore medio di risorse totali di 31,28 milioni di euro, ha destinato agli investimenti in capitale di rischio 1,6 milioni di euro e la Liguria ha impiegato in media 4 milioni in investimenti in capitale di rischio su un totale di 56,95 milioni di euro. Invece la Valle d'Aosta che, ponendo in ordine di grandezza le risorse totali stanziare, presenta il successivo valore medio (€135,6 mln), destina agli investimenti in capitale di rischio una quota simile alla Basilicata (€1,8 mln).

Umbria ed Emilia-Romagna sono le due Regioni con i valori maggiormente "anomali". L'Umbria presenta la più alta quota di risorse investite in capitale di rischio (il 20,63%), con una media di 13 milioni di euro destinati agli investimenti di capitale di rischio su un totale di 63 milioni di risorse stanziare. L'Emilia-Romagna, al contrario, ha la percentuale più bassa, l'1,08%, di fondi destinati a investimenti nel capitale di rischio a fronte del più alto ammontare medio di risorse stanziare per le diverse forme di sostegno alle imprese (€401,55 mil.).

In termini di evoluzione la Liguria, la Valle D'Aosta, il Piemonte e l'Emilia-Romagna sono le regioni che hanno stanziare il maggior ammontare di risorse, ma garantendone una minore stabilità nel tempo.

Da ultimo la tabella 1.5 mette in luce il giudizio che i rispondenti hanno sull'efficacia degli strumenti regionali adottati. Gli strumenti ritenuti più efficaci (che mostrano un più alto valore medio) sono i finanziamenti agevolati, il finanziamento al capitale di rischio tramite fondo e la concessione di garanzie.

Tabella 1.5
GIUDIZIO SULL'EFFICACIA DEGLI STRUMENTI DI SOSTEGNO ALLE IMPRESE (1 = NON EFFICACE; 5= MOLTO EFFICACE)

	Finanziamenti agevolati a fondo perduto e non	Prestiti obbligazionari	Erogazione mutui	Investimenti in capitale di rischio con fondo di PE	Investimenti in capitale di rischio senza fondo di PE	Concessioni di garanzie	Altro
Valle d'Aosta	4		4		3		
Campania	2						
Emilia-Romagna	5			5		5	
Marche	5						
Bolzano	3		3				
Abruzzo	3		3	3		3	
Abruzzo	1	1	1	1	1	1	1
Trento	3		3	4		3	
Calabria	3						1
Liguria	3			3		3	
Basilicata	4		4	4		4	3
Piemonte	3					4	
Umbria	4			4			
Valore medio	3,3	1	3	3,4	2	3,2	1,6

1.2.2 Gli investimenti in capitale di rischio per conto delle Regioni

Arricchendo il quadro con informazioni tratte dal web emerge che attraverso la partecipazione al capitale di rischio le Regioni hanno avviato esperienze di vario genere: alcune di queste sono gestite da soggetti privati per conto della Regione, mentre altre sono gestite dalle Finanziarie Regionali, direttamente, oppure attraverso società di gestione del risparmio, emanate dalle società finanziarie stesse, in questo caso l'intervento pubblico della regione si esplica con una sua partecipazione in genere maggioritaria nelle finanziarie regionali.

Investimenti in capitale di rischio tramite soggetti privati. Le esperienze in Italia di investimenti in capitale di rischio da parte delle regioni tramite soggetti privati sono in minoranza rispetto a quelle tramite le Finanziarie Regionali: fondo Ingenium Sardegna (avviato nel 2009), fondo Ingenium Emilia-Romagna (avviato nel 2005), Fondo CAPE Regione Siciliana (avviato nel 2007).

Alcuni dati sulle caratteristiche dei tre fondi:

- la durata complessiva è 10 anni per Ingenium Sardegna e CAPE Regione Siciliana, 9 anni per Ingenium Emilia-Romagna;
- il più ricco in termini di stanziamento di fondi è CAPE Regione Siciliana con 52,05 milioni di euro, a seguire Ingenium Sardegna con 34 milioni di euro per, da ultimo Ingenium Emilia-Romagna con 8,5 milioni di euro;
- la partecipazione pubblica la più alta si registra nel fondo dell'Emilia-Romagna, a seguire in quello Sardo e da ultimo in quello Siciliano, rispettivamente, 70%, 50% e 39%;
- la dimensione degli investimenti è compresa tra 200.000 a 2 milioni di euro per il fondo Ingenium Emilia-Romagna, mentre il fondo Ingenium Sardegna prevede un limite massimo di 1,5 milioni di euro elargiti annualmente per impresa, per il Fondo CAPE Regione Siciliana il singolo investimento non può eccedere il 15% della dimensione totale del fondo;
- le target degli interventi sono in tutti i casi start-up di PMI innovative localizzate sul territorio regionale.

Il fondo Ingenium Emilia-Romagna trae origine dalla programmazione regionale 2000-2006, Obiettivo 2, Misura 1.5 – “Sostegno allo start-up di imprese innovative”. Il fondo Ingenium Sardegna nasce come strumento dell’Obiettivo Operativo 6.2.2 B del POR Sardegna 2007-2013, Asse VI Competitività. Il Fondo CAPE Regione Siciliana è un fondo comune di investimento mobiliare chiuso di PE gestito dalla società di gestione del risparmio CAPE Regione Siciliana Sgr.

Un aspetto che si può notare è Zernike Meta Ventures gestisce sia il fondo Ingenium Emilia-Romagna, che il fondo Ingenium Sardegna, inoltre dovrebbe gestire il fondo promosso dalla Regione Umbria in cooperazione con la Finanziaria Regionale Gepafin, Umbria Seed Fund. CAPE Regione Siciliana Sgr SpA è stata costituita il 19 dicembre 2006 in seguito all’emissione da parte della Regione Siciliana di un bando pubblico per la ricerca di un *advisor* di un fondo chiuso di investimento che investisse nel capitale di rischio di aziende operanti in Sicilia. La società aggiudicataria è stata CAPE Sgr, società di gestione del risparmio con sede a Milano, la cui attività consiste prevalentemente nel supportare l’acquisizione di piccole e medie aziende operanti in Italia tramite operazioni di *leveraged buy-out*.

Gli investimenti in capitale di rischio tramite Finanziarie Regionali. Osservando tutte le finanziarie regionali esistenti anche quelle che non hanno risposto al questionario (Friulia, Filas, Finlombarda, Finmolise, Puglia Sviluppo, SFIRS, Sviluppo Sicilia, Fidi Toscana, Veneto Sviluppo) emerge che l’attività di investimento in capitale di rischio è svolta quasi da tutte, fanno eccezione Fincalabra, Ervet, Puglia Sviluppo e Sviluppo Sicilia. Gli investimenti in capitale di rischio vengono fatti con fondi di vario origine, interni e/o esterni, straordinari e non, possono essere sia investimenti diretti in imprese innovative (SFIRS, Veneto Sviluppo, Filas), che indiretti, attraverso società controllate (Finlombarda con Finlombarda Sgr, Friulia con Friulia Sgr, Filse con LigurCapital SpA fino a giugno 2010).

L’osservazione delle finanziarie regionali trova giustificazione dal fatto che sono prevalentemente partecipate dalle regioni.

Veneto Sviluppo – La Regione Veneto con la partecipazione di Veneto Sviluppo ha due strumenti di investimento in capitale di rischio rivolto a PMI: il Patrimonio Destinato e il Fondo di Venture Capital.

- *Il Patrimonio Destinato.* È destinato a imprese in crescita, ma non in fase di avvio, che hanno progetti strategici per il mantenimento di un vantaggio competitivo. Trae origine dal Piano Regionale di Sviluppo e dai Documenti di Programmazione della L.R. 19/2004 (“Interventi di ingegneria finanziaria per il sostegno e lo sviluppo delle PMI”). Tra i soggetti investitori vi sono banche e la partecipazione della regione è minoritaria.
- *Il Fondo di Venture Capital.* È una misura regionale destinata a nuove iniziative, al finanziamento di progetti sia innovativi che non. Veneto Sviluppo partecipa a questa iniziativa anche in via diretta, cioè con l’utilizzo di proprie risorse. Il fondo è inquadrato nel Programma Operativo Regionale 2007-2013, parte FESR, asse 1, linea di intervento 1.2 “Ingegneria finanziaria”.

Fidi Toscana – La Finanziaria della Regione Toscana è Fidi Toscana impegnata in diversi interventi a favore del capitale di rischio (quattro fondi di VC), gli obiettivi di investimento sono PMI con forti opportunità di crescita. L’importo e l’entità della partecipazione varia sensibilmente fra un intervento e un altro, in genere la partecipazione è di minoranza. La durata dell’investimento è generalmente non maggiore di cinque anni. Due dei fondi di VC (Toscana

Venture e Toscana Innovazione) sono gestiti da Fidi Toscana tramite SICI Sgr SpA. Il Fondo Idea e Rilancio d'Impresa e Fondo PMI, sono gestiti direttamente dalla finanziaria.

Finlombarda – La Finlombarda ha una partecipazione diretta in Finlombarda Gestioni Sgr pari al 73,54%, tramite tale società gestisce due fondi mobiliari chiusi di investimento: Next ed Euromed.

- Il fondo Next. Ha una dotazione di 37 milioni di euro, ha lo scopo di favorire la crescita del mercato del VC nel finanziamento dell'innovazione e dello sviluppo tecnologico. I capitali raccolti hanno natura principalmente privata, le quote sono state sottoscritte da investitori qualificati.
- Il Fondo Euromed. Questo è invece un fondo di PE con uno stanziamento di 50 milioni di euro, vuole supportare l'avvio e l'espansione delle attività di aziende italiane/europee.

Friulia – Friulia ha costituito, partecipandola al 100%, una propria Società di Gestione del Risparmio, Friulia Sgr. Friulia Sgr gestisce un unico fondo, AlAdInn Ventures (AV), ma è in attesa di approvazione il regolamento per l'avvio di un fondo mobiliare per le energie rinnovabili. Il fondo ha raccolto 28,6 milioni di euro, di cui 15 milioni sottoscritti da parte di Friulia SpA ed i restanti 13,6 milioni da soggetti privati rappresentati essenzialmente da istituti bancari.

Filas – Filas gestisce direttamente un fondo che prevede sia investimenti di VC che investimenti PE, ma la Regione attraverso un nucleo di valutazione composto da suoi rappresentanti decide gli investimenti ed i disinvestimenti. Gli interventi hanno una durata che non può superare i 5 anni, prevedono un finanziamento massimo pari al 50% dei capitali apportati dai soggetti privati (incluso l'eventuale patrimonio netto esistente) con un tetto di 200mila euro per singola impresa finanziata.

Le risorse finanziarie sono destinate al finanziamento di investimenti in PMI innovative del Lazio, in fase di start-up o già esistenti, attraverso strumenti di "equity" o "quasi equity".

Finpiemonte – Finpiemonte non ha direttamente strumenti di finanziamento al capitale di rischio, ma opera nel mercato del PE poiché tramite una sua partecipata (Fondazione Torino Wireless) ha costituito Piemontech, un fondo di *seed capital* dedicato al Distretto tecnologico piemontese. Piemontech utilizza sia risorse pubbliche, sia risorse provenienti da soggetti privati.

Gepafin – L'esperienza di Gepafin in termini di strumenti a supporto del capitale di rischio è iniziata dalla programmazione 1994-1999. In corrispondenza di ciascun periodo di programmazione comunitario 2000-2006, 2007-2013 la finanziaria ha attivato fondi (15 fondi di capitale di rischio e 40 fondi di garanzia). I primi interventi erano indirizzati esclusivamente al settore manifatturiero, a partire dal 2000 questi sono stati estesi al settore del commercio e dei servizi. Inoltre i primi fondi erano sottoscritti quasi interamente dalla Regione; a seguito della definizione del limite massimo del 50% riservato alle risorse pubbliche, nell'ultimo fondo (2007-2015) la Regione ha conferito 11 milioni di euro su un totale di 26,4 milioni raccolti. Il fondo avviato nell'ambito della programmazione 2007-2013 è a valere sui fondi POR e FESR.

Gepafin non sarà l'unico soggetto gestore del fondo relativo alla programmazione 2007-2015, ma la parte relativa agli investimenti in fase *seed* sarà gestita da Zernike Meta Venture, il soggetto privato che attualmente gestisce il fondo Ingenium Emilia-Romagna ed il fondo Ingenium Sardegna. Gepafin è infatti il mandatario di un'associazione temporanea di imprese,

tra le quali è presente Zernike Meta Venture, che si è aggiudicata la gestione di questo fondo per conto della Regione Umbria.

Finaosta – Finaosta ha recentemente avuto l’incarico di formalizzare strumenti di finanziamento al capitale di rischio delle PMI industriali ed artigiane, ma sono strumenti non ancora valutabili.

Filse – La regione Liguria ha gestito tramite Filse, gli strumenti di equity o quasi equity della società LigurCapital SpA (per il 51% partecipata da Filse, per la restante quota da banche, associazioni di categoria e imprenditori) fino a giugno 2010 quando la LigurCapital è passata nelle mani di soggetti privati.

SFIRS – SFIRS ha come unico azionista la Regione Sardegna, gli interventi a supporto del capitale di rischio riguardano acquisizioni di partecipazioni in imprese strumentali, ma anche in imprese innovative operanti in settori high-tech senza l’utilizzo di un fondo. La durata dell’investimento è di circa cinque anni.

Tabella 1.6
STRUMENTI DI INVESTIMENTO IN CAPITALE DI RISCHIO PER REGIONE

Regione	Tipo di investimento	Gestore	Tipo di intervento	Finanziarie regionali	Agenzie di sviluppo	Anno avvio	Durata	Stanziamiento complessivo (in migliaia)	Vincoli	Dimensione investimento (in migliaia)	Situazione al 2010 (n. invest.)
Sardegna	Fondo Ingenium Sardegna	Zernikemeta Venture	Privato per conto delle regioni	SFRS		2009	10	34.000	<i>Target:</i> start-up PMI innovative, età < 36 mesi, Emilia-Rom. <i>Settoriale:</i> su settori previsti dalla normativa aiuti di stato <i>Investimento:</i> quota di minoranza	200-2.000	1
Emilia-Romagna	Fondo Ingenium Emilia	Sernikemeta Venture	Privato per conto delle regioni		Ervet	2005	9	8.500	<i>Target:</i> start-up, PMI innovative, Sardegna <i>Settoriale:</i> su settori previsti dalla normativa aiuti di stato <i>Investimento:</i> max 1,5 ml, partecipazione tra 20% e 49%	max 1.500 annuo per impresa	7
Sicilia	Fondo CAPE Regione Siciliana	CAPE Regione Siciliana SG	Privato per conto delle regioni		Sviluppo Sicilia	2007	10	52.050	<i>Target:</i> start-up PMI innovative, Sicilia <i>Investimento:</i> quota pubblica max 50%	max 15% dimensione fondo	3
Lombardia	Next					2004		37.000	<i>Target:</i> PMI, <i>early stage</i> , sviluppo, Lombardia		42
	Euromed	Finlombardia Sgr	In dotazione alla finanziaria regionale	Finlombardia				50.000	<i>Target:</i> avvio e espansione	max 1.500	(36 tramite fondi figli 6 direttamente)
Toscana	Toscana Venture	SICI Sgr				2004	10	50.000	<i>Target:</i> PMI, Italia centrale, principalmente Toscana, con fatturato > 5 ml, il 15% del fondo è destinato a investimenti in imprese innovative e in fase di start-up, sono escluse operazioni di salvataggio di imprese in crisi	500-4.000, max 30% del capitale	
	Toscana Innovazione	SICI Sgr	In dotazione alla finanziaria regionale	Fidi Toscana		2008	12	60.000	<i>Target:</i> PMI, Toscana <i>Settoriale:</i> alto contenuto tecnologico e/o innovativo, sono escluse le imprese in difficoltà finanziarie	500-5.000, max 1,5 ml annui per impresa	
	Fondo Idea e Rilancio per l'impresa	Fidi Toscana						2.000	<i>Target:</i> PMI, Toscana <i>Investimento:</i> quota pubblica max 50%	max 500	11
	Fondo PMI	Fidi Toscana				2010		1.300	<i>Target:</i> PMI, Toscana <i>Settoriale:</i> minerali, attività manifatturiere, trasporti, magazzino e comunicazioni, att immobiliari, noleggio, informatica, ricerca, servizi	max 20% del capitale sociale max 30% del costo del progetto da realizzare max 30% del capitale sociale	12
Friuli V.G.	AladInn Venture	Friulia Sgr	In dotazione alla finanziaria regionale	Friulia		2007	7	28.600	<i>Target:</i> fase <i>seed</i> , start-up e espansione	250-3.000	4
Umbria	Fondi di VC	Gepafin	In dotazione alla finanziaria regionale	Gepafin		2000	6	30.000	<i>Target:</i> PMI con sede in Umbria	max 1.500 annui per impresa	100
	Fondo di VC e PE	Filas	In dotazione alla finanziaria regionale	Filas		2007	8	26.400	<i>Settoriale:</i> manifatturiero, del commercio e dei servizi		
Valle d'Aosta	Intervento per la capitalizzazione di PMI	Finaosta	In dotazione alla finanziaria regionale	Finaosta		2001		35.000	<i>Target:</i> PMI innovative del Lazio, start-up o già esistenti <i>Settoriale:</i> tutti i settori ad eccezione di quelli esclusi dalla normativa com. commercio e distribuzione	max 1.500 fino al 2008, max 200 poi	30
Veneto	Patrimonio destinato	Veneto Sviluppo	In dotazione alla finanziaria regionale	Veneto Sviluppo		2010		20.000	<i>Target:</i> imprese avviate <i>Settoriale:</i> industriale manifatturiero e dei servizi <i>Investimento:</i> 75-80% dell'espansione, 20-25% <i>early stage</i>	500-3.000, max 15% fondo	
	Fondo di VC					2010		35.000	<i>Target:</i> <i>seed</i> , start-up e espansione di PMI	max 1.500	
Piemonte	Piemontech		La FR partecipa in Torino Wireless che ha dato vita a Piemontech	Piemontech		2005			<i>Target:</i> start-up di imprese innovative, Piemonte	100-400	12

2. IL FINANZIAMENTO TRAMITE CAPITALE DI RISCHIO

2.1 Il PE e VC quale strumento di finanziamento alle imprese

I forti cambiamenti in atto nel sistema finanziario mondiale e il progressivo arricchimento dell'apparato finanziario in termini di allargamento della tipologia di intermediari, ma anche e non con minor peso, di sviluppo di nuovi strumenti e mercati, hanno consolidato canali di finanziamento, prevalentemente a titolo di capitale di rischio, quali il Private Equity (PE) e Venture Capital (VC).

Con il PE e il VC un investitore istituzionale apporta nuovi capitali rilevando quote di una società (target). Chi effettua l'investimento si propone di disinvestire nel medio-lungo termine realizzando una plusvalenza dalla vendita della partecipazione azionaria.

Un primo aspetto da sottolineare è che, oltre alle risorse finanziarie, gli operatori di PE e VC offrono anche esperienze professionali, competenze tecniche-manageriali e contatti con altre istituzioni finanziarie. Il loro scopo è di entrare nella società attraverso l'investimento di capitale di rischio e di far crescere l'azienda grazie all'esperienza maturata nei vari settori. Questo tipo di investimenti raggruppa un ampio spettro di operazioni, in funzione sia della fase del ciclo di vita aziendale in cui si trova la target durante l'operazione, che della tecnica di investimento usata.

In Europa, il VC si riferisce all'intervento degli investitori istituzionali nel finanziamento/sperimentazione di una nuova idea (*seed*) e di una nuova impresa (start-up), il PE includerebbe investimenti in imprese che si trovano in una fase di vita successiva a quella iniziale, ma a ben vedere il VC non è un'attività diversa da quella di PE, può essere intesa come un'operazione di PE posta in essere per finanziare l'avvio dell'impresa (*early stage*). Questo spiega perché in letteratura frequentemente si parla di PE e VC in modo non distinto e, quindi, molte delle deduzioni teoriche/empiriche che da essa discendono valgono per entrambe le tipologie di operazioni.

Gli operatori di PE che entrano nel capitale di un'impresa con un ciclo di vita successivo a quello iniziale possono essere distinti in tre tipologie di operazioni: *expansion*, *replacement* e *buy-out*. L'operazione di *expansion* è rivolta a sostenere la crescita e l'implementazione di progetti di internazionalizzazione, partnership e joint-venture in aziende già esistenti attraverso un aumento di capitale. Le altre due operazioni sono attuate non per aumentare il capitale, ma per modificare l'assetto proprietario, ad esempio in vista di un passaggio intergenerazionale. Con il *replacement* il fondo di PE sostituisce una parte dell'azionariato di minoranza. L'operazione di *buy-out* permette al fondo di entrare nel capitale di rischio dell'impresa rilevando una quota di maggioranza, assumendone quindi il controllo totale.

Quella appena data è una classificazione tradizionale dell'investimento in capitale di rischio, una più recente letteratura sul tema (Gervasoni e Sattin, 2004) distingue tre tipologie di finanziamento basandosi sulle esigenze strategiche dell'impresa, le loro problematiche e gli obiettivi di soddisfacimento, di seguito se ne dà brevemente conto.

- *Finanziamento all'avvio*. Rientrano in questa categoria gli interventi il cui obiettivo è quello di supportare la nascita di una nuova iniziativa imprenditoriale, sia essa ancora nella fase embrionale che nelle primissime fasi dell'avvio, quando è più che mai evidente come l'esigenza non sia solo in termini di capitali, ma sia necessario un aiuto nella definizione

della formula imprenditoriale, il portatore di nuove idee deve essere supportato in termini di capacità imprenditoriali.

- *Finanziamento dello sviluppo*. Si parla di investimenti effettuati in imprese che si trovano a dover affrontare, seppur a vario titolo (diversificazione dell'attività, acquisizione di altre aziende o rami, integrazione con altre realtà imprenditoriali), problematiche legate allo sviluppo; evidentemente, nel caso di diversificazioni dell'attività il contributo richiesto è prevalentemente finanziario, negli altri casi anche di consulenza.
- *Finanziamento del cambiamento/ripensamento*. Finanziamento ai processi di cambiamento dell'impresa che comportano cambiamenti più o meno radicali dell'assetto proprietario della stessa.

Alla prima categoria viene ricondotta l'attività di VC alle ultime due quella di PE.

Da un punto di vista tecnico i gestori professionisti che guidano i fondi di investimento in capitale di rischio sono definiti *general partners*, essi ottengono fondi dai *limited partners* ovvero investitori istituzionali. La vita di un fondo di PE è definita a priori (tra i 5 e i 30 anni, in media 10-12), esso compie generalmente dai 7 ai 25 investimenti nell'arco della propria vita in funzione della dimensione delle aziende in cui investe; in genere si ritiene che con meno di 7 investimenti il rischio sarebbe molto alto e influirebbe negativamente sul rendimento di tutto il fondo. Nella vita del fondo si può distinguere un *investment period* (dura massimo tre anni) dal *disinvestment period*, nel primo il fondo va a fare gli investimenti ed effettua le *capital calls*, nel secondo si occupa della gestione al fine di realizzare i valori attesi.

In questo meccanismo, una fase molto delicata è quella della raccolta, è impegnativa sia in termini di risorse, che di tempo. Le probabilità di successo dell'iniziativa sono tanto più alte quanto più chiare sono le strategie (identificazione del mercato target, pre-marketing, strutturazione del fondo, preparazione e distribuzione del materiale del marketing, incontri con i potenziali investitori, preparazione della documentazione legale, chiusura) che guidano l'attività di fund raising.

La fase dello smobilizzo costituisce la parte finale della sequenza del processo di investimento, una fase estremamente delicata perché è in questo stadio che può realizzarsi un guadagno in conto capitale, che rappresenta lo scopo ultimo dell'investitore istituzionale in capitale di rischio. È evidente che il disinvestimento è opportuno, quando si raggiunge un livello di sviluppo elevato, in questo caso i *capital gain* da cessione del capitale saranno maggiori, poiché è più probabile che vi siano acquirenti disposti a pagare molto per le quote di partecipazione. In genere il disinvestimento può avvenire sotto varie forme: quotazione e/o vendita di azioni sul mercato, cessione della partecipazione ad un altro operatore, riacquisto della partecipazione da parte del gruppo imprenditoriale originario (*buy back*), azzeramento della partecipazione a seguito del fallimento dell'operazione di investimento (*write off*).

L'attività d'investimento nel capitale di rischio di imprese è iniziata negli Stati Uniti negli anni '40 e ha subito una fase di fortissimo sviluppo verso la fine degli anni '70 e gli anni '80. In ogni modo, l'intero settore rileva la maggiore crescita durante gli anni '90, quando condizioni favorevoli per nuove quotazioni, eccezionale andamento dei mercati borsistici, ha creato grandi opportunità di investimento. Il Regno Unito è il paese che per primo in Europa ha sviluppato un mercato del capitale di rischio con performance stabili rese possibili da un contesto legislativo e fiscale che agevola l'attività dei gestori dei fondi. In Italia, l'avvio delle attività di PE è avvenuto con notevole ritardo rispetto a quanto verificatosi all'estero essendosi dovuto misurare con le ostilità del sistema bancario che temeva di perdere il controllo dell'intermediazione finanziaria, ma dagli anni '90 in poi si rileva un'attività stabile che è registrabile con un numero crescente di *advisor* di fondi chiusi sia internazionali che nazionali (Wright, Gilligan, Amess, 2009). L'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI) nell'ultimo rapporto

2010 evidenza che dal 1998 gli investimenti e i fondi raccolti hanno subito una spiccata tendenza alla crescita fino al 2008 che è stato un anno record (investimenti per 5.458 milioni di euro), nel 2009 e 2010 gli investimenti hanno subito una contrazione.

Generalmente le targets non sono società quotate in borsa; sono PMI, tra il 2003 e il 2008, difatti hanno rappresentato mediamente il 72% (se classificate in termini di fatturato) ovvero il 75% (se classificate in termini di numero di dipendenti) (Fidanza, 2010); presentano un'elevata capacità di generare flussi di cassa costanti e altamente prevedibili, ovvero importanti tassi di crescita potenziale.

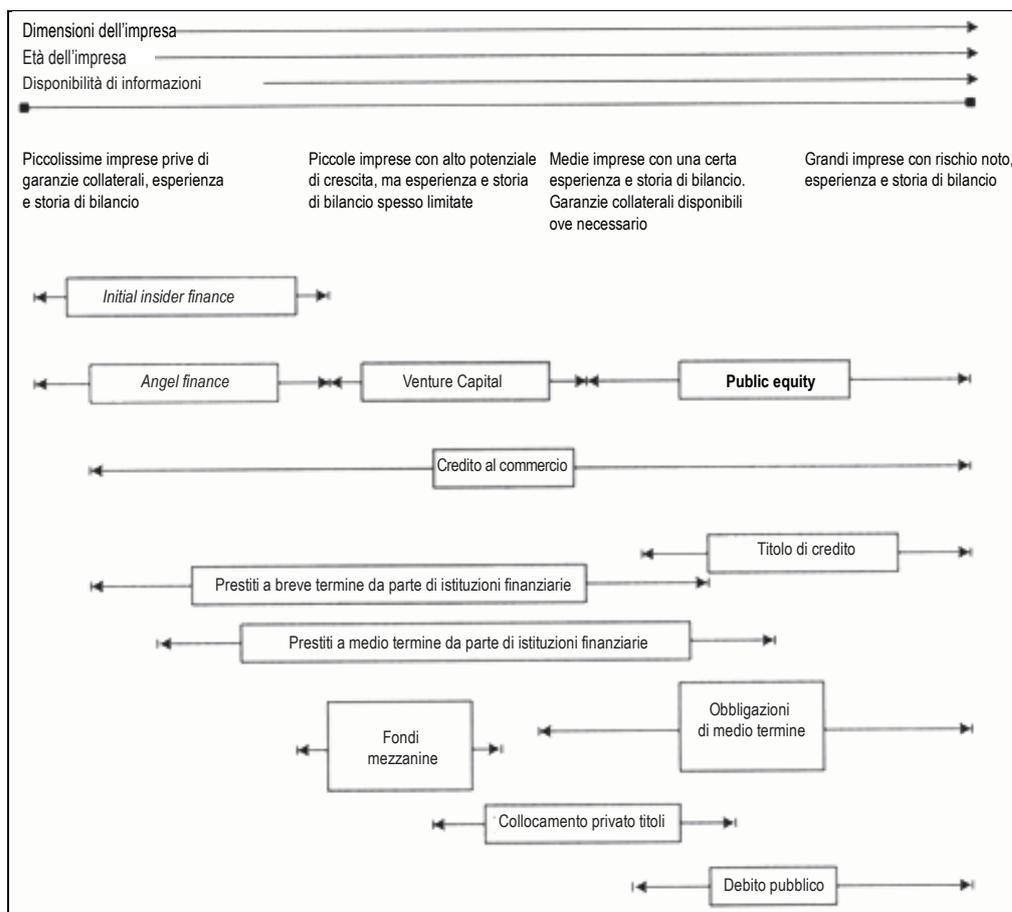
Per comprendere l'importanza di questi nuovi canali di finanziamento non si può prescindere dal considerare una caratteristica peculiare delle PMI, sono imprese soggette a opacità informativa, vuoi per la natura privata dei contratti (di lavoro, dei capitali, ecc.) che sono al contrario visibili pubblicamente nelle imprese di grande dimensione, vuoi per facilitazioni normative (ad es. nella redazione dei bilanci). L'opacità informativa rende più difficile acquisire credibilità all'esterno, le PMI sono quindi imprese più soggette a limiti e restrizioni nel ricorso al finanziamento.

Come descritto da Venanzi (2010) diversi studi in tema di struttura finanziaria hanno dimostrato che le PMI sono meno indebitate, fanno più ricorso al debito commerciale e nel debito finanziario ha una maggiore incidenza quello bancario, fanno maggiore affidamento ai fondi interni e ricorrono raramente alla raccolta di capitale di rischio all'esterno.

In questo panorama il PE rappresenta per le PMI un'alternativa al reperimento di mezzi finanziari tradizionali, al fine di accrescere la propria dimensione e competere sui mercati. Le società di gestione dei mercati azionari possono avere un ruolo specifico nello sviluppo dei sistemi economici a sostegno delle imprese con marcate esigenze di crescita, di raggiungimento e di mantenimento di elevati livelli di competitività, di finanziamento di progetti di investimento e di realizzazione di innovative idee imprenditoriali, riuscendo a coniugare la richiesta sia di nuovi finanziamenti che di una nuova governance con supporti professionali e relazionali capace di cambiare radicalmente il modello organizzativo delle imprese.

Fra le teorie di finanza in grado, più di altre, di dare supporto a quanto detto fino a questo punto spiegando il comportamento finanziario delle imprese di minori dimensione e il ruolo del *venture capitalists* nel loro finanziamento, c'è quella del ciclo finanziario di Berger e Udell (1998). Le imprese sembrano avere un ciclo di crescita finanziaria in cui le esigenze finanziarie cambiano con il maturare dell'impresa, poiché acquisisce maggiore esperienza e riduce il grado di opacità informativa. La figura 2.1 illustra tale teoria. Le tre variabili di impresa importanti sono la dimensione, l'età e la disponibilità di informazioni, sulla base di esse è possibile individuare quattro stadi nel finanziamento. Le imprese piccole, giovani e con più opacità informativa sono classificate come *initial insider finance* (i fondi pervengono dal gruppo fondatore, dal credito commerciale e/o *angel finance*). Si fa riferimento alla primissima fase della società, quando l'imprenditore sta sviluppando il concetto di prodotto o di business e quando le attività sono per lo più intangibili. Questa fase detta di start-up è spesso associata con lo sviluppo di un *business plan* formale. Superata tale fase, dal momento che l'impresa dimostra di poter competere e crescere ha anche la possibilità di accedere al finanziamento tramite equity (VC) e al debito (banche, altri istituti finanziari, ecc.). Solo con il perdurare dello stato di "growth firm" allora l'impresa riesce ad accedere al mercato azionario e obbligazionario.

Figura 2.1
TEORIA DEL CICLO DI VITA FINANZIARIO



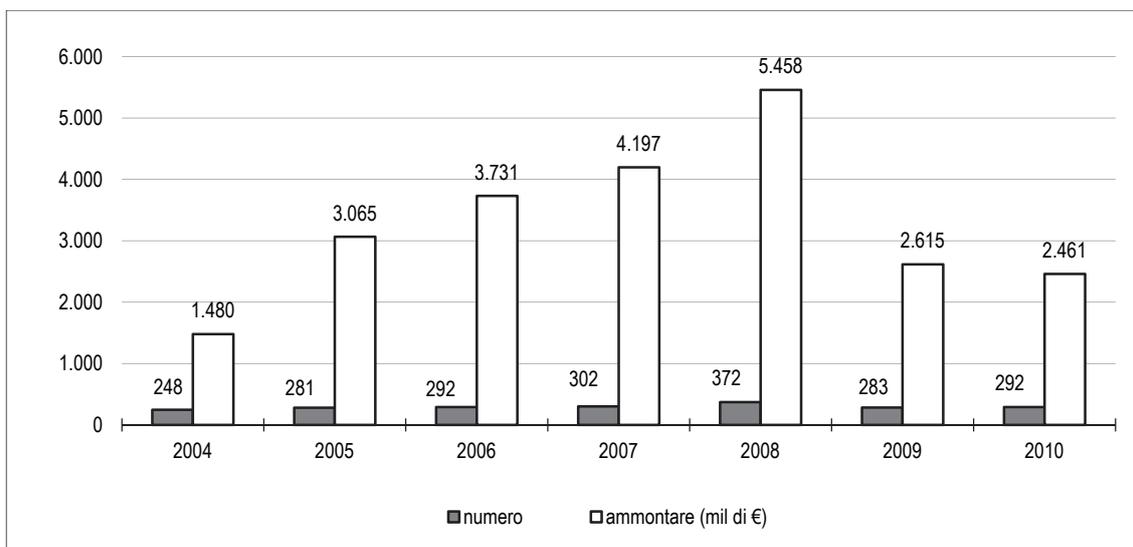
Gli autori sottolineano che il paradigma del ciclo di crescita non è destinato a soddisfare tutte le piccole imprese, e che la dimensione d'impresa, l'età e la disponibilità di informazioni sono tre variabili non affatto perfettamente correlate. Il modello stilizzato appena presentato è destinato a dare un'idea generale di quali fonti di finanziamento diventano importanti nel ciclo di crescita finanziaria ed i punti del ciclo al quale corrispondono diversi tipi di risorse non si intendono definitivi. Ad esempio, anche le imprese più grandi possono finanziarsi attraverso prestiti bancari o collocamenti privati.

2.2 La dimensione del mercato del PE-VC in Italia

Negli anni tra il 2004 e il 2010, sono stati mediamente investiti in Italia 3.287 milioni di euro su un numero medio di 296 operazioni.

Su base annua la ripartizione degli investimenti (Fig. 2.2), mostra quanto già evidenziato nella premessa ovvero che il 2008 è, in termini di ammontare investito in capitale di rischio, un anno record che va a chiudere un trend di lungo termine positivo, ciò significa che nonostante l'inizio della crisi a livello mondiale, la fiducia nel comparto PE non è venuta meno.

Figura 2.2
EVOLUZIONE DELL'ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO (2004-2010)



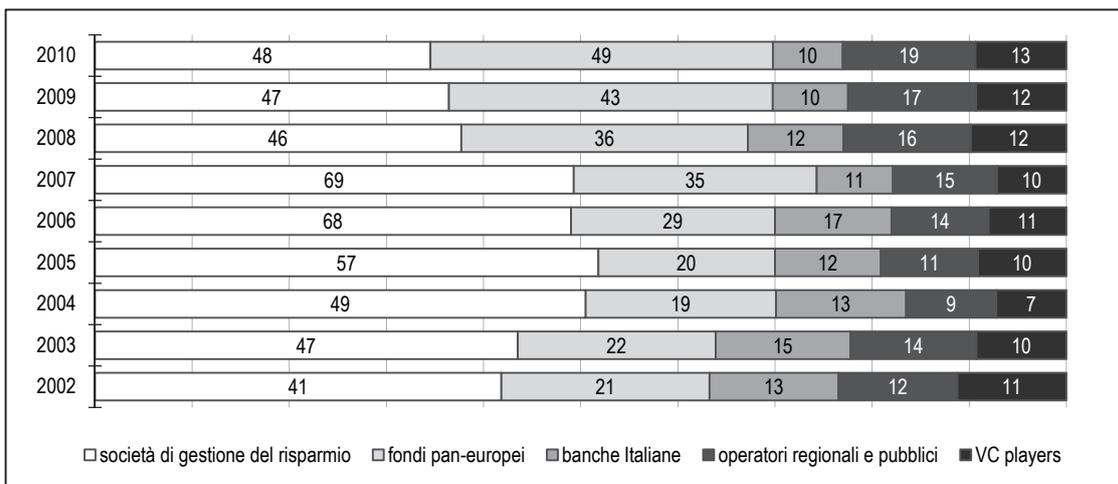
Fonte: nostra elaborazione su rapporti AIFI, vari anni

A ben vedere i dati evidenziano come il trend crescente avvertito nel lungo periodo anche prima del 2004 è perdurato fino al 2008, dopo tale data gli investimenti in PE e VC sembrerebbero aver subito una contrazione.

Dai dati AIFI (rapporti annuali) è visibile come dal 1998 le tipologie di intervento preferite sono state le operazioni di espansione (con un peso medio dell'ammontare degli investimenti del 25%) e, soprattutto, di buy-out arrivate a rappresentare il 79% del capitale investito nel 2007. Nel 2008 l'ammontare degli investimenti in buy-out si è drasticamente contratto al 53%, gli investimenti in *replacement* sono stati di gran lunga superiori a quelli di espansione e si avvicinano a quelli di buy-out. Evidentemente le trasformazioni del mercato Italiano avvenute dal 2000 in poi hanno spinto gli operatori a far affluire le risorse finanziarie verso acquisizioni di maggioranza o totalitarie, con interventi di buy-out all'interno di processi di ricambio generazionale e di sostituzione del management operativo. Per quanto riguarda i dati del 2008 la crisi finanziaria non può che essere la principale giustificazione: il *replacement*, l'apertura del capitale ai fondi di PE, può essere letta come la risposta delle imprese alle difficoltà di consolidamento dei debiti, costrette a capitalizzare per continuare a crescere ovvero sopravvivere alla crisi.

Se ci si chiede che tipo di investitori in capitale di rischio sono maggiormente presenti sul mercato italiano, la figura 2.3 evidenzia come in prevalenza gli operatori sono società di gestione del risparmio, in media hanno un peso del 55% nei sette anni riportati (2004-2010), seguono i fondi pan-europei (33%), gli operatori regionali/pubblici (14%), le banche italiane e i VC *players*, rispettivamente, 12% e 11%.

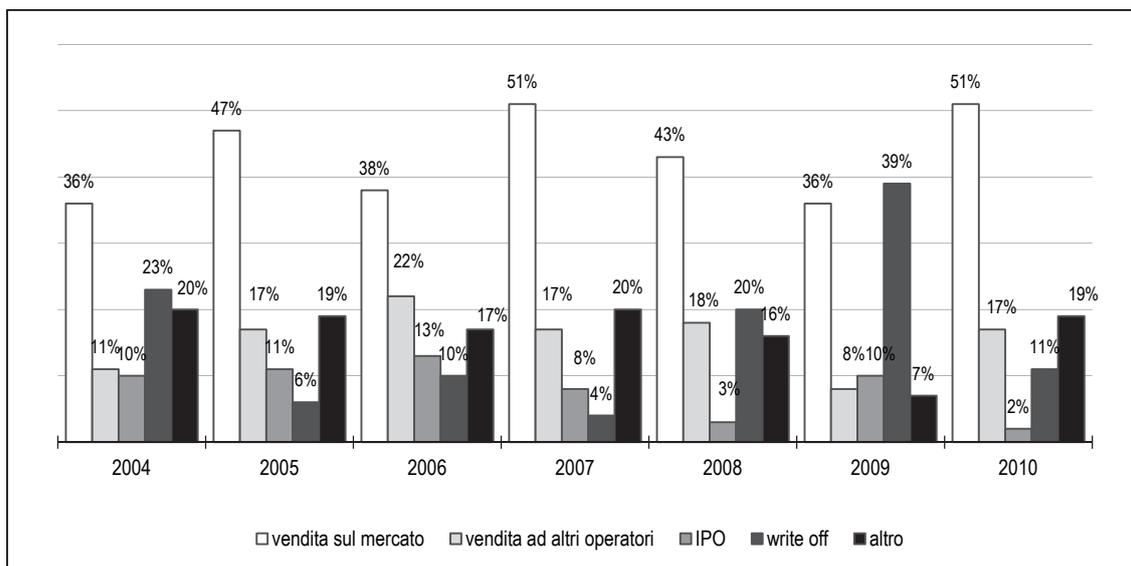
Figura 2.3
TIPOLOGIA DI OPERATORI ATTIVI (2004-2010)



Fonte: nostra elaborazione su rapporti AIFI, vari anni

Da ultimo, per quanto riguarda i disinvestimenti, in tutti gli anni riportati nella figura 2.4 emerge che l'operazione più frequente è, con un valore medio sui sette anni del 43%, quella della vendita delle partecipazioni sul mercato; hanno peso marginale le IPO (8%), la vendita ad altri operatori e le *write off* rappresentano il 16%.

Figura 2.4
DISTRIBUZIONE DEL NUMERO DEI DISINVESTIMENTI PER TIPOLOGIA (2004-2010)



Fonte: nostra elaborazione su rapporti AIFI, vari anni

2.3

Il ruolo del PE per le imprese

2.3.1 *Garantisce agli investitori ritorni elevati*

I dati pubblicati dal European Private & Venture Capital Association (EVCA) mostrano che in Europa nonostante i tassi interni di rendimento (IRR) sulle operazioni di PE abbiano subito una contrazione dal 2008 al 2010 come logica conseguenza della crisi finanziaria mondiale, rimangono a livelli elevati. Ad esempio nel 2009 l'IRR calcolato su tutti i PE è stato di circa l'8,9%, con rendimenti più elevati per le operazioni di buy-out (11,9%) e rendimenti più bassi per operazioni di VC (1,6%).

Questo aspetto del diverso rendimento delle operazioni di buy-out rispetto a quelle in *early stage* è stato largamente studiato in letteratura (Ljungqvist, Richardson 2003; Jones, Rhodes-Kropf 2003), ciò che emerge è che l'eccessivo divario tra le due categorie di operazioni a volte dipende da mancati aggiustamenti dei tassi rispetto al rischio.

2.3.2 *Migliora la performance delle imprese*

Alcune ricerche su buy-out avvenuti nel mercato statunitense durante gli anni '80 indicano che la profittabilità e i cash flow migliorano nell'intervallo di anni che va da quello precedente ai due/tre successivi l'operazione (Bull 1989; Kaplan 1989; Malone 1989; Singh 1990; Opler 1992). Le evidenze nel Regno Unito mostrano le stesse tendenze (Wright, Thompson, Robbie 1992).

In termini di produttività i risultati non sono univoci. Amess (2002, 2003) mostra che le imprese oggetto di buy-out in UK, rispetto a imprese simili non oggetto di tali operazioni, migliorano in efficienza fino al quarto anno successivo all'operazione. Harris, Siegel, Wright (2005) affermano esattamente il contrario.

L'impatto delle operazioni di PE sulla performance delle imprese sembrerebbe dipendere dalle caratteristiche del team di manager che partecipano all'operazione, dal maggior/minor ricorso al *leverage*, dal coinvolgimento privato (Wright, Hoskisson *et al.* 2000; Wright, Hoskisson, Busenitz 2001).

Dal lato dell'occupazione le evidenze di Kaplan (1989) e di Lichtenberg e Siegel (1990) sono in contrasto. Nel primo studio si rileva nei buy-out statunitensi un aumento, seppur piccolo, dell'occupazione, il secondo studio mostra un effetto nullo.

2.3.3 *Sostiene la crescita dimensionale delle imprese e influenza l'orientamento strategico*

L'operatore di PE può essere visto come un acceleratore dello sviluppo, lo studio dell'EVCA del 2005a mostra come le società europee oggetto di investimento abbiano creato nel periodo 2000-2004 oltre un milione di nuovi posti di lavoro (otto volte superiore a quello creato dalla globalità delle imprese europee). Per quanto riguarda l'Italia Gervasoni ha verificato l'impatto economico dell'ingresso in azienda di un investitore in capitale di rischio, il giudizio è positivo poiché ad ogni milione di euro di investimento è riconducibile la creazione di 12 nuovi posti di lavoro.

Nel caso delle PMI, quindi, il PE può essere particolarmente utile per il raggiungimento di maggiori dimensioni, rendendo le PMI contendibili è possibile cambiare proprietà senza che siano sotto scacco d'impresе più grandi e disperdano per tale via il patrimonio di conoscenze, competenze e managerialità, di cui sono portatrici.

L'orientamento strategico sembra cambiare in maniera evidente nelle operazioni di buy-out in imprese quotate e con difficoltà finanziarie (Wright, Thompson, Robbie 1992; Zahra 1995). I fondi di PE contribuiscono ad aggiungere valore strategico, negli USA, UK e Germania i buy-

out sono in genere seguiti da innovazione di prodotto, alleanze tecnologiche, investimenti in R&S (Bruining, Wright 2002; Bruining, Bonnet, Wright 2004). In contrasto Long, Ravenscraft (1993) mostrano che nelle operazioni di *leveraged buy-out* (LBO) nel mercato USA gli investimenti strategici tendono a contrarsi immediatamente dopo l'operazione come conseguenza dell'aumento della leva finanziaria. Ciò può essere spiegato tramite due aspetti: 1) le imprese *post-buy-out* hanno vincoli di cassa e quindi tendono a sotto-investire; 2) la struttura di governance dei *buy-out* induce i manager a ridurre le spese in conto capitale che non massimizzano il valore.

2.3.4 Aiuta a superare le crisi

Se il PE è in genere delineato come un investimento in imprese sane e che possano garantire *capital gain* futuri, va evidenziato che si sono rilevati casi in cui il PE è stato molto importante per risanare imprese in crisi, dando sostegno manageriale e economico ai processi di ristrutturazione necessari per mancanza di ricambio generazionale, scelte strategiche errate, aggressività della concorrenza. Il PE potrebbe essere di grande aiuto viste le difficoltà per le aziende sotto i 50 milioni di fatturato di procurarsi fondi privati che investono in *recovery* e che rendono quasi impossibile la ristrutturazione.

Evidentemente la turbolenza dei mercati rende concordi imprenditori, investitori, operatori e consulenti sull'utilità dello strumento finanziario per la crescita delle PMI in una fase in cui le aziende hanno bisogno di rafforzare il proprio patrimonio per affrontare nuove sfide e per poter accedere più agevolmente allo scarso credito disponibile.

In paesi anglosassoni il fenomeno è molto frequente, in Italia molto meno poiché la nostra normativa è orientata alla tutela del creditore a scapito della salvaguardia del valore e della continuità aziendale. La riforma del diritto fallimentare ha migliorato il contesto normativo a proposito, prevedendo una maggior tutela degli investitori agevolando il recupero a fronte della liquidazione della società.

2.3.5 Migliora la comunicazione economico-finanziaria dell'impresa

Le asimmetrie informative alterano le condizioni del rapporto che si instaura tra il management aziendale e coloro che apportano all'impresa risorse finanziarie a vario titolo perché l'investitore deve assumere decisioni in condizioni di maggiore incertezza, nella fase di pre-investimento non dispone di tutte le informazioni e, inoltre, perché il management che ha maggiori informazioni potrebbe farne un uso non corretto con l'interesse di perseguire scopi personali. Un'adeguata comunicazione economico-finanziaria è quindi indispensabile agli occhi degli investitori di PE in PMI per eliminare le asimmetrie informative e aumentare la fiducia nel management, in modo da valutare il rendimento degli investimenti in condizione di minore incertezza e ridurre il rischio di opportunismo da parte degli imprenditori-manager. Per raggiungere e/o mantenere proficue relazioni con gli investitori istituzionali basate su informazioni esaustive e soddisfacenti da parte delle piccole imprese è registrabile la tendenza a considerare di strategica importanza il riallineamento del sistema informativo aziendale sotto vari elementi: dati, informazioni, risorse tecniche, umane e metodologiche. Ciò significa adeguare l'organizzazione aziendale in termini di: risorse umane, procedure per la raccolta e l'elaborazione dei dati, information technology, cultura diffusa.

2.4

Strumenti per la valutazione dell'investimento/disinvestimento da parte del *venture capitalist*, alcuni cenni

La valutazione dell'investimento/disinvestimento da parte del *venture capitalist* in genere avviene tramite l'ausilio di modelli di valutazione di impresa più o meno tradizionali.

La teoria e la pratica hanno sviluppato numerosi metodi di valutazione che hanno alla base differenti concetti di riferimento, criteri di stima e metodi di calcolo, in quanto il valore del capitale di funzionamento dell'azienda così come rilevato in bilancio non è un indicatore sufficiente a valutare un'impresa in attività: oltre alla consistenza patrimoniale, occorre valutare anche altri elementi quali in primis la capacità prospettica dell'impresa di produrre flussi di risultato. I principali metodi di valutazione possono essere distinti in tradizionali e alternativi.

I primi sono riconducibili a diversi approcci (Massari e Zanetti, 2008):

- approccio basato sui flussi di risultato o di *economic profit* – il valore è espresso in funzione della capacità del business di generare cassa (metodo finanziario o Discounted Cash Flow), reddito (metodo reddituale) o profitto economico (Economic Value Added)¹;
- approccio comparativo – si fonda sul concetto di stimare il valore di un business partendo dai prezzi di borsa di business confrontabili (stock market multiple) o dai prezzi negoziati di transazioni di controllo (deal multiple);
- approccio patrimoniale – si basa sulla stima dei singoli asset che formano il capitale investito dell'impresa (Net Asset Value).

Rispetto ai modelli tradizionali di valutazione, i metodi innovativi (opzioni reali, Venture Capital Method, First Chicago Model, Venture Capital Mark up) sono maggiormente in grado di cogliere anche gli elementi di matrice più qualitativa ed intangibile che impattano sul valore finale del capitale economico dell'impresa². Nelle valutazioni di imprese innovative gli operatori devono quantificare un tipo di incertezza differente da quello presente nei settori tradizionali o in attività/impresе che hanno raggiunto già un buon livello di consolidamento sul mercato. Infatti in questi ultimi casi lo studio di quanto accaduto in passato aiuta ad evidenziare alcune relazioni sistematiche tra l'evoluzione dell'ambiente e di alcuni aspetti macroeconomici e i futuri e possibili risultati conseguibili dell'impresa oggetto di valutazione. Nella valutazione dell'impresa si prendano in considerazione fattori quali la domanda di prodotti/servizi inerenti l'attività d'impresa o relazioni tra quest'ultima e alcuni parametri macroeconomici per giungere a giudizi abbastanza omogenei e credibili tra i diversi operatori. Ciò difficilmente può avvenire nel caso di imprese innovative in quanto non è possibile avere un riscontro accettabile già presente sul mercato per confermare la coerenza della valutazione (e del ragionamento che ha portato al relativo risultato). La conseguenza è che nelle imprese innovative, il concetto di incertezza assume un significato diverso: l'incertezza è legata al concetto di probabilità come aspettativa che accadrà qualcosa e quindi a stime esclusivamente soggettive, non si ha la possibilità di contrapporre il concetto di incertezza alla probabilità che si ripetano alcuni fenomeni o relazioni già sperimentate in passato (probabilità associata al concetto di frequenza).

I metodi cosiddetti "tradizionali" hanno quindi delle criticità quando applicati a imprese innovative dovuti, riassumendo:

- alla mancanza di dati storici, spesso sono attività appena avviate;

¹ Il DCF è il metodo più diffuso nella prassi finanziaria. Una ricerca AIAF (2002) mostra come sia utilizzato dal 47% degli analisti intervistati nel 2002, in particolare, dai risultati di tale ricerca emerge che è il metodo più diffuso anche nella valutazione degli start-up, seguito dal metodo dei multipli di mercato e dall'EVA.

² Per un approfondimento sul tema si rinvia alla letteratura in campo finanziario: Damodaran (2010); Massari e Zanetti (2008); Berk e DeMarzo 2008; Brealey *et al.* 2011.

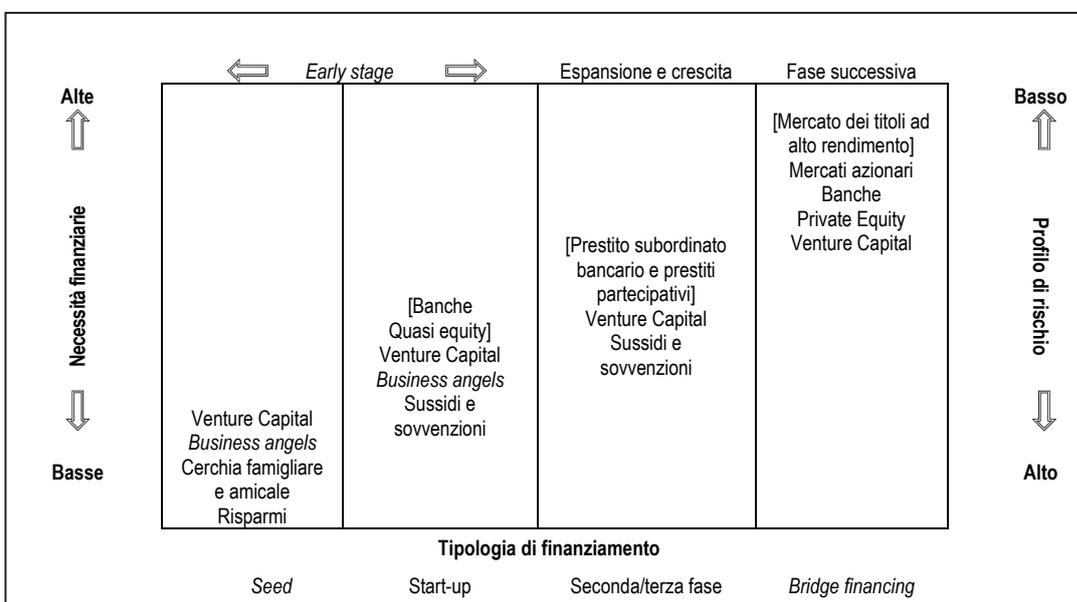
- alle difficoltà di prevedere flussi di cassa futuri, le imprese innovative sono in genere altamente propositive in termini di investimenti, un conto è valutare le capacità di realizzazione di attività in essere, un altro è valutarla per opportunità future di cui ancora non si conoscono le dinamiche dei flussi di cassa;
- alla mancanza di dati comparabili nel contesto nazionale.

3.
VENTURE CAPITAL E IMPRESE INNOVATIVE: ALCUNE VALUTAZIONI

3.1
L'impiego del *Venture Capital* per le imprese innovative

Vari studi hanno sottolineato l'esistenza di correlazioni positive tra quantità di mezzi finanziari cui i fondi di *Venture Capital* (VC) dispongono per sostenere le imprese nelle fasi *seed*, start-up e *early development* e la crescita del tasso di innovation technology in un determinato paese (Helmann e Puri 2002; Kortum e Lerner 1998; Kaplan e Strömberg, 2000). Il VC è visto come uno strumento particolarmente adatto al finanziamento delle imprese innovative: si tratta di uno strumento che, per le sue caratteristiche ha un'elevata adattabilità a tutte le fasi del ciclo di vita dell'impresa (si veda a tal proposito Fig. 3.1).

Figura 3.1
 FINANZIAMENTO E STADI DI SVILUPPO DELL'IMPRESA



Fonte: nostra traduzione da Christofidis e Debande (2001, p. 6)

Alcuni autori attribuiscono al VC proprio un ruolo determinante per il successo delle start-up innovative (Kaplan e Strömberg 2001; Denis 2004; Del Colle, Finaldi Russo e Generale 2006); infatti attraverso le operazioni di VC le start-up innovative riescono a superare tutte quelle barriere di carattere finanziario che le caratterizzano (Carpenter e Petersen 2002; Colombo e Grilli 2007; Bertone, Colombo e Grilli 2009) ed accedere a una dotazione di capitale che permetta loro di esprimere il proprio potenziale.

Uno dei principali problemi per le imprese innovative consiste nel reperimento del capitale di rischio e questa categoria di imprese sovverte l'ordine gerarchico tradizionale con cui vengono reperiti i finanziamenti (detto anche *pecking order theory*) preferendo al credito bancario il finanziamento con il capitale di rischio (Gualandri e Schwizer, 2008). I deficit nell'offerta di prodotti e servizi finanziari da parte di VC e *business angels* che possano colmare

il fabbisogno di capitale di rischio (o *equity gap*) è dovuto sostanzialmente a fallimenti nel mercato (Gualandri e Schwizer 2008) ed è particolarmente sentito nelle fasi di start-up delle imprese innovative, specie se di piccole dimensioni. Alcuni autori (si veda in particolar modo il lavoro di Gualandri e Schwizer 2008), hanno evidenziato alcune delle cause che alla lunga determinano una situazione di fallimento del mercato; tra di esse è particolarmente sentito il problema delle asimmetrie informative. Le PMI spesso mancano di quelle competenze nel management tali da garantire la trasmissione delle informazioni cui necessitano i finanziatori per valutare la possibilità di intervenire nel capitale di rischio. Oltre a questo elemento (Gualandri e Schwizer 2008) è stata sottolineata la reticenza da parte degli imprenditori a illustrare quei caratteri innovativi del progetto che stanno alla base del vantaggio competitivo dell'impresa e sicuramente sono determinanti per ottenere il finanziamento: la mancanza di informazioni in merito a questo elemento rende particolarmente difficile da parte del *venture capitalist* il processo di selezione delle business idea. Tra le imprese bisognose di finanziamento e i *venture capitalists* si assisterebbe non solo ad una disomogeneità degli interessi, che si concretizza nella dimensione dell'intervento ritenuto necessario (le imprese richiederebbero investimenti minori rispetto a quelli cui sarebbero interessati i VC), ma anche a gap di tipo "culturale" (Gualandri e Schwizer 2008). Il problema dell'*equity gap*, quindi, può essere "scomposto" in due dimensioni (Harding 2002): una che riguarda l'aspetto finanziario (*finance gap*) e l'altra l'aspetto culturale (*knowledge gap*).

3.2

I benefici per le imprese innovative

Le ricerche di microanalisi in materia mostrano risultati contrastanti: alcuni autori, infatti, riscontrano effetti positivi dell'intervento di VC sulla performance delle imprese finanziate, mentre altri non rilevano correlazioni positive. Resta, quindi, difficile esprimere un giudizio univoco, data la diversità delle metodologie utilizzate per la conduzione delle ricerche e le conclusioni, spesso contrapposte, cui i gruppi di ricerca sono giunti. È possibile, però fare un elenco di considerazioni generali (e valutabili di caso in caso), circa la presenza di interventi di VC e l'insorgere di benefici per le imprese finanziate.

I benefici che le imprese innovative possono trarre dai fondi di VC non sono solo benefici di carattere finanziario (Del Colle, Finaldi Russo e Generale 2006; Bertone, Colombo e Grilli 2009): prendendo spunto sia dalla letteratura generale sul PE e VC alcune ricerche hanno fornito elementi per evidenziare i feedback positivi di un rapporto tra imprese innovative e fondi di VC. Alcuni autori hanno sottolineato come l'attivo coinvolgimento del *venture capitalist*, che, come osservano Bertone, Croce e D'Adda (2010) sono partner tutt'altro che silenziosi (anzi dotati di effettivi ed efficaci strumenti di controllo come si vede in Tab. 3.2), abbia dei risvolti positivi in vari ambiti.

Tabella 3.2
STRUMENTI DI CONTROLLO FORMALE DEL VC

Posti occupati in consiglio di amministrazione
<i>Superpriority</i>
Diritti di riscatto
Diritto di veto su trasferimento di quote di proprietà
Necessità di approvazione diretta delle spese oltre un livello soglia
Diritto di veto sull'emissione di titoli
Potere di veto su cessione di beni sociali

Dalla relazione tra imprese innovative e *venture capitalist* emergono i seguenti ambiti di miglioramento per le finanziate:

- accesso a informazioni circa la gestione delle imprese; il monitoraggio continuo cui le imprese devono sottostare da parte dei *venture capitalists* (Bertone, Croce e D'Adda 2010) offre numerosi spunti di riflessione sulla gestione e sulle performance d'impresa;
- protezione da comportamenti opportunistici degli imprenditori; le nuove imprese altamente innovative possono essere facile bersaglio dei comportamenti opportunistici degli imprenditori (Bertone, Croce e D'Adda 2010); da questi comportamenti le start-up innovative possono difendersi utilizzando proprio le clausole contrattuali previste dai finanziamenti di VC;
- creazione di un sistema di incentivi per gli imprenditori; la struttura della relazione *venture capitalist* – impresa finanziata, permette di creare degli incentivi per gli imprenditori stessi;
- arricchimento del sistema di conoscenze e competenze in aree “critiche” o insufficientemente sviluppate; va anche considerata la possibilità di scambio di informazioni, conoscenze e competenze tra impresa e *venture capitalist*, che permettono all'impresa finanziata di arricchire il proprio bagaglio di risorse immateriali nelle aree in cui le imprese sono manchevoli o mostrano acuti segnali di debolezza. Spesso le start-up innovative (specie se di piccole dimensioni) hanno deficit nell'area del Marketing, dello strategic planning (in molti casi del tutto assente), o nella finanza (Gorman e Sahlman 1989; MacMillan *et al.* 1989; Sapienza 1992). Emerge, inoltre in letteratura come la presenza di VC sia collegata ad un incremento del livello di professionalità nel management (Hellmann e Puri 2002; Bottazzi *et al.* 2008), che risulta particolarmente importante nei percorsi di crescita e sviluppo delle imprese;
- ispessimento e arricchimento delle relazioni con altri partner; le imprese finanziate hanno la possibilità di arricchire il proprio network di relazioni, entrando anche in diretto contatto con gli attori che fanno parte del network relazionale del *venture capitalist* (Colombo, Grilli e Piva 2006; Hsu 2006; Lindsey 2002). Inoltre, godendo della fiducia di un investitore esterno, le imprese finanziate possono trovare una maggiore facilità nell'instaurare nuove relazioni o nell'ispessire quelle esistenti attraverso un miglioramento della percezione della loro impresa in termini di “solidità” o “affidabilità” finanziaria;
- aumento della notorietà dell'impresa: le imprese finanziate godono in un certo senso di una pubblicità tra gli operatori del settore. Questo permette di farle conoscere anche ad altri soggetti, con cui le imprese possono instaurare nuove relazioni (Stuart, Hoang e Hybels 1999).

Numerosi studi, poi, si sono concentrati sulla relazione VC-performance dell'impresa innovativa, le imprese innovative target di VC sembrano manifestare buone performance, ma non si è certi di quanto ciò possa essere attribuito solo alla presenza dei *venture capitalists*. Tra gli studi effettuati in questo ambito emerge in particolare quello di Bertone, Croce e D'Adda (2010): gli autori analizzano le determinanti della performance delle imprese in relazione alla tipologia di *venture capitalist*: dall'analisi dei dati si rileva che le differenze tra imprese paragonabili, ma finanziate da tipologie diverse di *venture capitalist*, ovvero da Financial Venture Capital (o FVC; ovvero società di intermediazione finanziaria che offrono VC) e Corporate Venture Capital (o CVC, che sarebbero società non finanziarie coinvolte in attività di VC), sono principalmente imputabili proprio alle caratteristiche dei *venture capitalist*. Inoltre il livello di competenze dei VC è determinante sia nella fase di *scouting*, che nella fase di coaching delle imprese finanziate e influisce, quindi, indirettamente sulla capacità di generare performance positive da parte delle imprese.

3.3

Il coinvolgimento diretto del Pubblico nell'incentivo alle imprese

Sussiste in Italia una certa difficoltà di accesso alla finanza per le PMI, sia per quanto riguarda gli apporti di capitale, che per quello che riguarda il finanziamento bancario in senso stretto: tale difficoltà colpisce in modo più marcato certe tipologie di imprese come: le microimprese particolarmente giovani che non hanno un track record o garanzie sufficienti; le imprese di piccola dimensione che sono particolarmente innovative e che operano nell'high tech e che hanno, a fronte di una crescita potenziale particolarmente elevata un alto tasso di rischio fallimentare; le imprese di piccola dimensione che operano nelle aree svantaggiate (Relazione Prometeia ABI, 2006). La relazione tra dimensione aziendale e difficoltà nell'accesso al credito è nota in letteratura: alcuni autori hanno sottolineato come spesso le piccole imprese siano soggette a severe limitazioni finanziarie che ne scoraggiano politiche di investimento (Cooley e Quadrini 2001; Carpenter e Petersen 2002), specie in ambiti quali la R&S.

Il ruolo del pubblico nel finanziamento è particolarmente rilevante per quei segmenti di imprese "penalizzati" dalla progressiva adozione da parte delle banche nel processo di valutazione del finanziamento di parametri di selezione sempre più incentrati sul grado di indebitamento e sulle dinamiche settoriali in cui le PMI operano. Di conseguenza è particolarmente apprezzato il ruolo specializzato del Pubblico nella gestione di fondi appositamente creati per le PMI. Attraverso la concentrazione della gestione dei programmi di finanziamento nazionali e comunitari il pubblico riesce a beneficiare, indubbiamente, delle economie di specializzazione (Relazione Prometeia ABI, 2006) e a offrire servizi qualificati e specifici. Inoltre le imprese sono facilitate nel reperimento di informazioni e nell'accesso a programmi di finanziamento agevolati, in quanto possono fare riferimento a un soggetto ben preciso e dotato di un'identificabilità (Prometeia, nella sua relazione sulle dinamiche del sistema di finanziamento in Italia e Europa, parla, con riferimento all'impegno del pubblico in questo ambito di un vero e proprio *brand*).

Allargando un minimo la prospettiva di indagine a livello europeo, poi, l'intervento pubblico in questo specifico segmento, ha contribuito a creare delle Economie grazie all'impiego di grandi programmi di agevolazione, come nel caso di Linea PYME e Unternehmerkredit (Relazione Prometeia ABI, 2006).

3.4

Modalità di intervento pubblico e strumenti per fronteggiare l'*equity gap*. Una riflessione su intervento pubblico e *Venture Capital*

L'intervento pubblico può risolvere il problema dell'*equity gap* precedentemente delineato attraverso diverse modalità (Gualandri e Schwizer 2008). Le partnership pubblico-private hanno lo scopo di individuare gli strumenti più idonei per il finanziamento delle imprese; tra questi strumenti troviamo anche i fondi di VC. L'intervento pubblico può anche consistere in un'agevolazione dal punto di vista fiscale, o in azioni tese a regolamentare il mercato dei capitali, come ad esempio quelle previste dal Risk Capital Action Plan del 1998 promosso dall'Unione Europea. Il Pubblico può inoltre supportare azioni mirate alla riduzione di quel gap informativo che, come abbiamo visto, caratterizza il deficit delle imprese nell'ambito del capitale di rischio. Ulteriori aree di intervento riguardano le azioni a supporto di nuove

iniziative imprenditoriali o dell'introduzione di strumenti di finanziamento innovativi e particolarmente adatti alle esigenze di specifiche categorie di imprese¹. Le modalità di classificazione delle politiche pubbliche a sostegno del Venture Capital Market possono essere raggruppate seguendo la distinzione operata da Christofidis e Debande (2001), suddividendo le misure in misure dirette o indirette e focalizzate sul lato della domanda o dell'offerta (Fig. 3.3).

Figura 3.3
CLASSIFICAZIONE DELLE POLITICHE PUBBLICHE A SOSTEGNO DEL VENTURE CAPITAL MARKET

	Misure dal lato della domanda	Misure dal lato dell'offerta
Intervento diretto	<ul style="list-style-type: none"> • Incubatori pubblici (DD1) 	<ul style="list-style-type: none"> • Fondi di Venture Capital pubblici
Intervento indiretto	<ul style="list-style-type: none"> • Promozione dell'impresa e dell'imprenditorialità (DD1) • Management e forza lavoro specializzata (ID2) • Incubatori aziendali, parchi e cluster scientifici e tecnologici (ID3) • Incentivi fiscali (ID4) 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Down-side protection scheme</i> • <i>Up-side leverage scheme</i> (IS2) • Schema costi operativi del fondo • Schemi di uscita • Incentivi fiscali • Network di <i>business angels</i>

Fonte: nostra traduzione da Christofidis e Debande (2001, p. 49)

Come è stato precedentemente detto, il ruolo dell'intervento pubblico è particolarmente rilevante nel caso delle imprese in fase di start-up e ha mostrato un crescente coinvolgimento nella copertura dell'*equity gap* piuttosto che nell'agevolazione dei crediti (Relazione Prometeia ABI, 2006). Alcuni autori (si vedano ad es. Storey e Tether 1998; Murtinu *et al.* 2009), sottolineano, comunque, un minore impegno a livello istituzionale, tramite aiuti specifici per start-up innovative, da parte dell'Italia, che, in questo, si allinea a vari paesi UE e che ha provveduto, comunque a sopperire a questa mancanza creando misure all'interno di fondi appartenenti a categorie più ampie di finanziamento.

Il ruolo del Pubblico nei fondi di VC è particolarmente rilevante a livello internazionale: Arnone *et al.* (2006) citano il caso della Cina, della Corea o di Israele, che offrono un supporto consistente alla promozione di giovani realtà imprenditoriali spesso localizzate in ambiti geografici dove sono presenti cluster di imprese altamente tecnologiche. Il VC "misto", ovvero che affianca una partecipazione privata e pubblica, opera sia *internamente* (creando condizioni di sviluppo imprenditoriale a livello micro) che *esternamente* (ovvero migliorando la competitività globale del paese) (Arnone *et al.* 2006); un esempio di programma appartenente a questa seconda linea di intervento è il programma USAID, messo in atto negli Stati Uniti. Ovviamente l'efficacia dell'intervento sarà tanto maggiore, quanto sussisteranno delle condizioni, dei contesti, in cui le imprese possano crescere: il contesto ambientale in cui l'impresa è immersa (quindi, la presenza di cluster di imprese, di relazioni con altre realtà imprenditoriali, e, in generale un contesto industriale favorevole) amplificano gli effetti positivi di operazioni di VC e permettono un miglioramento dell'intero sistema economico. Tralasciamo, comunque, in questa sede, il dibattito sulla localizzazione geografica degli investimenti di VC, che ha suscitato un'attiva discussione a livello accademico.

Vogliamo soffermarci anche su un ulteriore spunto di ricerca e di riflessione proposto da Bertone, Croce e D'Adda (2010): in linea con quanto abbiamo espresso precedentemente, sottolineando come il pubblico sia un *brand* che influisce sulla decisione di ricorrere a questo

¹ Si veda a tal proposito anche il documento dell'Unione Europea sul tema Aiuti di Stato e Capitale di Rischio, 2001/C 235/03.

tipo di investimenti, gli autori descrivono anche come il pubblico svolga anche una funzione di garante nei confronti del rischio di appropriazione della business idea da parte dell'investitore. Da alcuni studi, infatti, emerge come alcune imprese percepiscano una minaccia da parte dall'investitore nei casi in cui questo mostri, ad esempio, una prossimità tecnologica con le imprese partecipate (Dushnitsky e Lenox 2006). La tipologia di investitore influenza la minaccia percepita (Bertone, Croce e D'Adda 2010) ed a spingere le imprese verso atteggiamenti protezionistici degli elementi innovativi e high-tech delle proprie start-up.

Nel 2001 la Banca Europea ha individuato tre tipi di soluzioni per i fondi di VC privato-pubblico²: la prima soluzione consiste nella sottoscrizione di fondi caratterizzati da un trattamento “alla pari” tra pubblico e privati; la seconda ipotesi consiste in un maggior impegno da parte del pubblico, che si assume una quota più elevata del costo del fallimento del progetto finanziato (il cosiddetto *down-side protection scheme*); la terza soluzione consiste in una presenza del pubblico volta a moltiplicare i benefici derivanti da un successo dell'attività finanziata (*up-side leverage scheme*, Jääskeläinen, Maula e Murray, 2007). In particolare il caso dell'*up-side leverage scheme* è considerata la soluzione ottimale per la gestione dei fondi misti (EVCA, 2001), vista anche la diffusione che ha trovato a livello internazionale³. Questo meccanismo prevede che in caso di perdita pubblico e privato vadano a sopportare nelle medesime proporzioni il “danno”, mentre in caso di un ritorno degli investimenti, sia preferita la remunerazione del privato successivamente al recupero dell'investimento da parte del soggetto pubblico.

² In particolare si fa riferimento al documento *Financing Innovative Firms through Venture Capital* del 2001 (<http://www.eib.org/attachments/pj/vencap.pdf>).

³ L'*up side leverage scheme* è impiegato in UK, USA, Germania e dal fondo israeliano Yosma, uno dei fondi di VC più famosi al mondo.

4. IL CASO TOSCANA. IL FONDO TOSCANA INNOVAZIONE

4.1 Il Fondo

4.1.1 *Costituzione e composizione*

Il Fondo Toscana Innovazione è un fondo chiuso di investimento mobiliare che nasce nel 2007¹.

Successivamente il fondo è stato autorizzato dalla Banca d'Italia e quindi offerto in sottoscrizione: il totale delle sottoscrizioni è pari a 44.400.000,00 euro. La composizione dei soci sottoscrittori è formata in prevalenza (40%) dalla Regione Toscana e da banche (53%); si veda, per un dettaglio circa la composizione dei sottoscrittori del fondo, la tabella 4.1.

Tabella 4.1
COMPOSIZIONE SOTTOSCRITTORI FONDO TOSCANA INNOVAZIONE

Sottoscrittore	Totale (€/mln)	Percentuale
Fondazioni bancarie	23,7	53,4
MPS	9,0	20,3
CR Lucca	4,5	10,1
Ente CR Firenze	3,0	6,8
CR Pisa	2,7	6,1
CR S. Miniato	0,9	2,0
CR Livorno	0,9	2,0
CR Carrara	0,9	2,0
CR Pistoia e Pescia	0,9	2,0
CR Prato	0,3	0,7
CR Volterra	0,3	0,7
Banca del Monte di Lucca	0,3	0,7
Regione Toscana	17,7	39,9
Altri investitori	3,0	6,8
Fidi Toscana	1,5	3,4
SICI	1,2	2,7
Sistema camerale	0,3	0,7
TOTALE	44,4	100,0

Il Fondo fa parte degli strumenti di ingegneria finanziaria previsti dal piano programma comunitario POR CReO 2007-2013².

¹ Il Fondo è stato istituito con delibera consiliare della Società in data 16 ottobre 2007; l'autorizzazione della Banca d'Italia è avvenuta in data 11 gennaio 2008 e da tale data è stato offerto in sottoscrizione a soli Investitori Istituzionali. Al 27 maggio 2008, sono state complessivamente raccolte sottoscrizioni per 44.400.000 euro; il Fondo ha iniziato la propria operatività il 1° giugno 2008.

² La Toscana ha presentato nell'ambito del programma comunitario POR CReO il proprio Programma Operativo Regionale 2007-2013 in Toscana in relazione all'Obiettivo "Competitività regionale e occupazione". A seguito dell'approvazione del programma da parte della Commissione Europea, sono stati stanziati fondi per un totale di 1.126 milioni di euro al fine di raggiungere un miglioramento della competitività delle imprese Toscane, favorendo la creazione di nuovi posti di lavoro, servizi e infrastrutture. Lo scopo ultimo è quello del miglioramento non solo del sistema locale, ma anche dei sistemi economici e delle comunità locali. (fonti: www.docup.toscana.it; www.regione.toscana.it).

Box 4.1

I Fondi di investimento mobiliare chiusi

Il fondo mobiliare chiuso è disciplinato dal “testo unico della finanza” (D.L. 24 febbraio, 1998, n. 58). L’aggettivo “chiuso” sta ad identificare una fissità nelle quote e nell’ammontare del fondo stabilito al momento della sua costituzione e del numero delle relative quote; il rimborso delle quote avviene al momento della scadenza della durata del fondo. Attraverso il fondo, la società che gestisce il fondo acquisisce partecipazioni in capitale di rischio di società non quotate. Il fondo non è altro che una forma di investimento di medio-lungo termine particolarmente indicata per quegli investitori che abbiano una predisposizione a immobilizzare per un periodo di tempo di media lunga durata il proprio denaro con la possibilità di conseguire un rendimento negativo a causa della rischiosità che caratterizza le società oggetto dell’investimento.

4.1.2 *Le imprese destinatarie*

Questa tipologia di fondo è stata pensata soprattutto per le piccole-medie imprese (PMI) che attraversano le fasi iniziali del proprio ciclo di vita (ovvero le fasi del *seed* e dello start-up) o che sono più avanti nel loro sviluppo (hanno già oltrepassato la fase di start-up), ma hanno bisogno di un sostegno finanziario per crescere e svilupparsi. Con questo fondo, quindi, la Regione ha voluto incentivare le imprese operanti in settori hi-tech o ad alto contenuto innovativo; le realtà aziendali impegnate nello sviluppo di innovazioni di prodotto o di processo e quelle PMI che sono localizzate in Toscana o che hanno intenzione di finalizzare un insediamento in Toscana che propongano dei progetti caratterizzati da un’elevata redditività prospettica e da un alto potenziale di crescita.

Dato che il requisito fondamentale è l’innovatività di processo o prodotto, sono ritenuti di interesse anche i settori tradizionali che abbiano una tecnologia di processo o prodotto innovativa (non solo, quindi, biotech o domotica). Tuttavia alcuni settori sono esclusi (agricoltura, caccia, pesca, ho.re.ca. - hotel, ristoranti, catering, costruzioni navali, estrazione mineraria).

4.1.3 *Obiettivo del Fondo e funzionamento*

Il fondo mira ad acquisire partecipazioni sino al 100% del capitale della società con investimenti compresi tra i 500.000 e i 5 milioni di €; la durata degli investimenti è tra i 3 e i 7 anni.

Per accedere le imprese non devono presentare difficoltà finanziarie.

Le attività del fondo sono varie, in quanto seguono le fasi necessarie per il finanziamento delle imprese, ovvero: la fase di ricerca di opportunità di investimento; la valutazione dell’investimento; la delibera dell’investimento e la successiva fase di monitoraggio. Ogni fase è demandata per la sua realizzazione a “soggetti” specifici composti da operatori istituzionali nell’ambito della ricerca e innovazione (università, incubatori e associazioni di imprese), professionisti qualificati ed esperti chiamati a far parte di comitati tecnici e scientifici e infine alla società stessa e al suo CdA. La figura 4.2 offre una rappresentazione grafica dei soggetti coinvolti nella realizzazione delle varie attività del fondo.

Figura 4.2
ENTI E COMITATI COINVOLTI NELLA REALIZZAZIONE DELLE VARIE ATTIVITÀ



Fonte: SICI, www.fondisici.it

4.1.4 SICI

Il fondo è gestito dalla SICI (Sviluppo Imprese del Centro Italia) che detiene il 4% della composizione sociale. SICI, che rappresenta la Sgr indipendente del sistema finanziario toscano, è stata costituita nell'aprile del 1998, è associata AIFI (l'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital)³ ed è iscritta all'Albo tenuto dalla Banca d'Italia (ai sensi del D.Lgs 58/98). Oggetto dell'attività di SICI è la gestione di Fondi mobiliari chiusi riservati ad investitori qualificati.

SICI gestisce anche altri fondi – Fondo CentroInvest e Fondo Toscana Venture – per una dotazione di circa 90 milioni di euro e che ha permesso alla società di effettuare 26 acquisizioni in vari settori quali il tessile e la moda, l'alimentare e la produzione agricola, e settori altamente innovativi, quali l'*hi-tech*, il *biotech* e l'*information technology* (fonte: SICI).

Attraverso i tre fondi che SICI gestisce, sono state acquisite partecipazioni in imprese che attualmente sono detenute in portafoglio, come elencato in tabella 4.3.

³ Può essere utile riportare a questo punto una definizione di PE e di VC. Il VC prevede operazioni di finanziamento nelle fasi iniziali del ciclo di vita dell'impresa, mentre il PE prevede il finanziamento delle operazioni successive alle fasi interessate dal VC. Questa distinzione è tipicamente europea, in quanto nel mondo anglosassone si distingue l'attività di PE (ovvero investimento nel capitale di rischio dell'azienda) in VC e buy-out.

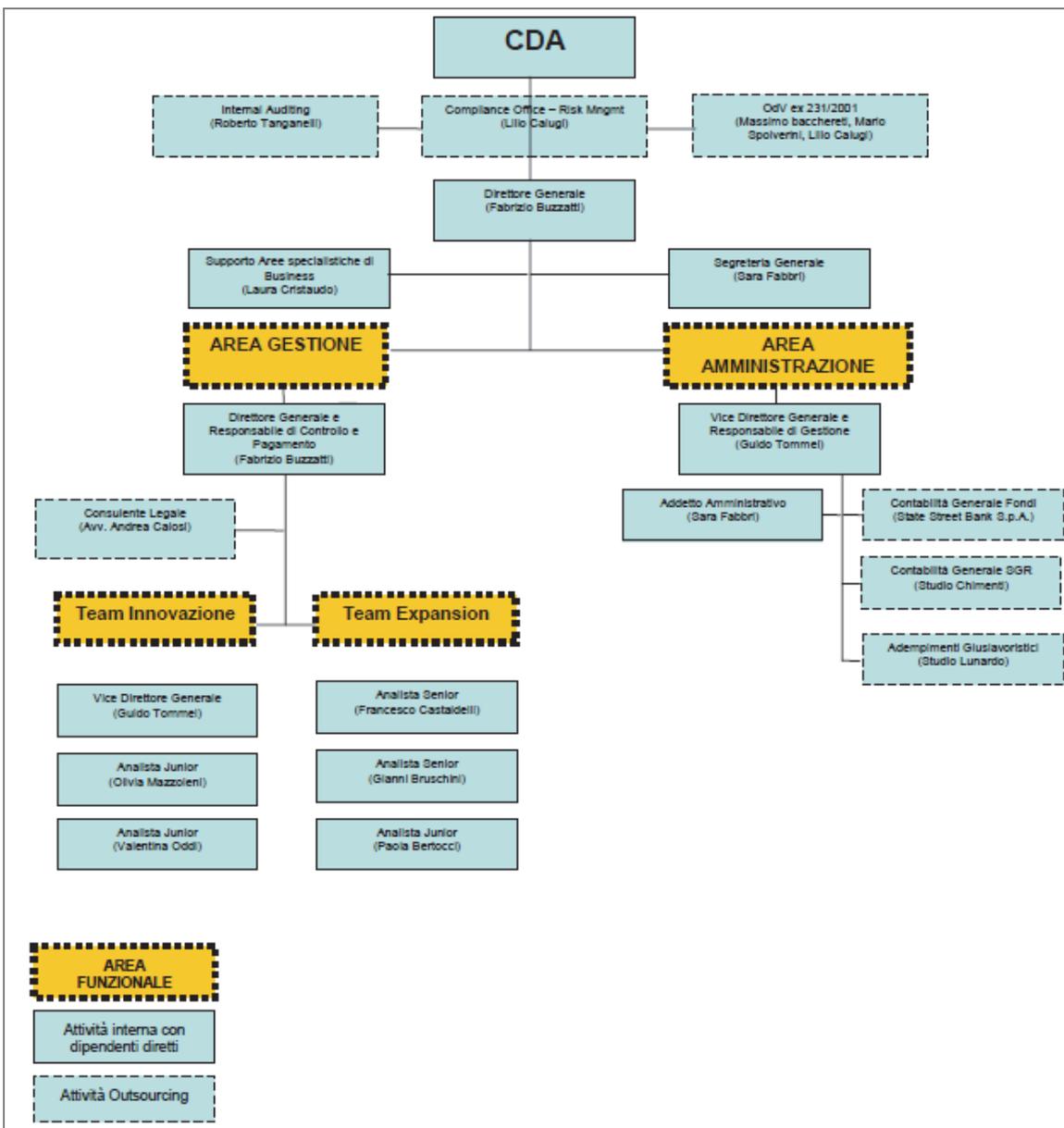
Tabella 4.3
COMPOSIZIONE PORTAFOGLIO SICI

Fondo	Azienda	Settore	Data acquisizione
Fondo Centroinvest	Bassilichi	Monetica e servizi integrati IT	Settembre 2001
	Copaim	Gastronomia, pasta fresca, prodotti caseari	Luglio 2002
Fondo Toscana Venture	CityPost	Servizi postali	Luglio 2005
	Conte of Florence	Abbigliamento Sportsware	Gennaio 2009
	Hospital Consulting	Servizi integrati per la gestione di attività ospedaliere e case di cura	Settembre 2005
	Imer Group	Produzione e commercializzazione di macchine per l'edilizia	Aprile 2009
	Manutencoop	Integrated facility management e servizi ambientali	Dicembre 2008
	Yogitech	Progettazione e verifica di soluzioni per microchips e software	Aprile 2005
	De Tomaso SpA	Produzione di automobili alto di gamma	Settembre 2010
	Volta SpA.	Centrale turbogas	Dicembre 2010
	Universo Sport SpA	Articoli sportivi e per il tempo libero	Maggio 2011
	Braccialini Srl	Pelletteria	Novembre 2011
Fondo Toscana Innovazione	Digitart SpA	sistemi integrati di domotica	Giugno 2009
	Siena Solar Nanotech	Fotovoltaico	Settembre 2009
	Protera	Ricerca farmacologia e biotecnologica	Luglio 2009
	Toscana Biomarkers	Diagnostic kit discovery	Luglio 2009
	NSE Industry SpA	Recupero energetico dei rifiuti	Luglio 2010
	Montalbano Technology	Sensoristica Wireless	Febbraio 2010
	Ecopol SpA	Polimeri ecocompatibili biodegradabili	Novembre 2010
	Wiva Group SpA.	Sorgenti luminose	Gennaio 2011
	Aesthetic Dental Center Srl	Dental care services	Aprile 2011
	M2Tech Srl	Strumenti per musica digitale	Maggio 2011
Totale aziende Centroinvest	2		
Totale aziende Venture	10		
Totale aziende Innovazione	10		
TOTALE	22		

Fonte: nostra elaborazione su dati SICI

SICI, a seguito della nascita del Fondo Toscana Innovazione ha modificato la propria struttura organizzativa ampliandola per soddisfare le esigenze gestionali e operative. Il modello organizzativo appare suddiviso in due aree di business distinte che sono direttamente collegate alla direzione generale (Fig. 4.4). L'Area Gestione si occupa di molteplici attività, quali la promozione dei fondi, la selezione delle aziende che potrebbero essere interessate al fondo (con l'aiuto degli *advisors*), il monitoraggio delle partecipate, le attività di istruttoria, la gestione delle fasi di *closing* e la cessione degli investimenti. L'Area Gestione, inoltre offre il proprio know how alle partecipate. La gestione dei rapporti con gli Organi di Vigilanza è affidata all'Amministrazione con il supporto dei consulenti. L'Amministrazione si occupa della redazione del bilancio societario e della reportistica.

Figura 4.4
ORGANIGRAMMA SICI



Fonte: Programma Operativo Regionale "Competitività regionale e occupazione", FESR 2007-2013. Descrizione dei sistemi di gestione e di controllo, Relazione art. 71 del Regolamento (CE) 1083/2006, p. 69.

4.2 I meccanismi di funzionamento

Il fondo ha un meccanismo di funzionamento che si sviluppa attraverso varie fasi. Il primo step è lo *scouting*. La procedura di *scouting*, latamente intesa come generazione del deal flow, consiste nell'individuazione delle imprese che possono essere interessanti per il fondo. Alcune domande pervengono direttamente all'azienda, altre opportunità sono identificate da alcuni

soggetti proponenti interni al fondo (appartenenti per lo più al comitato SICI). Il secondo step consiste nell'analisi preliminare della proposta progettuale da parte del Team SICI. Si provvede, quindi alla valutazione da parte del Comitato scientifico; si tratta del primo passo vero e proprio della procedura di istruttoria. Tale valutazione consiste in un colloquio con l'impresa potenziale: gli interessati possono proporre e illustrare la propria idea di business e non è richiesto in questa fase di presentare un *business plan*. Lo scopo di questa prima fase di analisi dell'idea è, infatti, quella di valutare l'attrattività del potenziale investimento sul mercato e le competenze in materia dei soggetti proponenti, nonché avere una prima idea delle capacità imprenditoriali. La prima valutazione, quindi è meramente "tecnologico-innovativa" e tecnica. Questo tipo di valutazioni avviene circa una volta al mese. Nel caso in cui il colloquio abbia un esito negativo, allora il processo si ferma, mentre in caso di esito positivo, si prosegue con le fasi successive. Le qualificate competenze dei membri del comitato scientifico garantiscono una valutazione obiettiva ed efficace delle business idea.

Con la fase successiva si entra nel vivo della negoziazione: viene richiesto a questo punto all'impresa, di presentare una documentazione economico finanziaria consistente in un piano industriale da sottoporre al comitato tecnico. Al termine di questa fase l'esito può essere positivo o negativo. Nel caso di esito negativo, il processo di investimento si arresta; nel caso di esito positivo, invece, si inizia a definire la modalità con cui il fondo può entrare in azienda e come, successivamente, può uscirne (ad es. con le modalità tipiche del PE, con operazioni *put & call*). Il Comitato tecnico, quindi, è chiamato a valutare il piano industriale proposto dall'impresa e la convocazione avviene nel momento in cui tutti i documenti sono presentati dall'impresa interessata al finanziamento.

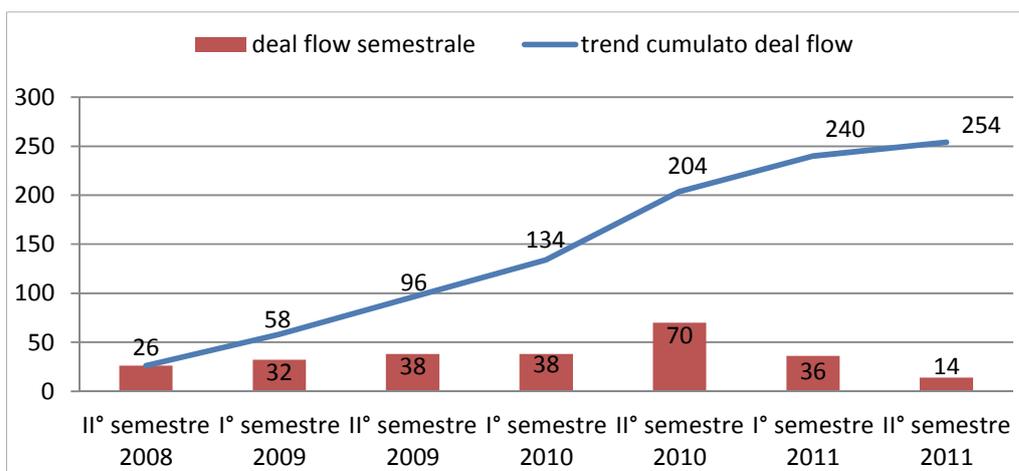
Nel caso in cui il Comitato tecnico esprima un parere positivo, si arriva alla fase conclusiva, ovvero alla delibera da parte del CdA e alla fase di Due Diligence. Le operazioni inerenti la Due Diligence, dipendono, per lunghezza, dallo "storico" dell'azienda, ovvero il tempo impiegato sarà superiore per le nuove imprese. Si procede, quindi, all'elaborazione degli accordi inerenti l'investimento, tramite procedure di carattere legale che assicurano la stipula di contratti e determinano il "funzionamento" dell'investimento. Sebbene si sia arrivati alla fase conclusiva, non è detto che in questa fase si raggiunga automaticamente un accordo tra le parti e può accadere che salti l'investimento, nel momento in cui le controparti non si trovino in sintonia. La durata complessiva del DEAL varia da 90 a 120 giorni; la lunghezza del deal dipende dalla capacità dell'impresa di fornire i documenti richiesti nei tempi e nelle modalità previste.

4.3

L'operatività del Fondo: alcuni dati

SICI dalla nascita del fondo ha esaminato ben 254 proposte di investimento, 26 delle quali pervenute nei primissimi mesi di attività del fondo. La maggior concentrazione delle domande si è verificata nel secondo trimestre del 2010, in cui sono state presentate ben 70 domande di finanziamento. Per un'analisi dettagliata, si veda la figura 4.5.

Figura 4.5
DEAL FLOW DEL FONDO TOSCANA INNOVAZIONE



Fonte: SICI

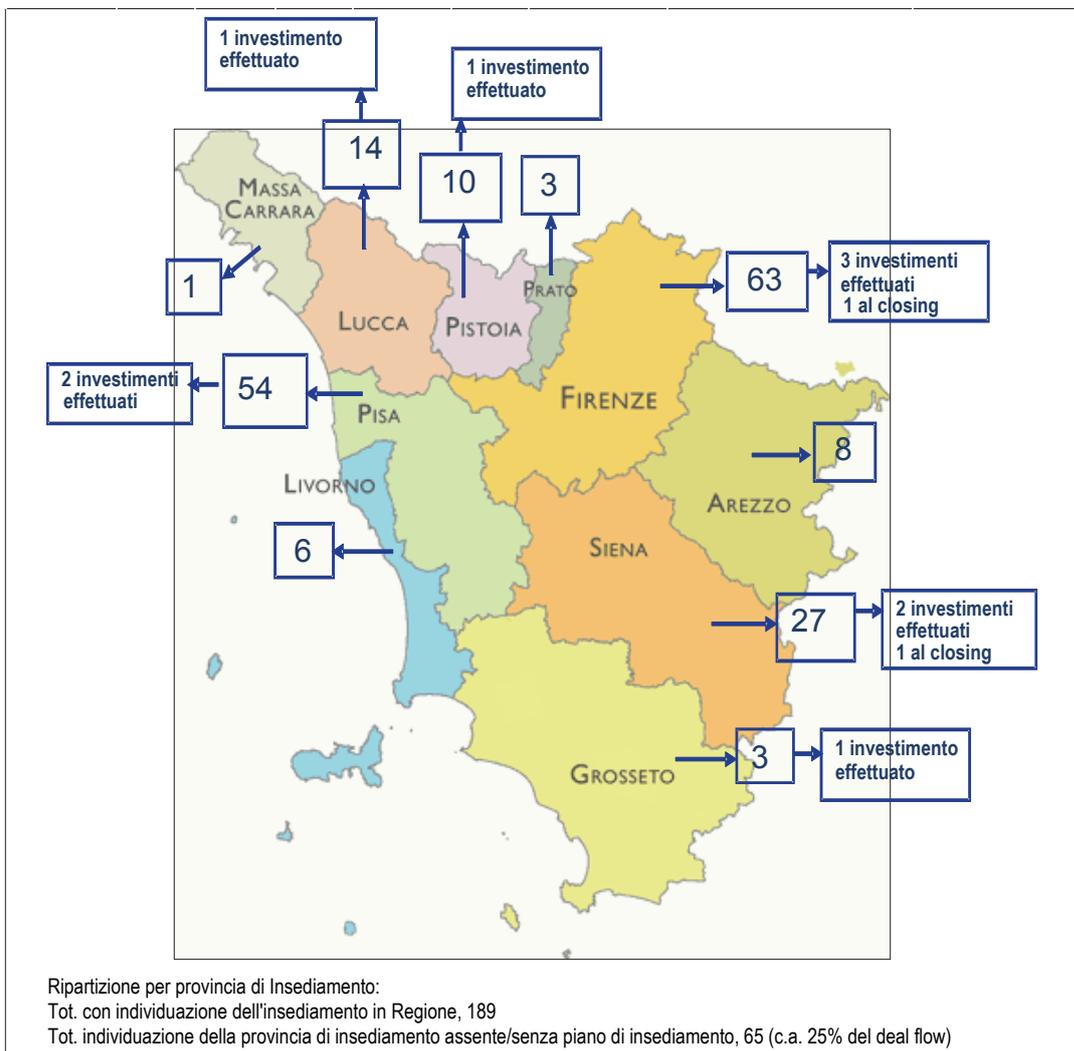
Il 70% delle domande proviene da realtà del territorio toscano, e principalmente da Firenze e Pisa. Questo dato è dovuto alla presenza di atenei universitari e centri di ricerca attivi sul territorio, nonché *business incubator* (Fig. 4.6). Del totale delle idee analizzate, 67 sono state esaminate dal Comitato Scientifico e dei progetti che ne hanno superato il vaglio 13 sono stati analizzati dal Comitato Tecnico, di cui 12 valutate positivamente.

Vi è una forte differenza tra il numero di domande pervenute e quelle finanziate. Le motivazioni che portano al non superamento delle fasi di valutazione sono varie. In molti casi le domande sono incomplete o emerge un'inadeguatezza del proponente in termini di capacità imprenditoriali. Facendo una stima delle cause di "fallimento" delle domande, possiamo dire che (Fig. 4.7):

- un 23% di domande non presenta i requisiti minimi, ovvero quei requisiti cui si fa riferimento nel regolamento del fondo;
- il 5% manca della copertura finanziaria totale del progetto. È il caso di aziende che stanno cercando di ottenere un finanziamento da banche e poi non lo ottengono; quindi SICI non può intervenire;
- il 13% si autoritira;
- nel 36% dei casi sono progetti in fase *early stage*. Si tratta di un'idea, ma non di un'idea di business. Manca un prototipo, spesso, un brevetto. Siamo ad una fase talmente embrionale che non si può prevedere un finanziamento;
- nel resto dei casi si tratta di domande relative a business poco attrattivi o al settore dei servizi puri (in cui non si può intervenire per regolamento). In alcuni casi, inoltre, i proponenti sbagliano lo strumento finanziario cui si indirizzano; ad esempio alcuni imprenditori hanno chiesto dei finanziamenti per realizzare installazioni di pannelli fotovoltaici, ma questo non è lo strumento finanziario adatto e dovrebbero cercare accesso a strumenti di project financing piuttosto che a un fondo come quello di SICI.

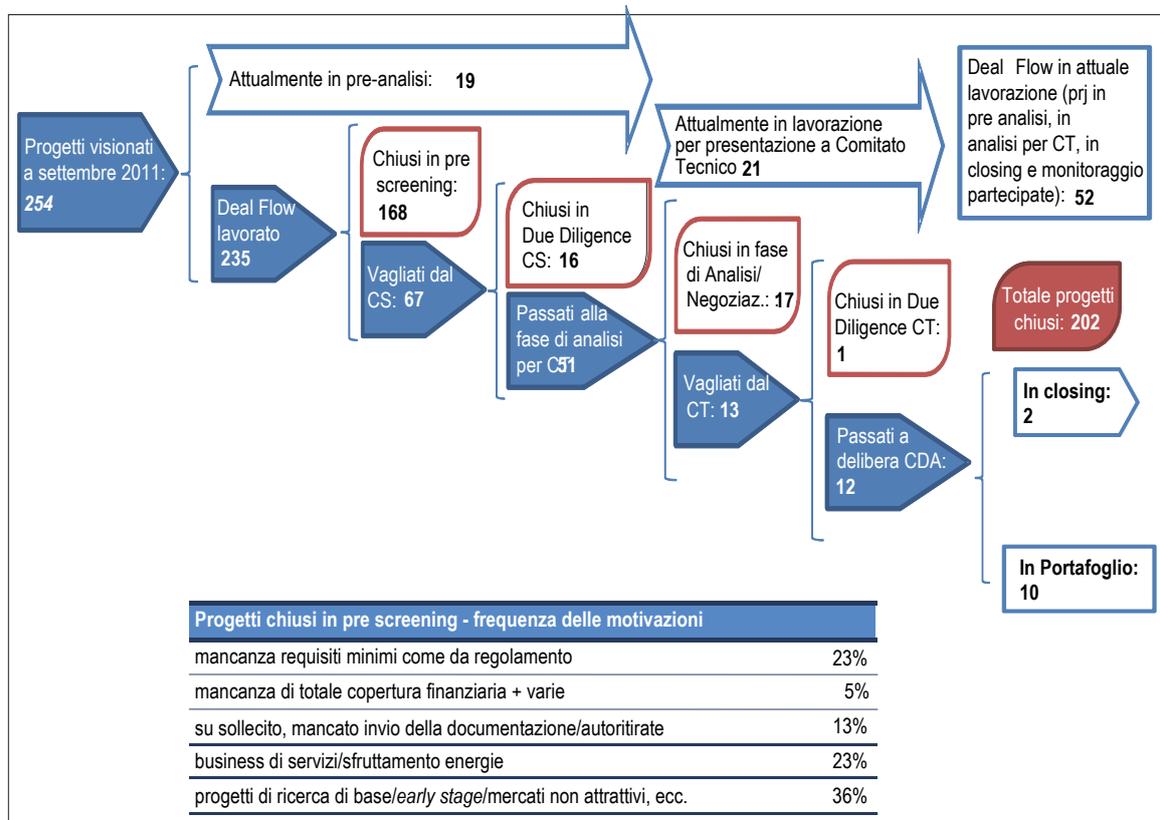
Per quanto riguarda invece i progetti chiusi in fase di analisi/negoziazione, i motivi di interruzione dell'iter valutativo sono per la maggior parte ascrivibili a ragioni di ordine negoziale (su elementi contrattuali minimi, su metodi e criteri di valutazione *pre-money*, ecc.) e/o di mancanza di totale copertura finanziaria al progetto (es. ritiro di uno o più co-investitori).

Figura 4.6
DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DOMANDE E INVESTIMENTI EFFETTUATI DAL FONDO



Fonte: SICI

Figura 4.7
IL FUNZIONAMENTO DEL FONDO: UN'ANALISI DELLE DOMANDE PER STEP E CAUSE DI MANCATO FINANZIAMENTO



Fonte: SICI

4.4 Il portafoglio del Fondo

Il Fondo Toscana Innovazione si compone di 10 partecipazioni.

Le imprese finanziate appartengono a vari settori (dalle biotecnologie, alla domotica) e hanno avuto percorsi diversi a seconda delle specifiche realtà. Di seguito analizzeremo, quindi, le imprese individuate, sulla base delle informazioni disponibili e dei dati fornitici da SICI e dalle stesse imprese. Occorre dire che sul totale delle imprese facenti parte del fondo:

- due, Protera e Digitart hanno cessato la propria attività;
- una è in procinto di cessare (da quanto ci hanno detto durante l'intervista telefonica) e si tratta di ADC;
- SICI è uscita dal portafoglio del fondo di Montalbano Technology.

Circa la dismissione delle partecipazioni in Protera e Digitart non abbiamo ricevuto alcun tipo di indicazione né da SICI, né dalla Regione.

Combinando le informazioni ricevute da SICI e quelle provenienti dalle interviste dirette con le imprese, abbiamo rappresentato come segue le partecipazioni e l'andamento dell'investimento e dell'attività d'impresa (Tab. 4.8).

Tabella 4.8
PORTAFOLIO PARTECIPAZIONI FONDO TOSCANA INNOVAZIONE

Azienda	Provincia	Data di ingresso	Impegno di investimento	Intervento	Investimento al 30/06/11	Quota partecipazione al 30/06/11 (%)	Quota partecipazione prospettata (%)	Andamento dell'intervento e situazione attuale	Andamento dell'attività di impresa (prima e dopo intervento fondo)
Toscana Biomarkers srl	SI	Maggio 2009	2.100.000	Equity	1.473.545	55	55	È prevista un prolungamento della presenza del fondo nel capitale dell'impresa	Numero degli addetti e fatturato stabile.
Digitart SpA	PI	Giugno 2009	2.000.000	Equity	800.000	45	45	Svalutazione prudenziale della partecipazione in portafoglio al 31 dicembre 2010; nel maggio 2011, è stata presentata dalla società istanza di fallimento	
ProtEra srl	FI	Luglio 2009	3.000.000	Equity	1.000.000	27,80	55	Al 31 dicembre 2010, si è provveduto a svalutare prudenzialmente le partecipazioni in portafoglio. Dal primo semestre del 2011 l'azienda è in liquidazione	n.a.
Sienna Solar Nanotech SpA	SI	Settembre 2009	1.186.200	Equity	1.186.200	20	20	n.a.	
Montalbano Technology SpA	PT	Febbraio 2010	1.800.000	Equity+POC (Prestito Obbligazionario Convertibile) (1.080.000 € di finanziamento a febbraio 2010 + sottoscrizione di una quota di POC emesso da Montalbano Technology per un totale di 720.000 €, garantito da Fidi Toscana per un ammontare pari al 50% dell'eventuale perdita che il fondo dovesse subire)	1.800.000	22	22	Il fondo a febbraio 2012 è uscito dal capitale dell'impresa	
NSE Industry SpA	FI	Agosto 2010	500.000	Equity+POC	499.521	12	14,60	n.a.	n.a.
Ecopol SpA	LU	Novembre 2010	500.000	Equity	500.000	29,40	29,40	Sono state raggiunte le <i>milestones</i> previste	Notevole incremento del fatturato
Wiva Group	FI	Gennaio 2011	1.200.000	POC (a giugno si è provveduto ad una rinegoziazione dell'intervento)	1.200.000		30	A giugno si è provveduto ad erogare la seconda trancia del POC. Attualmente la quota capitale di SICI è pari al 40%	Incremento nel fatturato (nel 2009 il fatturato era pari a 3 milioni di euro e per il 2012 supererà i 12) e nel numero di addetti (a dicembre 2010 erano presenti 9 dipendenti e a giugno 2012 sono presenti 12 dipendenti)
ADC Aesthetic Dental Center Srl	GR	Aprile 2011	600.000	Equity	600.000	40	40	L'azienda sta per cessare la propria attività	Incremento nel fatturato e nel numero di dipendenti (passando da 2 a 10 attuali)
M2Tech Srl	PI	Maggio 2011	500.000	Equity	250.000	40	40	Le <i>milestones</i> non sono state raggiunte, sebbene le performance registrate siano positive	
TOTALE			13.386.200		9.309.266				

Fonte: nostra elaborazione su dati SICI e interviste dirette con le aziende

Occorre fare una precisazione in merito ai dati da noi riportati: le tabelle inserite in questo lavoro illustrano la situazione del fondo come presentata in un rapporto diffuso da SICI tra i sottoscrittori nel primo trimestre del 2012. La situazione, però nel corso dei mesi si è ulteriormente evoluta: stando alle informazioni da noi reperite tramite contatto telefonico con SICI (nel settembre 2012) le domande presentate dall'inizio di attività del fondo fino a Luglio 2012 sono aumentate, come pure le partecipazioni del Fondo. Le domande pervenute sono ad oggi (settembre 2012) 334. Di queste 248 non hanno avuto seguito, mentre 75 sono state presentate al Comitato Scientifico. Tra le 75 selezionate, 19 sono poi state valutate dal Comitato Tecnico e di queste 17 sono passate al CDA. Delle 17 proposte (che comprendono anche i casi da noi analizzati in questo report), 16 sono state finanziate, mentre una è attualmente in fase di closing.

Parte Seconda

**VALUTARE L'EFFICACIA DI UN FONDO DI *VENTURE CAPITAL* MISTO NELL'OTTICA DELLE
IMPRESE: UN'INDAGINE ESPLORATIVA**

5. IL METODO DI INDAGINE

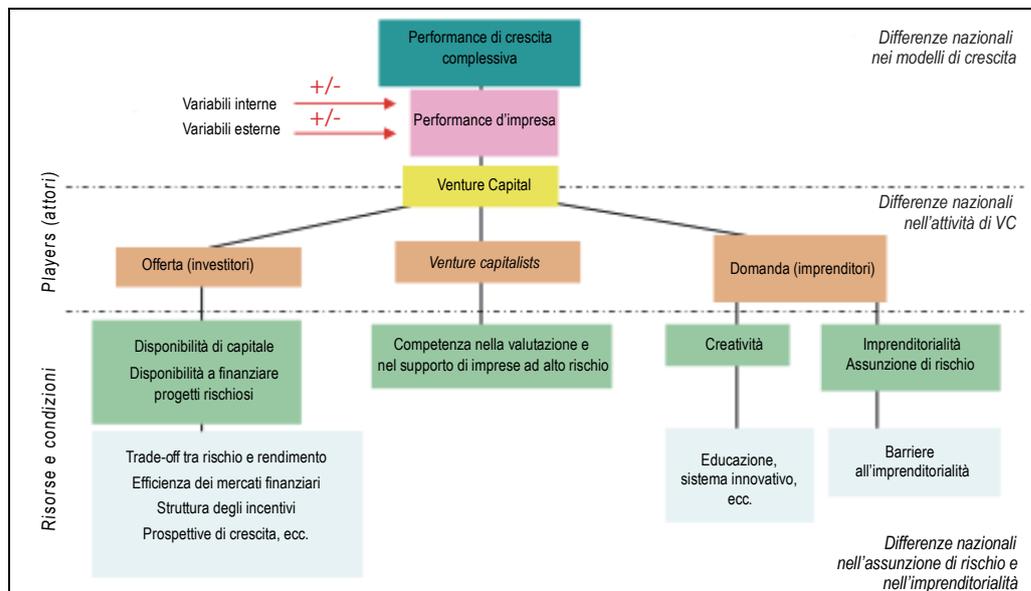
L'efficacia di un fondo, in genere, si misura attraverso la sua performance, che è dipendente, quindi, dalla performance delle imprese stesse. Questo lavoro ha lo scopo di valutare l'efficacia del Fondo Toscana Innovazione, in un contesto in cui i dati di bilancio, ove presenti sono negativi, a causa della recente costituzione dell'impresa o degli ingenti costi di start-up. Come già evidenziato precedentemente nella parte introduttiva, quindi, il nostro lavoro andrà a focalizzarsi sulle variabili che in seguito potranno influire sulla performance dell'impresa.

5.1 Il sistema di relazioni per la definizione dell'efficacia del *Venture Capital*

Dall'analisi della letteratura emergono una serie di elementi da tenere in considerazione al momento della valutazione dell'efficacia di un fondo di *Venture Capital* misto. In primo luogo, esistono delle differenze nel set di risorse e condizioni di partenza per lo sviluppo e la diffusione di questo strumento finanziario. In secondo luogo anche le caratteristiche dei cosiddetti *players* (ovvero *venture capitalist*, investitori e imprenditori) determinano i connotati del sistema di VC che si sviluppa a livello nazionale o, nel caso da noi analizzato, regionale.

La performance dell'impresa influenza il livello di efficacia del sistema di VC a livello regionale o nazionale; d'altra parte, però, essa è il risultato di una serie di interazioni di elementi interni ed esterni all'impresa che possono creare condizioni favorevoli o sfavorevoli per il miglioramento dei risultati economici dell'impresa. L'efficacia del sistema di VC, quindi viene determinata sia sulla base dei benefici che riesce a generare per l'impresa che sulla capacità che l'impresa ha di generare risultati economici positivi. Quanto descritto è sintetizzato in figura 5.1.

Figura 5.1
IL SISTEMA DI RELAZIONI ALL'INTERNO DEL SISTEMA DI VENTURE CAPITAL PER LA DETERMINAZIONE DELLA PERFORMANCE D'IMPRESA E DI SISTEMA



Fonte: nostro adattamento da Baygan e Freudenberg (2000, p. 9)

Lo schema sopra proposto può essere applicato in un singolo ambito territoriale (es. a livello regionale) e in merito ad un singolo strumento di VC (nel nostro caso verrà applicato al caso di Toscana Innovazione).

In questo lavoro si terranno in considerazione, quindi i seguenti elementi:
 la performance dell'impresa in termini economici (con tutte le cautele necessarie);
 le variabili interne ed esterne all'impresa che influiscono sulla performance dell'impresa e sul rapporto che l'impresa ha con il fondo;
 i benefici conseguiti dalle imprese che sono state finanziate attraverso il fondo di Venture Capital oggetto di analisi.

5.2

La valutazione della performance dell'impresa

- *I modelli per la valutazione della performance dell'impresa, una prospettiva gestionale*

Esistono vari modelli per la misurazione della performance dell'impresa (indicati anche con l'acronimo PMS). In generale la letteratura suddivide tra modelli tradizionali, bilanciati e dinamici. I modelli tradizionali sono modelli ispirati a criteri contabili e finanziari. I modelli bilanciati, invece, integrano più criteri e bilanciano (da cui il nome) diverse prospettive; i modelli dinamici, infine, tengono in considerazione i cambiamenti del contesto (esterno e interno all'impresa) che possono influenzare la performance dell'impresa. I 6 modelli più utilizzati e maggiormente diffusi per la valutazione della performance (Garengo *et al.* 2005) sono i seguenti: la matrice per la misurazione della performance elaborata (Keagan *et al.* 1989); il sistema di performance piramidale (Lynch e Cross 1991); la Balanced Scorecard (Kaplan e Norton 1992, 1996); il sistema integrato di misurazione della performance (Bititci *et al.* 1997); il Performance Prism (Neely *et al.* 2002); e il modello Organizational Performance Measurement (OPM) (Chennell *et al.* 2000). Ogni modello ha le sue specifiche caratteristiche; la tabella 5.2 descrive sinteticamente per ogni modello utilità e campi di applicazione.

Tabella 5.2
PMS PIÙ DIFFUSI

Modello	Descrizione
Matrice Misurazione Performance (Keagan <i>et al.</i> 1989)	Modello bilanciato. Collega gli obiettivi strategici alla performance utilizzando sia prospettive basate sui costi che non. Offre comunque una prospettiva di analisi limitata
Performance Pyramid System (Lynch e Cross 1991)	Modello bilanciato. Analizza i vari livelli dell'impresa, a livello corporate, di unità di business e delle singole <i>operations</i> . Integra diversi indicatori (ad es. il grado di soddisfazione degli <i>stakeholders</i> e la produttività). Il modello è applicabile solo alle aziende che operano nel settore dei servizi
Balanced Scorecard (Kaplan e Norton 1992,1996)	Utilizza diverse prospettive attraverso misurazioni dirette e indirette. È il modello più diffuso
Integrated Performance Measurement System (Bititci <i>et al.</i> 1997)	Analizza l'azienda su quattro livelli (Corporate, Business Units, Business Processes and Activities) andando ad esaminare per ognuno di essi vari fattori (es. <i>stakeholders</i> , ecc.). utilizza diversi indicatori a seconda della prospettiva di analisi e del livello su cui ci si concentra
Performance Prism (Neely <i>et al.</i> 2002)	Modello che attraverso l'analisi di quattro dimensioni (<i>stakeholder satisfaction, strategy, process, capabilities</i>) la performance dell'organizzazione
Organizational Performance Measurement (OPM) (Chennell <i>et al.</i> 2000)	Modello utilizzato per le PMI; lo scopo principale è misurare il livello di soddisfazione dei vari tipi di <i>stakeholder</i> attraverso una dimensione interna e una esterna

Dalla tabella 5.2 si evince come l'adozione di un modello rispetto ad un altro dipenda dal contesto che si va ad analizzare e dalle informazioni che si desidera raccogliere a seconda delle esigenze specifiche di analisi. Tuttavia quelli cui ci siamo riferiti, sulla base anche di indagini precedenti (ad es. Garengo 2005) sono solo alcuni dei modelli impiegati per la misurazione della performance d'impresa e spesso vengono adattati o elaborati modelli per esigenze specifiche.

- *Indicatori "economico-finanziari"*

Le principali misure di performance presenti in letteratura possono essere distinte tra:

Misuratori esterni, che esprimono il valore di mercato di un'impresa ex post, ovvero quantificano l'avvenuta creazione (o distruzione) di valore sulla base dei valori espressi dal mercato. Sono, di conseguenza, applicabili solo a società quotate. I più diffusi nella prassi finanziaria sono il Market Value Added (MVA) e il Total Shareholders Return (TSR).

Misuratori interni (*performance measure*), che rilevano il valore economico dell'impresa partendo dai fondamentali aziendali – di derivazione contabile o meno – senza quindi far riferimento al valore di mercato e possono essere calcolati anche per società non quotate. Gli indicatori tradizionali sono quelli di natura contabile quali ROI, ROE, NOPAT, ma se ne sono aggiunti altri di nuova generazione: reddito residuale, *economic value added*, *shareholder value added* e *cash flow return of investment*.

Il Value Based Management è l'approccio alla gestione di impresa secondo il quale l'obiettivo da perseguire è la massimizzazione del valore. Fra i sostenitori di questa filosofia di gestione (Koller 1994) la convinzione comune è che l'esistenza di un tale main goal possa rivoluzionare in molti aspetti le scelte strategiche, la gestione, la struttura organizzativa e la cultura stessa dell'impresa. Se un'impresa può incrementare il proprio valore investendo capitali a tassi di ritorno che eccedono il costo del capitale, allora tutte le strategie e le scelte aziendali debbono essere dirette verso questo obiettivo. Il criterio della massimizzazione del valore non rimane, quindi, una mera dichiarazione programmatica, ma coinvolge l'intera organizzazione aziendale in quanto la massimizzazione del valore è obiettivo al cui raggiungimento possono contribuire tutti i livelli aziendali.

Il tema della misurazione del valore azionario ha impegnato sempre più accademici, manager, studiosi, soprattutto per i molteplici dubbi sulla validità degli indicatori di derivazione contabile (ROI, ROE, ROA, ecc.) a misurare il valore. Per una rassegna analitica di tali aspetti si rimanda alla letteratura sul tema (Rappaport 1986; Guatri 1998; Amaduzzi 2000). Alcuni spunti di riflessione possono però essere indicati.

in genere gli indicatori contabili non misurano il profilo di rischio dell'attività che si sta valutando;

il costo medio ponderato del capitale (WACC), preso in genere come benchmark quando si valutano gli indicatori contabili si basa su flussi e valori di mercato, contrariamente agli indicatori contabili, e quindi si confrontano grandezze non omogenee;

alla determinazione dell'utile non concorrono gli investimenti di funzionamento (in immobilizzazioni e in capitale circolante);

le misure reddituali come il ROI tendono a sottostimare la redditività economica dell'impresa nelle fasi di avvio e sviluppo e a sovrastimarla nelle fasi mature (Rappaport 1986; Brealey *et al.* 2011).

Nella sezione “approfondimenti” è disponibile un’analisi degli indicatori; non si approfondiranno, però, gli indicatori di natura contabile in quanto ormai di pratica comune, né il TSR e il MVA per la non applicabilità a imprese non quotate, impresa-tipo oggetto di VC¹.

- *L’utilizzo di proxies per la misurazione della performance*

Molto spesso si ricorre all’utilizzo di sostituti ai classici indicatori finanziari di performance (ovvero basati sui dati di bilancio) per analizzare l’andamento dell’impresa.

In letteratura, ad esempio, si utilizza spesso il tasso di crescita come *proxy* per la performance (ad es. Chandler e Hanks 1993), anche se non è sempre verificabile che alti tassi di crescita siano correlati a elevate performance e viceversa (si veda Zahra 1991).

Spesso le nuove imprese vengono valutate in base al tasso di crescita delle vendite (Bloodgood *et al.* 1996; Chandler e Hanks 1993), sebbene questo parametro vada utilizzato cautamente a causa delle limitazioni intrinseche che lo caratterizzano: nelle nuove industrie, come fanno notare Zahra, Ireland e Hitt (2000) i confini del business sono ancora indefiniti e calcolare il market share relativo dell’impresa può essere estremamente difficile e i dati possono, quindi riportare delle imprecisioni sostanziali, sebbene possano essere adottate delle accortezze metodologiche per ridurre il rischio di errore (Zahra, Ireland e Hitt 2000).

5.3

Il concetto di performance d’impresa: un’analisi prospettica

Il dibattito sui criteri di misurazione della performance d’impresa trova ampio spazio all’interno della letteratura accademica.

In generale possiamo dire che dai numerosi spunti presenti in letteratura emerge come l’attenzione posta su indicatori più ampi rispetto a quelli “contabili” – o legati al controllo di gestione in senso stretto – abbia subito un’evoluzione in base al contesto e al momento in cui essi sono stati elaborati. Si è passati, così dai modelli contabili “tradizionali”, negli ultimi 20 anni, a modelli che privilegiano o una lettura integrata/bilanciata (ovvero inseriscono misure di natura diversa) o dinamica del fenomeno.

Da una prima analisi dei contributi presenti in letteratura, e dai modelli di misurazione della performance generalmente utilizzati emergono alcuni aspetti che andremo di seguito ad analizzare e che ci fanno comprendere la criticità del problema della misurazione della performance nelle imprese.

- *Nuovi approcci all’impresa: l’influenza di nuove prospettive nella definizione di indicatori di performance*

La prospettiva di analisi e la modalità con cui si considerano gli elementi su cui effettuare una valutazione della performance d’impresa variano a seconda del background teorico di chi è chiamato a fare una valutazione. Nuove prospettive di analisi dell’impresa si sono progressivamente affermate privilegiando aspetti “particolari” del rapporto impresa-ambiente competitivo (si pensi ad es. all’approccio *stakeholder* piuttosto che *shareholder* nell’analisi del processo di creazione del valore) o aspetti legati alla responsabilità sociale dell’impresa o alla sostenibilità dei percorsi di crescita programmata. Inoltre l’esigenza di contestualizzare l’operato dell’impresa in un determinato ambiente competitivo ha reso indispensabile analizzare

¹ Per ulteriori approfondimenti, si veda Fidanza (2003b).

il set di risorse interne all'impresa e valutare il grado di accessibilità delle risorse nel processo di generazione di rendite e vantaggi. In generale, quindi, le prospettive di analisi del problema sono mutate di pari passo con le teorie nell'ambito sia della finanza che dello strategic management. Particolare rilevanza, anche per la generalizzazione del suo approccio (Barney 2001), ha avuto la prospettiva di analisi basata sulle capacità risorse e competenze dell'impresa (ovvero l'approccio Resource Based View); il set di risorse capacità e competenze determina, infatti la modalità di generazione delle rendite e di vantaggio competitivo (Spanos e Lioukas 2001). Si pensi, ad esempio, a tutto quel filone di ricerche che ha proposto indicatori di misurazione della performance che riescano a sottolineare anche il contributo degli elementi immateriali a partire, ad esempio dalle prospettive Resource Based o dal Knowledge Management in generale (si veda ad es. Johanson *et al.* 2010).

L'indagine conoscitiva sulla performance dell'impresa, quindi, assume nuove prospettive e viene ribadita l'importanza di adottare (sia in ambito di management, che di finanza o accounting) punti di vista più ampi ed inclusivi al fine di identificare sistemi di relazioni tra variabili eterogenee o indicatori "innovativi" da applicare per la misurazione della performance dell'impresa.

- *Performance e caratteristiche dell'impresa*

Gli indicatori di performance mostrano la loro efficacia se adattati alle caratteristiche dell'impresa. In letteratura sono stati evidenziati i limiti degli indicatori di performance eccessivamente generici o che vengono trasposti nel loro utilizzo a categorie di imprese diverse per tipologia o dimensioni.

Uno dei punti più dibattuti riguarda l'applicabilità di alcuni indicatori e PMS largamente utilizzati al campo di indagine delle PMI.

Molto spesso i modelli elaborati per la misurazione della performance d'impresa sono "ritagliati" sulle esigenze delle grandi imprese, in quanto ad esse gli autori si sono ispirati per la loro realizzazione (Kaplan e Norton 1992; Bititci *et al.* 1997; Neely *et al.*, 2002); le risorse a disposizione delle PMI sono, da questo punto di vista, più limitate nell'ambito della letteratura accademica. Nasce, così, la necessità di sistemi di misurazione della performance maggiormente orientati alle piccole imprese (Garengo *et al.* 2005). Misurare la performance dell'impresa per le PMI è particolarmente importante poiché le assiste nelle fasi della pianificazione strategica che spesso è totalmente assente nelle aziende di piccole dimensioni (Garengo *et al.* 2005). Alcuni autori (Garengo *et al.* 2005) notano come la mancanza di un approccio sistematico e formale al problema della misurazione della performance delle PMI rifletta lo stesso approccio informale che le stesse PMI hanno dei confronti dell'abitudine a valutare la propria performance; tale "informalità" nei confronti delle pratiche di quantificazione dei risultati è anche dovuta ad un'inefficacia che l'impiego di criteri di misurazione della performance da parte delle PMI avrebbe in generale ad eccezione di quelle imprese che hanno manager con esperienze altamente qualificate (Garengo *et al.* 2005).

Un altro punto di discussione riguarda la necessità di adattare PMS e indicatori in base al fenomeno osservato e alle caratteristiche delle imprese. La trattazione, seppur breve, di tutti i casi che emergono in letteratura, richiederebbe in questa sede uno spazio eccessivo e distoglierebbe dallo scopo primario del paragrafo, che è quello, sostanzialmente, di far riflettere sulla necessità di adeguare metodi e modelli di misurazione della Performance (nonché il concetto di performance stesso) ai casi via, via, individuati. Citeremo soltanto il caso delle imprese familiari, particolarmente diffuso in Toscana e in Italia e che è stato al centro di un vivo dibattito accademico, specialmente in merito alle dinamiche di successione imprenditoriale, ridimensionamento e competitività. In particolare, le imprese familiari (o family business)

hanno mostrato andamenti di performance diversi dalle imprese non familiari, a causa degli elementi su cui esse basano il proprio vantaggio competitivo sostenibile (Daily e Dollinger 1992). Tuttavia il dibattito accademico sulla relazione vantaggio competitivo-performance nel campo del family business ha portato a risultati “controversi” (Westhead e Cowling 1997). Alcune ricerche empiriche hanno fatto notare come la differenza nella struttura dei costi delle imprese familiari rispetto alle non familiari determinino risultati di bilancio diversi e, quindi, misurazioni della performance diverse (McConaughy 2000, 2001; Romano *et al.* 2001). Osservazioni di questo tipo fanno riflettere sulla necessità di adattare l’impiego di indicatori alla tipologia esaminata o, quantomeno, di leggere in ottica consapevole i risultati ottenuti dall’utilizzo dei principali PMS.

5.4

Il quadro teorico e la metodologia di ricerca

- *La scelta della metodologia di ricerca*

Il research design da noi elaborato ha come scopo la definizione di un modello descrittivo che analizzi una serie di variabili tali da rispondere alle seguenti domande di ricerca:

In che modo l’impresa potrà essere capace di performance positive?

In che modo la performance dell’impresa (e quindi del fondo) può essere influenzata da variabili interne ed esterne all’impresa?

La metodologia di analisi adottata è quella del *case study* (Yin 1994). La scelta della metodologia è motivata sia dalla numerosità del campione di imprese analizzato, sia dal carattere esplorativo della ricerca e dal fatto che questa ricerca vuole analizzare relazioni tra variabili (Eisenhardt 1989; Yin 1994) e integrare vari spunti e punti di vista che emergono dalla letteratura. I *case studies*, inoltre, hanno il vantaggio di adattarsi perfettamente a quelle ricerche che sono state condotte fianco a fianco con i cosiddetti *practitioners* (Gibbert *et al.* 2008). I casi di studio possono essere un punto di partenza per lo sviluppo di teorie, come delineato da Eisenhardt (1989): a tal fine gli studiosi suggeriscono di concentrarsi sull’analisi di più casi di studio (da 4 a 10) per avere una base da utilizzare per successive generalizzazioni (Eisenhardt 1989) o di adottare quello che viene definito da Yin (1994) il *nested approach* ovvero l’analisi di più *case studies* all’interno di una singola organizzazione.

Al di là del dibattito accademico sui *case studies*, la cui validità scientifica è ormai condivisa e fuori discussione, ci interessa sottolineare il contributo che la ricerca ha dato per rafforzare e rendere il più efficace possibile la metodologia dei casi di studio. In particolare nella costruzione del disegno di ricerca abbiamo tenuto in considerazione i seguenti obiettivi:

assicurare una validità interna del caso (*internal validity*): la letteratura ha supportato l’elaborazione del disegno di ricerca. Le variabili oggetto di analisi, infatti sono state individuate grazie ad una review della letteratura accademica. Lo stesso approccio integrato all’analisi del problema, su cui ci soffermeremo successivamente, è stato elaborato sulla base di studi precedentemente condotti da esperti e accademici;

assicurare una validità esterna del caso (*external validity*): attraverso un approccio *multiple case study* si è proceduto a raccogliere una serie di dati e informazioni sulle imprese da noi analizzate. Inoltre si è provveduto a offrire anche una prospettiva più ampia di indagine, integrando con informazioni e variabili che riguardano il contesto esterno (il business) in cui l’impresa opera;

Figura 5.3
IL QUADRO TEORICO DI RIFERIMENTO PER UNA COSTRUZIONE RIGOROSA DEI CASI DI STUDIO

Validità interna	Validità del costruito	Validità esterna	Affidabilità
<p>Approccio analitico esplicitamente ricavato dalla letteratura (diagramma o descrizione esplicita di relazioni causali fra variabili e risultati)</p>	<p>Triangolazione dei dati</p> <ul style="list-style-type: none"> • Dati di archivio (rapporti interni, verbali o archivi, rapporti annuali, articoli vari) 	<p>Analisi incrociate dei casi</p> <ul style="list-style-type: none"> • Casi di studio multipli 	<p>Protocollo di studio (rapporto che renda esplicita la presenza o meno di un protocollo di ricerca, rapporto che offra una descrizione d'insieme delle modalità adottate nel condurre il caso di studio)</p>
<p>Confronto fra modelli (confronto fra i modelli individuati e quelli riportati nei lavori di altri autori)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Dati tratti da interviste (effettuate dai ricercatori) 	<ul style="list-style-type: none"> • Approccio nidificato (diversi casi di studio all'interno della stessa organizzazione) 	<p>Database dei casi di studio (database contenente tutti i documenti fruibili, le trascrizioni delle interviste, i dati di archivio, ecc.)</p>
<p>Triangolazione teorica (utilizzo di diverse prospettive teoriche e filoni di letteratura, sia per l'approccio di analisi che per l'interpretazione dei risultati)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Dati derivanti da osservazione partecipante (da parte dei ricercatori) 	<p>Motivazioni della scelta dei casi di studio (spiegazione dei motivi per cui un certo caso risultava appropriato rispetto alla domanda di ricerca)</p>	<p>Nome effettivo dell'organizzazione (da esplicitare, anziché segretario)</p>
	<ul style="list-style-type: none"> • Dati derivanti da osservazione diretta (effettuata dai ricercatori) <p>Rassegna di trascrizioni e bozze da parte di colleghi (personalità accademiche che non figurino quali coautori del paper)</p> <p>Rassegna di trascrizioni e bozze da parte di soggetti chiave nel fornire informazioni (persone che lavorano o hanno lavorato nelle organizzazioni oggetto di indagine)</p> <p>Precisa concatenazione delle evidenze empiriche</p> <p>Indicazione delle circostanze in cui i dati sono stati raccolti (spiegazione di come è stato effettuato l'accesso ai dati)</p> <p>Valutazione critica delle modalità di raccolta dati effettivamente seguita</p> <p>Spiegazione dell'approccio seguito nell'analisi dei dati</p>	<p>Dettagli sul contesto del caso di studio (ad es. illustrazione del contesto industriale, del ciclo economico, delle combinazioni prodotto/mercato, dei dati finanziari)</p>	

Fonte: nostra traduzione da Gibbert *et al.* (2008, p. 1467)

assicurare una validità del costrutto (*construct validity*): la validità delle ipotesi e del frame work teorico da noi utilizzato è supportata dalla numerosità delle fonti di dati utilizzate nella ricerca. Si è infatti proceduto ad analizzare dati raccolti tramite questionario o attraverso dati secondari (es. database) e interviste con soggetti il cui coinvolgimento è essenziale per meccanismo di selezione, controllo e finanziamento delle aziende da noi intervistate;

assicurare l'affidabilità (*reliability*): la definizione di un *case study protocol*, nonché una serie di regole cui il ricercatore si è attenuto durante la raccolta dei dati e delle informazioni, nonché lo svolgimento di interviste, contribuiscono a assicurare l'affidabilità dei dati raccolti e del protocollo di ricerca.

Per quanto riguarda l'approccio integrato per la valutazione della performance d'impresa, in letteratura sussistono vari contributi teorici cui fare riferimento, sebbene la maggior parte degli studi si concentri sull'analisi di una o poche variabili senza fornire un unico quadro riassuntivo ed esaustivo, il che è giustificabile data la complessità del tema. Uno dei principali modelli è quello elaborato da Keats e Hitt (1988) che analizza i legami tra performance dell'impresa, dimensione ambientale e caratteristiche organizzative a livello macro. Oltre ad offrire un quadro utile che descrive le variabili da considerare per una prospettiva più ampia dell'analisi della performance dell'impresa, tale studio offre anche uno spunto metodologico per integrare i *findings* ed i suggerimenti provenienti da varie ricerche nel campo.

I metodi di analisi impiegati sono i più vari: il lavoro di Suwignjo *et al.* (2000) è un esempio di approccio "integrato". Gli autori, infatti impiegano un mix di modelli di analisi per sviluppare un nuovo metodo il Quantitative Model for Performance Measurement Systems (QMPMS), che ha lo scopo di evidenziare le relazioni tra variabili che influenzano la performance dell'impresa. Il problema della misurazione della performance d'impresa è di ardua risoluzione: la performance varia di azienda in azienda; varia, inoltre, in base alla strategia produttiva adottata e varia nel tempo a causa delle caratteristiche del business di riferimento e di una serie di condizioni ambientali in cui opera l'impresa (Maskell 1992). Si comprende, quindi come le variabili da considerare siano numerose.

5.5

La scelta delle variabili interne e esterne all'impresa

Numerosi autori si sono concentrati sull'analisi delle relazioni causali tra variabili selezionate e il livello di performance realizzato dall'impresa: si pensi ad esempio ai lavori Lynch e Cross (1991), Fitzgerald *et al.* (1991) o Kaplan e Norton (1996) che hanno trovato ampia diffusione in ambito accademico. Data la complessità delle relazioni performance-determinanti è stata incoraggiata la ricerca in tale direzione (Neely 1999).

In generale, possiamo dire che la performance dell'impresa è influenzata da variabili interne all'impresa stessa ed esterne, ovvero collegate all'ambiente competitivo e alle dinamiche settoriali. Come suggeriscono vari autori (si veda ad es. Spanos e Lioukas 2001) gli effetti degli elementi esaminati (business e caratteristiche dell'impresa) sulla redditività possono variare a seconda della realtà esaminata e non hanno comportamenti unici e stabili.

La suddivisione delle variabili in due macrocategorie – variabili interne all'impresa ed esterne – è ampiamente condivisa dalla letteratura: Spanos e Lioukas (2001) individuano come determinanti per la performance aziendale, la strategia adottata, il business e le caratteristiche dell'impresa. In questo paragrafo, quindi, andremo ad individuare le variabili interne all'impresa ed esterne che sono state evidenziate da precedenti studi e ricerche.

- *Le variabili interne all'impresa*

In questo paragrafo esamineremo le variabili interne all'impresa in grado di influenzarne la performance. Per variabili interne si intende un insieme di elementi che fanno parte dell'impresa; ci concentreremo quindi sulle risorse cui l'impresa dispone, siano esse umane, materiali di carattere economico finanziario o non, e immateriali. La selezione delle variabili è avvenuta tramite l'analisi della letteratura: sono stati passati in rassegna una serie di studi e contributi che, occupandosi del tema, presentano dati e considerazioni particolarmente utili ai fini della nostra indagine. Abbiamo deciso, per praticità e rilevanza, di soffermarci esclusivamente sugli elementi qui di seguito elencati.

L'imprenditore

L'imprenditore (*entrepreneur*) ha un ruolo determinante per la performance dell'impresa. Numerosi sono gli studi in questo ambito. In particolare dagli studi condotti emergono relazioni tra performance dell'impresa e:

Caratteristiche imprenditoriali. Il termine "caratteristiche imprenditoriali" è volutamente generico e si riferisce alle caratteristiche personali dell'imprenditore in grado di influenzare il modo con cui l'imprenditore fa impresa. La relazione tra caratteristiche imprenditoriali e performance dell'impresa è estremamente dibattuta. Contrapponendosi a chi nega l'esistenza di una relazione diretta tra le due variabili (Smart e Conant 1994), alcuni studiosi, tra cui Herron e Robinson (1993), hanno dimostrato attraverso modelli causali l'esistenza di tale relazione, promuovendo ulteriori ricerche sistematiche in un campo che fino agli anni '90 non era stato capace di suscitare domande di ricerca particolarmente innovative. D'altronde, già lo studio di MacMillan *et al.* (1985) sottolinea come la discriminante nella decisione di investire da parte dei VC è sostanzialmente l'imprenditore, dal momento che all'imprenditore è associata la capacità di generare profitti in un'impresa. Numerosi studi (Begley e Boyd 1987; Duchesneau e Gartner 1990; Herron e Robinson 1993; Churchill e Lewis 1986; Jo e Lee 1996) sottolineano come il successo dell'impresa sia legato in maniera indissolubile alle caratteristiche dell'imprenditore più che ad altri fattori. Ecco che i tratti della personalità, il background culturale, l'attività di networking dell'imprenditore incidono fortemente sulla performance dell'impresa. La numerosità degli studi sul tema è tale e la discussione talmente ampia (e interdisciplinare) da averci costretto a selezionare solo alcune variabili da osservare; in particolare si fa riferimento, per la scelta delle variabili che abbiamo inserito nel questionario ai lavori di Lee e Tsang (2001) e di Roper (1998).

Comportamento imprenditoriale. Il comportamento imprenditoriale definisce la modalità con cui l'imprenditore opera. Occorre fare alcune precisazioni: In primis il comportamento imprenditoriale è legato allo stile imprenditoriale, come descritto da Covin e Slevin (1991). Inoltre il comportamento varia in base al contesto in cui l'imprenditore si trova ad operare: in letteratura emergono differenze comportamentali tra imprenditori a seconda del livello di crescita dei tipi di imprese (ad alto o basso tasso di crescita) e delle caratteristiche del *business environment* in cui l'impresa opera. Dalla letteratura emergono numerosi spunti per definire il grado di imprenditorialità di un determinato comportamento. Emerge in particolar modo il lavoro di Stevenson and Sahlman (1986) secondo i quali un approccio imprenditoriale, può essere misurato sulla base di cinque dimensioni di business: *strategic orientation, commitment to opportunity, commitment of resources, control of resources, management structure*. Data la diffusione di tale modello e l'applicabilità anche noi faremo riferimento a questo lavoro per la redazione del ns strumento di indagine.

Orientamento imprenditoriale. Se il comportamento imprenditoriale ci aiuta ad analizzare come l'imprenditore opera, l'orientamento imprenditoriale ci aiuta a capire quanto un soggetto è

animato da imprenditorialità. Anche in questo caso i contributi in letteratura sono molti e da tutti emerge il legame esistente tra orientamento imprenditoriale e performance dell'impresa; viene, comunque, sottolineato come la performance vari in base alle condizioni interne ed esterne dell'impresa (Hart 1992; Lumpkin e Dess 1996). In generale l'imprenditorialità viene associata a imprese che abbiano un'alta performance (Covin e Slevin 1991): è stato, infatti, sottolineato come quei business che adottano un approccio imprenditoriale abbiano delle performance migliori (Zahra 1991; Zahra e Covin 1995)

La proprietà/il fondatore

Altro elemento importantissimo è il ruolo della proprietà e del fondatore dell'impresa. In questo caso, dato che si tratta di imprese per la maggior parte giovani, proprietà e fondatore spesso sono utilizzati come sinonimi ed indicano la persona fisica che detiene una quota consistente del capitale ed è tra i promotori della business idea. In questo lavoro si è scelto di focalizzare la nostra attenzione sui seguenti aspetti:

Competenze del fondatore. Con particolare riferimento al lavoro di Chandler e Hanks (1993) si analizza il ruolo delle competenze del fondatore dell'impresa per la determinazione del livello di performance;

Esperienza del fondatore. Legata al punto precedente (il sistema di competenze) vi è l'esperienza del fondatore. (Chandler e Hanks 1993): L'esperienza può essere definita come "the intensity of exposure to certain activities" (Luo e Peng 1998); l'esperienza è correlata alla diminuzione dei costi e al raggiungimento di un migliore livello di efficienza (Luo e Peng 1998) e, quindi ad un livello di performance superiore. Inoltre è stato dimostrato, in studi relativi all'ambito internazionale, come, tanto maggiore è l'esperienza in un determinato settore dell'impresa, tanto più alta è la possibilità che si intessano relazioni e network con altre imprese ed operatori del settore (Barkema e Vermuelen 1997).

Il set di risorse materiali

Il set di risorse materiali a disposizione dell'impresa determina il livello della performance dell'impresa stessa. Un ruolo fondamentale è giocato dalla dotazione iniziale di capitale finanziario, che, per le start-up, varia al variare dell'industria in cui esse operano (Porter 1980). Dagli studi di Chandler e Hanks (1993) emerge che la quantità di capitale fornito in fase di start-up dall'impresa dipende da alcuni elementi interni all'impresa e, in particolare, dall'esperienza del fondatore dell'impresa nel business di riferimento, che riesce a reperire capitali sul mercato.

Il set di risorse immateriali

Le risorse immateriali costituiscono un patrimonio, spesso difficile da determinare nella sua entità, fortemente legato alla capacità dell'impresa di generare rendite positive.

Tra le risorse immateriali noi abbiamo deciso di soffermarci solo sul patrimonio di conoscenze in dotazione all'impresa. È universalmente riconosciuta l'importanza che riveste la conoscenza nell'ambito delle risorse appartenenti all'impresa (si veda Conner e Prahalad 1996) e l'ampiezza della letteratura ci ha costretti a circoscrivere il nostro interesse alle seguenti categorie:

Conoscenze di partenza. Sono principalmente legate all'esperienza delle persone presenti in azienda (fondatore, manager, impiegati, ecc.) e che costituiscono la dotazione iniziale dell'azienda.

Conoscenze acquisite. Può essere interessante, però vedere alcune dinamiche inerenti la conoscenza ed in particolare le dinamiche di acquisizione di nuove conoscenze; questo ci

serve per vedere la capacità dell'impresa di "capitalizzare" l'esperienza e fare fruttare ciò in cui si impegna.

Caratteristiche dell'impresa

Con il termine "caratteristiche dell'impresa" intendiamo tutte quelle caratteristiche oggettive dell'azienda, quali ad esempio l'età o l'assetto organizzativo. Ci soffermeremo sui seguenti elementi:

Assetto organizzativo dell'impresa

Età dell'impresa. L'età dell'impresa può influenzare la capacità di acquisire il sapere tecnologico (propriamente *venture's technological learning*, Dodgson, 1993 in Zahra *et al.* 2000), l'attività sui mercati internazionali (Brush e Vanderwerf, 1992), e la redditività delle operazioni condotte sui mercati stranieri (Zahra *et al.* 2000), nonché il tasso di crescita delle vendite (Chandler e Hanks 1993). Risulta quindi evidente il legame tra età dell'impresa e performance realizzata.

Dimensioni dell'impresa. In primis va definito cosa si intenda per dimensioni dell'impresa e come esse si misurino. Zahra *et al.* (2000) utilizza per misurare la dimensione delle imprese esaminate nel campione il ln (logaritmo naturale) del numero di impiegati full time. Quindi il numero di persone impiegate nelle imprese a tempo pieno può essere considerato una buona *proxy* per definire la dimensione dell'impresa. Le dimensioni dell'impresa influenzano: la capacità dell'impresa di acquisire know how (Simonin 1997), la propensione a diversificare le proprie operazioni a livello internazionale (Erramilli e D'Souza 1993), e, sempre sui mercati internazionali, la modalità di ingresso e sopravvivenza (Li 1995).

5.6

Le variabili esterne all'impresa

Abbiamo già sottolineato nel paragrafo precedente il ruolo che l'ambiente esterno riveste nel raggiungimento di performance elevate da parte dell'impresa. Quando ci riferiamo a "variabili esterne" indichiamo tutte quelle variabili che non possono essere controllate dall'impresa e che fanno parte dell'ambiente competitivo in cui essa opera.

- *Ambiente esterno*

Lumpkin e Dess (1996) hanno già ampiamente sottolineato la relazione esistente tra entrepreneurial orientation e performance. Per l'analisi dell'ambiente esterno utilizzeremo gli spunti provenienti dalla letteratura e da ricerche empiriche:

Grado di ostilità dell'ambiente esterno. L'influenza dell'ambiente esterno sulla relazione performance dell'impresa – Corporate Entrepreneurship (CE) è stata documentata da vari studiosi (Zahra 1993; Block e Subbanarashimha 1989); alcuni hanno sottolineato come il grado di ostilità dell'*environment* abbia un'influenza sulla relazione CE-Performance (Keats e Hitt 1988) che in alcuni casi può essere positiva (Zahra e Covin 1995). Per "ambiente ostile" (*hostile environment*) si prenda la seguente definizione (da Zahra e Covin 1995, p. 48):

Hostile environments are characterized by high levels of competitive intensity, a paucity of readily exploitable market opportunities, tremendous competitive market and/or product-related uncertainties, and a general vulnerability to influence from forces and elements external to the firm's immediate environment (Dess and Beard 1984). They are harsh,

overwhelming settings in which survival is often viewed as a major accomplishment (Khandwalla 1977; Miller and Friesen 1984).

Dinamicità dell'ambiente esterno. Il grado di dinamicità dell'ambiente esterno influenza la relazione EO-Performance. Si parla di “ambienti competitivi” innovativi nel caso di *environments* che abbiano un alto grado di imprevedibilità e che sono suscettibili di alti tassi di cambiamento (Miller, 1987a, 1987b; Dess, Lumpkin e Covin 1997). È facile comprendere come in simili ambienti sia premiante il comportamento di quelle imprese che si “lanciano” in avventure su mercati con alti tassi di dinamismo. Zahra (1993) dimostra come le imprese che hanno un orientamento imprenditoriale raggiungano performance migliori in ambienti competitivi di quelle che non adottano un comportamento imprenditoriale. Anche Wiklund e Shepherd (2004) dimostrano come le piccole imprese che operano in ambienti dinamici siano più inclini ad avere performance più elevate adottando comportamenti imprenditoriali; si dimostra, quindi, il ruolo *moderating* del dinamismo ambientale.

- *Accessibilità delle risorse*

Come ampiamente dimostrato in letteratura il grado di accessibilità delle risorse determina il vantaggio competitivo dell'azienda. In questa sede ci siamo già soffermati sul ruolo dell'accessibilità e del grado di acquisizione delle competenze. In base alla nostra prospettiva, quindi, ci concentreremo sui seguenti fattori:

Risorse finanziarie. Le attività caratterizzate da un EO, necessitano di risorse finanziarie (Covin e Slevin 1991); tanto più aumenta il grado di innovatività del business in cui le imprese operano, tanto più le piccole imprese necessitano di risorse finanziarie cui attingere. Il grado di accessibilità delle risorse finanziarie è legato al grado di innovatività delle imprese (Wiklund e Shepherds 2005). Secondo Wiklund e Shepherds (2005), la relazione performance-EO aumenterebbe all'aumentare dell'accessibilità e disponibilità di risorse finanziarie.

5.7

Gli strumenti di indagine

- *Il questionario*

Per realizzare l'indagine è stato somministrato alle aziende interessate un questionario. Il questionario preventivamente testato è stato inviato alle aziende via mail e dopo una procedura di *recalling* si è provveduto ad analizzare i dati raccolti e a chiedere integrazioni ove necessario. Il questionario è composto da varie sezioni: una prima parte relativa all'azienda in cui sono state poste domande relative alla struttura dell'impresa, alla sua organizzazione e allo svolgimento delle attività caratteristiche dell'impresa. Una seconda parte, invece si concentra sull'imprenditore, evidenziandone attitudini e comportamenti che hanno incidenza sulla performance dell'azienda. Una terza parte, invece riguarda l'intervento del Fondo Toscana Innovazione, i rapporti con la società di gestione del fondo, nonché i cambiamenti avvenuti all'interno dell'impresa conseguentemente all'entrata del fondo nell'attività dell'impresa.

Per la definizione delle domande, come già considerato nelle pagine precedenti, è stata condotta una ricerca sulla letteratura in materia che si è concentrata prevalentemente sui seguenti ambiti:

individuazione delle variabili esterne all'impresa che determinano la performance della stessa;

definizione delle caratteristiche imprenditoriali che maggiormente definiscono la performance dell'impresa;

analisi di criteri di valutazione della performance dell'impresa secondo un approccio tradizionale o integrato.

Sono già stati esposti precedentemente i risultati dell'indagine della letteratura condotta. Pertanto in questa sede riporteremo soltanto il questionario elaborato per il quale sono state prevalentemente utilizzate scale di Likert con punteggio 1-7.

Le scale e gli item da noi utilizzati sono state rielaborati sulla base delle indicazioni fornite da studi empirici precedenti: questo ci ha permesso di lavorare con degli elementi precedentemente testati e ridurre ulteriormente errori di formulazione.

Come precedentemente considerato, si è scelto di valutare l'efficacia dell'incentivazione finanziaria rispetto alla performance d'impresa e al contesto in cui questa si trova. Nella valutazione si introducono alcuni aspetti relativi al ruolo del fondo all'interno dell'impresa.

- *Le interviste telefoniche*

Oltre ai questionari sono state programmate alcune interviste telefoniche. Per la realizzazione delle interviste telefoniche ci si è avvalsi di un protocollo di intervista realizzato sulla base delle indicazioni provenienti dalla letteratura in materia.

Le interviste telefoniche sono state programmate previo contatto telefonico ed email, chiedendo una disponibilità di circa 15 minuti ai titolari o a chi indicato dalla segreteria come referente. Le domande cui queste interviste vogliono rispondere sono le seguenti:

Come il fondo ha permesso all'impresa di affrontare la situazione di crisi generale attuale?

Come "sta andando", sia dal punto di vista gestionale che dal punto di vista finanziario?

Il fondo che implicazioni economico-finanziarie ha avuto (al di là di un investimento iniziale) nella vista dell'azienda?

Come il fondo si relaziona all'azienda?

L'intervista è stata strutturata come segue:

una parte introduttiva in cui si introduce il tema della ricerca;

una parte in cui si chiedono informazioni più generali sul rapporto con il fondo;

una parte più specifica in cui si chiedono informazioni più dettagliate circa la struttura dell'impresa (es. numero dipendenti) prima e dopo l'ingresso del fondo e circa le previsioni future.

C'è da sottolineare l'estrema difficoltà incontrata per fissare i colloqui telefonici con alcune imprese. Tale difficoltà nasce dai molteplici impegni dei titolari o di chi per loro e in alcuni casi da uno scarso atteggiamento collaborativo. Non è stato possibile ottenere un colloquio telefonico con:

NSE Industry a causa degli impegni della dottoressa Pucci;

SIENA SOLAR NANOTECH; il referente indicatoci (il professor Taliani) si è reso disponibile solo al suo rientro dalle ferie;

ADC; in questo caso le persone addette ci hanno riferito di non sentirsi a proprio agio a rispondere ad alcune domande circa l'attività dell'impresa, dal momento che l'impresa sta cessando la propria attività;

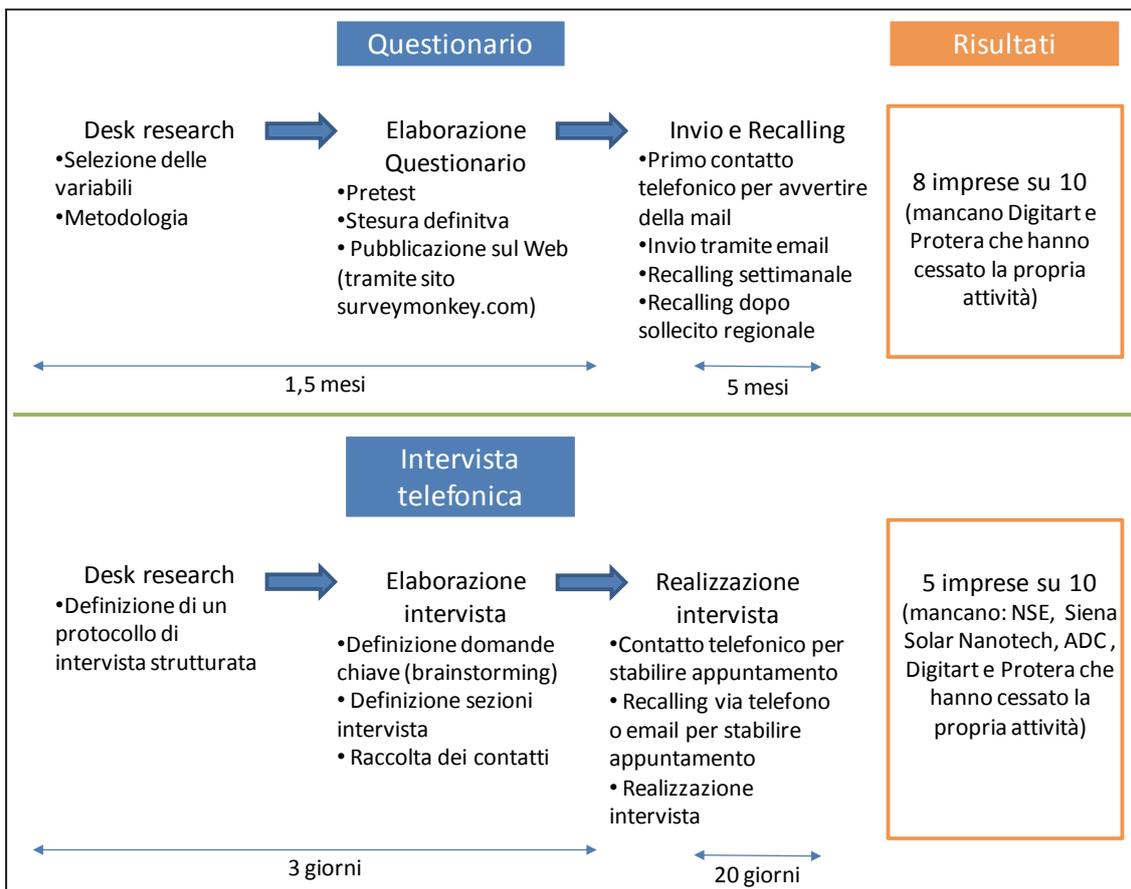
Protera e Digitart in quanto imprese non più attive.

5.8

La struttura della ricerca

Come precedentemente accennato, la ricerca si è avvalsa di due strumenti di indagine: un questionario e un'intervista telefonica. In figura 5.4 viene rappresentata la struttura della ricerca.

Figura 5.4
LA STRUTTURA DELLA RICERCA E RELATIVI TEMPI E RISULTATI



I tempi per la raccolta dei questionari sono stati particolarmente lunghi: a seguito di un sollecito da parte della Regione abbiamo potuto raccogliere tutti i questionari relativi alle imprese attive. La mancanza di numeri di telefono di contatti personali (e non generici, ovvero contatti email aziendali e numeri di telefono presenti sui siti, come il numero dei centrali) non ci ha favorito nella raccolta del materiale in tempo celere. Va sottolineato che è stato fatto un *recalling* email e telefonico settimanale.

5.9

Gli aspetti esaminati

- *Premessa*

Prima di commentare i risultati dell'indagine, occorre fare una premessa. In generale abbiamo riscontrato una certa difficoltà ad ottenere una risposta dalle aziende intervistate. Del portafoglio di imprese analizzate, due, in pratica, hanno cessato la propria attività, come emerge dalla descrizione delle singole imprese fatte in precedenza. I contatti sono avvenuti prima telefonicamente, poi via mail; successivamente si è proceduto a ricontattare (sia via mail che per telefono) le singole imprese. È stato chiesto a SICI di fornire alcuni numeri di telefono diretti degli imprenditori o contatti email che la società utilizza per comunicare con gli imprenditori, ma ci è stato risposto che queste informazioni non potevano essere divulgate, e di procedere contattando le aziende attraverso i numeri di telefono e gli indirizzi email presenti sui vari siti.

Poter contattare direttamente le persone che hanno curato in prima persona la domanda di finanziamento per ogni singola impresa avrebbe, sicuramente, facilitato il processo di raccolta dati, e avremmo avuto la possibilità di integrare i dati del questionario con altre informazioni.

Al fine di poter avere una rappresentazione immediata dei risultati ottenuti, abbiamo utilizzato degli scatterplot bidimensionali.

- *Alcune variabili oggetto di indagine*

I tratti dell'imprenditore

Alcune caratteristiche esaminate sono tipiche dell'imprenditore e dei comportamenti imprenditoriali. Tra queste c'è quella che viene definita come *locus of control*.

Nello studio dell'imprenditore si è soliti studiare la modalità con cui egli si attegga nei confronti degli avvenimenti. Si tratta di studiare il *locus of control* o *locus* interno, ovvero comprendere fino a che punto un soggetto pensa che ciò che accade sia frutto della sua volontà o dipenda da fattori che non possono essere influenzati o manipolati. Nel questionario da noi proposto sono state presentate alcune domande per definire il grado di *locus of control* imprenditoriale (domanda 2, item 1-6).

Un altro aspetto esaminato è stato il bisogno di raggiungere degli obiettivi e di autorealizzarsi (*need of achievement*). La necessità di autorealizzarsi è uno dei principali tratti dell'agire imprenditoriale, che motiva la propensione maggiore ad assumersi dei rischi nello svolgimento della propria attività di business.

È stato analizzato anche l'*orientamento imprenditoriale*. Come già esposto precedentemente l'orientamento imprenditoriale porta ad attuare un insieme di comportamenti che mostrano una certa propensione al rischio e a scelte innovative. È l'imprinting dell'imprenditore, in un certo senso.

Altro elemento particolarmente interessante è la *capacità di fare network*. In tale ottica è stata analizzata sia la capacità di creare network a livello locale, che a livello nazionale o internazionale.

Anche altri tratti come il *livello di istruzione* e le *precedenti esperienze lavorative* in settori analoghi e in veste di imprenditore, sono stati esaminati.

Un tratto particolarmente significativo è il grado di innovatività (*innovativeness*): l'imprenditorialità è collegata all'innovazione e la capacità di innovare, un tratto tipico dell'imprenditore, si traduce in un contributo significativo per la creazione di un vantaggio competitivo (Chapman e Hyland 2004; Hamel e Prahalad 1991). Nel questionario sono state

inserite alcune domande (con scala accordo/disaccordo) specifiche per valutare questo elemento.

L'attività d'impresa e la dimensione economica

Un altro aspetto esaminato è lo svolgimento dell'attività d'impresa. In particolare si è analizzata l'organizzazione dell'attività, e ci si è soffermati su alcuni aspetti, quali la tendenza a decentralizzare le fasi produttive e i rapporti commerciali e le strategie di vendita. Un approfondimento è stato dedicato all'adattamento dell'offerta dei prodotti, per rilevare come l'azienda opera, la tipologia di rapporto con la clientela e la presenza di figure di intermediazione commerciale, il tutto, ovviamente, analizzato nell'ottica del prodotto e del business in cui la singola azienda opera.

I progetti futuri

Alcune domande sono state poste all'imprenditore per identificare quelle che sono le strategie di sviluppo future, in modo da poter avere un giudizio sulla loro coerenza in base alle risorse disponibili all'impresa e ai comportamenti adottati dall'imprenditore.

Il rapporto con il venture capitalist

Sono state formulate anche alcune domande circa il rapporto con il *venture capitalist*. Partendo dalla letteratura esistente in materia, si è andato ad indagare come la presenza di un soggetto investitore esterno venga percepita all'interno dell'impresa. Le informazioni ottenute sono state integrate con altre emergenti durante le interviste telefoniche.

Percezione contesto e il business di riferimento

È stato anche valutato come le aziende percepiscono il contesto e alcuni elementi che ne determinano la competitività. Dalle domande poste, è possibile, così individuare l'atteggiamento degli imprenditori nei confronti di alcune variabili "chiave", come l'accessibilità ai finanziamenti e la possibilità delle imprese innovative di poter diffondere le proprie idee nel mercato in relazione anche ad elementi strutturali dell'impresa, quali le dimensioni. Sono state anche fornite alcune informazioni circa il business di riferimento, per sottolineare le sue caratteristiche, il suo dinamismo e avere un'idea circa la coerenza della strategia di espansione dell'azienda, rispetto alle reali possibilità offerte dal business.

6. I CASI DI STUDIO

6.1 Premessa

La nostra indagine ha coinvolto le imprese che hanno beneficiato dell'intervento del fondo in un periodo ben definito (dall'inizio dell'attività del fondo fino a maggio 2012). Al fine di tutelare la riservatezza dei dati relativi alle aziende, in alcune sezioni dell'analisi procederemo all'analisi per via anonima dei dati.

Tuttavia, ci preme fare una brevissima panoramica delle imprese e del business di riferimento, in modo da fornire anche un'idea dei settori in cui il fondo ha investito e dell'ambiente competitivo in cui le imprese sono andate ad operare.

Questa parte del lavoro è così strutturata: nella prima parte si offre una descrizione dei settori di riferimento; successivamente viene fornita una descrizione delle aziende analizzate. Infine si procede ad una analisi in forma anonima dei dati ottenuti dalle rilevazioni. Va sottolineato che il numero di riferimento delle singole aziende (1, 2, ecc.) non corrisponde alla posizione delle aziende nella parte contenente la descrizione delle stesse, ma è stato assegnato in maniera del tutto casuale al fine di garantire l'anonimato dei dati.

6.2 I settori di riferimento

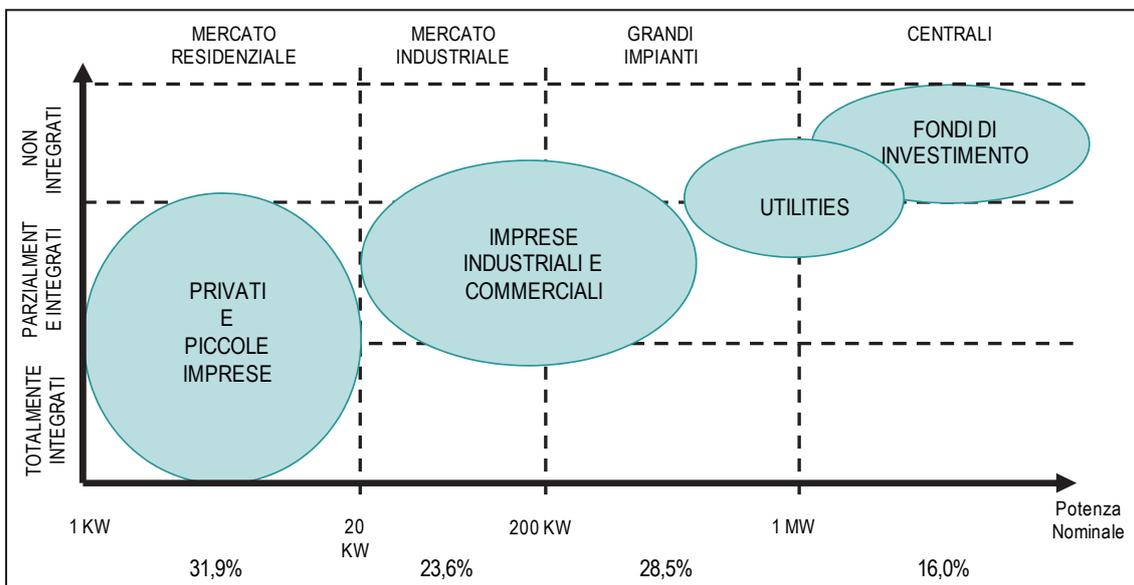
Le imprese finanziate operano in vari business; sono esclusi quei settori che non erano considerati come "finanziabili" da regolamento del Fondo (si veda paragrafi precedenti); nella maggior parte dei casi, quindi, si tratta di settori particolarmente innovativi e come tali spesso caratterizzati da un elevato contenuto tecnologico, un ciclo di vita del prodotto relativamente breve e elevati investimenti in Ricerca e Sviluppo. Per una descrizione sintetica delle imprese e dei settori di riferimento, si rimanda alla tabella 4.3.

- *Le energie rinnovabili*

Il business delle energie rinnovabili è in decisa crescita. Eurispes nel 2010 ha stimato il giro d'affari della green economy pari a 10 miliardi di euro nella sola Italia. Si tratta di un settore molto ampio, in cui la produzione di energia da rifiuti riveste una piccola parte. La crescita del business è determinata non solo dalle necessità degli utenti (i quali si rivolgono a fonti energetiche alternative a seguito dei crescenti costi correlati all'impiego di energie tradizionali), ma anche da vincoli amministrativi e normativi: l'Italia si è impegnata, con l'approvazione del pacchetto clima-energia, a conseguire gli obiettivi fissati dall'Unione Europea per il 2020, ovvero: ridurre del 20% l'emissione di gas a effetto serra; portare al 20% il risparmio energetico; aumentare del 20% il consumo di fonti rinnovabili con particolare attenzione alle biomasse, eolico e fotovoltaico. L'incidenza del costo dell'energia sul totale dei costi d'impresa è un tema caro agli imprenditori: secondo una ricerca condotta da SMP e dal Gruppo 24Ore (http://energia24club.it/01NET/Card_Library/Il_mercato_delle_energie_rinnovabili_in_Italia.pdf) su sessanta energy manager italiani, emerge che oltre il 70% delle aziende intervistate, è attento alla tematica delle energie rinnovabili, ma solo un terzo di queste riesce a orientarsi

verso fonti rinnovabili. Il mercato dell'energia da fonti alternative è caratterizzato dalle esigenze degli utenti, che determina anche la tipologia di impianto installato e la relativa grandezza: si configurano vari segmenti, dal mercato residenziale, alle centrali. Potenza, dimensione dell'impianto e utilizzo dell'energia caratterizzano le varie tipologie di segmenti di mercato.

Figura 6.1
IL MERCATO DELL'ENERGIA DA FONTI ALTERNATIVE E LE TIPOLOGIE DI IMPIANTI PER GRANDEZZA



Fonte: gruppo 24Ore, SMP

A seguito anche delle normative europee in merito di tutela ambientale (con particolare riferimento alla progressiva dismissione delle discariche che attualmente alimentano il 69% degli impianti a biomasse) si andrà da una parte a favorire gli impianti di dimensione mediopiccola, dall'altra la riorganizzazione del sistema di produzione ed erogazione dell'energia. La gestione degli scarti industriali sarà sempre più critica nei territori "manifatturieri". L'attività di NSE si svolge quindi in un contesto altamente competitivo, caratterizzato da una crescente domanda che rende il business attraente per nuovi entranti e da un livello tecnologico sempre più avanzato. Le innovazioni ecologiche introdotte dalle aziende sono "forzate": analizzando i driver di spinta all'investimento in innovazioni "ecologiche" si evidenzia il ruolo cogente della normativa attuale o futura (Gruppo 24Ore). In questo business le barriere all'ingresso sono elevate e consistono nell'entità degli investimenti iniziali e nel know how richiesto (sebbene siano disponibili percorsi formativi specializzati nel segmento dell'energy management).

- *Il Biotech*

Nel 2010 in Italia erano 375 le imprese operanti nel biotech (in particolare nella ricerca e sviluppo) di cui 221 aventi come core business le biotecnologie; l'Italia è, quindi il terzo paese Europeo per numero di imprese biotech e per crescita (+2,8% tra 2009 e 2010)³. Le imprese operanti in questo settore hanno una tendenza spiccata agli investimenti in R&D: l'incidenza degli investimenti R&D sul fatturato è del 25% e può arrivare fino al 45% nel caso delle imprese "pure biotech" (Rapporto Farindustria 2012). Tra le imprese biotech è particolarmente utilizzata come forma di finanziamento il VC e il PE. Fondamentalmente i

modelli di sviluppo delle imprese operanti nel settore sono tre: pipeline centric, technology centric e know how centric. Le imprese che adottano un modello pipeline, adottano una strategia orientata al prodotto e sono caratterizzate da forti investimenti in Ricerca e Sviluppo (R&S) con tutti i rischi che da questo modello possono derivare: si tratta di un processo lungo e strutturato con elevati costi e un rendimento differito nel tempo, sebbene persista un rischio di fallimento molto alto e un livello di know how e risorse iniziali limitate che debbono essere ampliate con opportune strategie aziendali. Gli altri due modelli di sviluppo pongono al centro la tecnologia e il know how. Indipendentemente dal modello adottato le partnership sono essenziali per la sopravvivenza dell'impresa e le aziende dipendono fortemente dalla disponibilità di finanziamenti pubblici.

Tabella 6.4
CORRELAZIONE TRA MODELLO ORGANIZZATIVO, STRATEGIE DI ACCORDO E FONTI DI FINANZIAMENTO, IMPRESE FARMACI BIOTECH

Modello	Percentuale imprese che adottano il modello	Principali strategie di accordo	Principali fonti di finanziamento
<i>Pipeline centric</i>	50	Partnership (33%), In-licensing (19%)	VC/PE (35%), autofinanziamento (21%)
<i>Technology centric</i>	23	Partnership (53%), In-licensing (18%), acquisizione prodotti/servizi (18%)	Finanziamenti pubblici (32%), autofinanziamento (32%)
<i>Know how centric</i>	27	Partnership (48%), In-licensing (19%), acquisizione prodotti/servizi (19%)	Finanziamenti pubblici (32%), autofinanziamento (29%) Indebitamento (14%)

Fonte: Rapporto Farmindustria (2012, p. 28)

Il business delle biotecnologie è in crescita ed è fortemente dinamico: il tasso di natalità è particolarmente elevato, tuttavia, essendo un business giovane è necessario attendere per poter definirne il tasso di mortalità dato che per molte imprese la sopravvivenza è legata al grado di raggiungimento degli obiettivi (in termini di efficacia del processo di R&D) prefissati. Essendo fortemente legato all'esistenza di incentivi pubblici, il business non è facilmente accessibile, anche a causa dell'elevata specificità delle competenze necessarie.

- *Illuminazione e sorgenti luminose*

Il business delle sorgenti luminose è stato recentemente rivoluzionato dai nuovi provvedimenti che ne hanno modificato le dinamiche competitive interne, aprendo a nuovi segmenti di mercato in cui il tasso di crescita è superiore rispetto a quelli dei prodotti "tradizionali".

A seguito delle direttive europee il divieto di commercializzare lampadine a incandescenza, ha aperto nuove opportunità di business per chi opera nell'illuminazione; oltre al business delle lampade a basso consumo, un interessante mercato è quello delle lampadine LED. La ricerca di modalità di illuminazione alternative alla lampadina a incandescenza e il crescente prezzo dell'energia, stanno facendo crescere la quota di mercato europeo del LED, che McKinsey stima possa arrivare dall'attuale 7% al 45% nel 2016 e superare il 70% nel 2020 (fonte: McKinsey). L'Italia ha un giro d'affari di 12,8 milioni di euro nel mercato delle lampade a Led e controlla attualmente il 16,3% del mercato europeo. L'Europa rimane il secondo mercato mondiale con 78,4 milioni di euro. Per il 2017 si prevede che il giro di affari mondiale passi dagli attuali 343,3 milioni di euro a 1,325 miliardi di euro (fonte: QuotidianoEnergia). Il tasto dolente, però, consiste nell'elevato costo dei fornitori, che incide fortemente sul prezzo finale e sulla capacità dell'impresa di realizzare margini di guadagno adeguati. Si tratta quindi di un business particolarmente attrattivo e dinamico e, data la possibilità di esternalizzare facilmente le fasi produttive in paesi in cui il costo della manodopera è minore, l'ingresso di nuovi entranti non risulta particolarmente difficile.

- *La Musica Digitale*

Il mercato della musica liquida (ovvero brani musicali memorizzati sotto forma di file su supporti informatici quali hard disk, memorie USB, ecc.) è particolarmente dinamico dato che si avvale di continue innovazioni e il numero degli operatori del settore è in forte crescita, tanto che a ragione si può sostenere che non si tratti più di un mercato di nicchia. Nel 2014 si stima che il market share della musica liquida raggiungerà il 65% il che equivale ad un fatturato di circa 16 miliardi di dollari di cui la musica digitale ad alta risoluzione rappresenterà il 20% (fonte: innovazione) .

- *Fotovoltaico e nanotecnologie*

Il mercato del fotovoltaico ha subito una crescita repentina negli ultimi anni, grazie anche a una politica di incentivi statali che ha contribuito alla diffusione degli impianti a livello nazionale. Tuttavia il 2012 è stato segnato da una crisi dovuta a più fattori: in primo luogo una sovrapproduzione ha generato una caduta dei prezzi dei moduli destinati alle installazioni di impianti; in secondo luogo la massiccia presenza sul mercato di produttori provenienti da paesi emergenti ha contribuito ad un inasprimento del grado di concorrenza tra le imprese. Molte imprese sono fuoriuscite dal mercato: nel 2012 in Italia si contano circa 150 aziende, ma solo due anni prima la popolazione si attestava intorno alle 750 unità. Secondo le previsioni il mercato sarà interessato da acquisizioni e da concentrazioni: per la GTM Research nel 2015 il 60% dei produttori chiuderà o verrà acquisito e anche le imprese che hanno de localizzato in Cina si troveranno in grande difficoltà, anche a causa della situazione difficile nelle trattative commerciali tra USA, Cina ed Europa. Quello del fotovoltaico è un settore in cui gli investimenti in ricerca e sviluppo sono particolarmente rilevanti, oggi: la crescente competizione ha spinto verso un incremento del contenuto tecnologico delle produzioni e il ruolo della ricerca è essenziale per migliorare il livello di performance dei prodotti, aumentandone la resa e l'efficienza. In quest'ottica è cresciuto l'impiego di prospettive multidisciplinari per lo studio del problema della resa energetica, ad esempio. Le nanotecnologie hanno progressivamente preso campo nel processo di ideazione e sviluppo di nuovi prodotti, con l'obiettivo di realizzare materiali flessibili, poco ingombranti ed altamente performanti. Si tratta quindi di un settore particolarmente dinamico, in cui la Ricerca è in continua evoluzione e sta raggiungendo risultati considerevoli.

- *Polimeri ecocompatibili biodegradabili*

Gli anni 90 hanno visto un crescente interesse nei confronti dei biopolimeri e dei polimeri ecocompatibili a seguito di una aumentata sensibilità nei confronti delle tematiche ambientali, sollecitata anche dalla scarsa sostenibilità dell'impiego di materiali tradizionali vincolati alle risorse petrolifere e fossili (in termini non solo di impatto ambientale, ma anche di conservazione delle risorse). Attualmente il mercato dei biopolimeri è concentrato in applicazioni nel settore del packaging in generale, ma le recenti tendenze sono per un impiego diversificato del prodotto interessando anche settori quali le applicazioni ingegneristiche e i beni durevoli . Inutile sottolineare il ruolo primario della ricerca. L'Europa Centrale è particolarmente impegnata nella ricerca nell'ambito dei materiali biodegradabili e molti sforzi economici sono stati effettuati dalle istituzioni per finanziare la ricerca nel settore (si pensi al solo progetto "Central Europe" che ha al suo attivo un finanziamento di 231 milioni di Euro).

Il settore quindi è caratterizzato da un forte dinamismo, grazie anche alle continue evoluzioni e ai risultati ottenuti nella ricerca, nonché alla diversificazioni degli impieghi, come abbiamo visto.

In Italia, stando ai dati di Interplast, vi sono 26 produttori commerciali di biopolimeri, mentre, sono circa 60 le aziende attive nel campo della ricerca e sviluppo dei biopolimeri.

Al di là dell'attrattività del settore, vi sono degli elementi che ogni azienda interessata ad investire nel business dovrebbe attentamente considerare. In primo luogo, questo è un business in cui l'elemento "normativo" incide particolarmente: reperire una definizione univoca, ad esempio, dei termini è difficile; nel caso dei biopolimeri vi sono fonti che offrono interpretazioni diverse. Questo porta alcune conseguenze nelle stime del mercato, nell'interpretazione dei dati e nel raggiungimento di una chiarezza obiettiva in materia. Altra natura hanno invece le problematiche legate al processo di produzione. Un problema da affrontare è sicuramente quello dei costi per la realizzazione del prodotto; l'elevata entità dei costi rende il business facilmente aggredibile da imprese di grandi dimensioni che possono sostenere gli investimenti necessari e fronteggiare le spese inerenti l'attività più facilmente rispetto a imprese di dimensioni ridotte. Ulteriori problemi possono essere connessi all'approvvigionamento delle materie prime per la creazione dei prodotti finali. Infine l'attenzione va posta sul ruolo della ricerca, che è fondamentale per risolvere criticità legate al prodotto (es, il ciclo di vita del prodotto) nonché favorire la diffusione dell'impiego in ambiti nuovi.

- *Dental Care Service*

I servizi odontoiatrici sono di due tipi: da un lato ci sono le cure vere e proprie e dall'altro vi è una serie di servizi offerti che hanno elementi sia curativi che estetici. Va ricordato che le cure odontoiatriche erogate dal servizio sanitario ricoprono una modesta percentuale sul totale delle cure offerte in Italia e viene stimato che circa il 90% della spesa odontoiatrica privata è sostenuto direttamente dal paziente. L'offerta è parcellizzata e l'accesso al mercato regolamentato dalle restrizioni al numero di professionisti. Tuttavia determinate cure e servizi possono essere erogati da figure professionali diverse dallo specialista in odontoiatria e sono di più facile diffusione e accesso. Va sottolineato, dunque, che la diversità delle cure offerte permette una segmentazione del mercato. Il settore negli ultimi anni ha dovuto anche subire la concorrenza dell'estero ed ha visto nascere un fenomeno di vero e proprio turismo odontoiatrico.

- *Sistemi integrati di domotica*

Il mercato della domotica ad uso abitativo è composto, secondo Assodomotica, da quattro segmenti: il primo segmento è costituito dalle "applicazioni avanzate" per residenze private di pregio; il secondo è costituito da quegli impianti realizzati su richiesta dell'utente finale e che non coinvolgono, come nel primo caso, figure come architetti, ma solo gli installatori. Il terzo segmento è quello degli "impianti base" che vengono offerti a capitolato dalle aziende di costruzioni e infine quello per i disabili e gli anziani. Le applicazioni della domotica sono infinite e le soluzioni offerte sono in continua evoluzione. La richiesta è aumentata negli ultimi anni, grazie ad una maggiore informazione in merito, una accessibilità tecnologica facilitata che ha permesso una riduzione dei costi e, infine, un orientamento culturale particolarmente predisposto ad accogliere tale tipo di novità. Il trend di crescita in Italia è molto sostenuto: nel 2005 sono stati realizzati 10.000 impianti domotici per un fatturato di 42 milioni di Euro e le previsioni per il 2013 sono superiori a 100.000 impianti per un giro di affari di 440 milioni di Euro. La crescita è sostenuta anche dall'innovazione continua e dall'accessibilità della tecnologia.

- *Ricerca farmacologia e drug discovery.*

La ricerca nell'ambito farmacologico che prevede l'utilizzo di biotecnologie è costantemente in via di sviluppo. Il problema principale legato all'introduzione di nuovi farmaci consiste nel costo che l'immissione di un nuovo medicinale sul mercato comporta oltre a tutta una serie di problemi connessi al test del farmaco e alla sua efficacia che toccano non solo la sfera economica, ma anche quella etica. La competizione interna al settore è molto elevata, anche perché un modo per abbassare il costo relativo alla produzione di nuovi farmaci consiste nel porre come punto di partenza lo stesso principio attivo o struttura molecolare dei farmaci dei concorrenti. Tralasciando in questa sede gli aspetti più dettagliati del business della ricerca farmacologica in ambito biotech e del segmento di drug discovery, ci preme sottolineare solo alcuni aspetti: in primo luogo la dinamicità che caratterizza l'ambiente competitivo; in secondo luogo l'elevato livello di know how e di competenze necessarie per operare nel settore; infine il ruolo che le piccole imprese, le start up e gli spin off universitari possono avere nella ricerca in questo ambito e, più in generale nelle biotecnologie.

- *Sensoristica Wireless*

Il mercato dei sensori wireless è in forte crescita. Stando alle ricerche di mercato, il giro d'affari globale legato a questo business è stato, nel 2011 pari a 790 milioni di dollari e le stime prevedono che si arrivi a toccare i 4,7 miliardi di dollari nel 2016, con una crescita del 43,1% (Bcc Research in Elettronica News.it). Gli impieghi sono numerosi e si individuano sei segmenti: impianti industriali (che copre il 46% del mercato), automazione residenziale e gestione dell'energia, medicina, logistica e trasporti, ecologia e agricoltura, difesa e sorveglianza. Ognuno di questi segmenti ha tassi di crescita diversi e segue dinamiche particolari, ma in generale il trend è estremamente positivo. Il settore, quindi, è particolarmente attrattivo ed estremamente competitivo, caratterizzato da un elevato contenuto tecnologico dei prodotti.

6.3

Le imprese, una breve descrizione

- *Wiva SpA*

Wiva SpA, ha sede a Firenze, ed opera nella produzione e commercializzazione di sorgenti luminose (lampade a basso consumo) ed interposizioni elettriche (multiprese, spine e prese, adattatori) dai contenuti tecnici innovativi. La progettazione dei prodotti avviene internamente e a molti prodotti sono associati brevetti esclusivi dell'azienda. La realizzazione dei prodotti è esternalizzata e avviene principalmente in Cina, mentre Wiva si occupa della commercializzazione in Italia. Attraverso un prestito obbligazionario di 1.200.000 euro nel gennaio 2011 è intervenuto il Fondo Toscana Innovazione, con facoltà per SICI di esercitare la conversione in due finestre temporali: in seguito all'approvazione del bilancio 2010 ed in seguito all'approvazione del bilancio 2011. Il supporto economico è stato destinato a potenziare le attività di marketing & sales dell'azienda, in modo da aumentare il livello delle vendite e conseguentemente il fatturato con i prodotti esistenti e altri nuovi. L'azienda progetta internamente i propri prodotti, molti dei quali integrano brevetti esclusivi dell'azienda, ne affida la realizzazione a fornitori cinesi e si occupa direttamente della commercializzazione di tali prodotti in Italia; i vantaggi competitivi sono basati sulle elevate prestazioni tecniche dei prodotti e sul costo ridotto degli stessi, reso possibile dalla flessibilità della struttura organizzativa che consente di minimizzare le spese di produzione ed i costi fissi.

- *NSE Industry*

NSE è una società per azioni con sede ad Empoli operante nel campo delle energie rinnovabili. La sua fondazione risale al 2008 e i soci fondatori sono imprenditori e professionisti con competenze ed esperienza nel settore del recupero energetico da rifiuti. L'attività principale dell'azienda consiste nella progettazione e realizzazione di soluzioni tecnologiche innovative per la produzione di energia dalla valorizzazione dei rifiuti e scarti industriali.

L'azienda si propone di raggiungere il proprio scopo attraverso la realizzazione di un innovativo impianto flessibile, trasportabile e modulare che consenta la trasformazione efficace di rifiuti e scarti solidi in energia, senza la necessità di trasferirli verso i centri di stoccaggio o discariche, rispettando l'ambiente. Alla base del progetto, vi è un processo brevettato di pirogassificazione ad alta temperatura ed in carenza di ossigeno che consente un elevato rendimento energetico con una limitata produzione di scorie solide e polveri. Il nuovo procedimento, quindi, permette di combinare elevati rendimenti energetici con bassi tassi di emissioni inquinanti. Ad agosto 2010 è intervenuto il fondo, con un aumento di capitale di euro 200.001, pari al 12% delle azioni della società; successivamente, a dicembre 2010, il fondo ha sottoscritto un Prestito Obbligazionario Convertibile per euro 299.520. NSE è partecipata anche da un altro fondo, un fondo europeo di VC denominato 360° Capital Partners.

L'innovatività della business idea di NSE è duplice: le dimensioni ridotte dell'impianto Nse Start e il processo di pirolisi. Ogni mini impianto costa tra i 5 e gli 8 milioni di euro (fonte: Il Sole 24 Ore). Le dimensioni ridotte (pari a un container) consentono un facile spostamento e installazione dell'impianto, riducendo così i costi (sia economici che ambientali) connessi al trasporto dei rifiuti nel luogo dello smaltimento nonché i costi di installazione della struttura. L'impatto visivo è minimizzato, e i tempi di installazione sono ridotti rispetto alle "soluzioni" tradizionali. Un altro vantaggio è la modularità degli impianti: è possibile installare più impianti in serie per aumentarne la resa.

- *Toscana Biomarkers*

Toscana Biomarkers è il frutto di una collaborazione di docenti delle Università di Firenze (in particolare il Laboratorio Interdipartimentale di Chimica e Biologia di Peptidi e Proteine, Pept Lab) e di Pisa (Unità di Immunologia Clinica). L'azienda è nata nel 2006 con lo scopo di sviluppare nuove tecnologie nel campo della diagnostica molecolare. Nel 2007 l'azienda è stata finanziata da due soci istituzionali: Biofund e SICI. SICI è intervenuta tramite il fondo Toscana Venture. Nel maggio 2009 è intervenuta nel capitale Toscana Innovazione con un apporto complessivo di 2,1 milioni di euro, ottenendo, così una partecipazione del 55% al capitale. Il periodo di "copertura" del fondo è di 24 mesi dalla data della stipula. Oltre a Toscana Innovazione, gli altri soci sono i soci promotori (10%) e Biofund (35%).

- *M2Tech*

M2Tech nasce nel 2009 come impresa familiare, dall'esperienza di Nadia Marino e di suo marito. L'azienda si trova presso il Polo Tecnologico di Navacchio ed opera nel campo dei sistemi audio ad alta fedeltà (hi-fi), progetta, produce e commercializza sistemi audio innovativi per la gestione e la fruizione di musica digitale di alta qualità. La progettazione e lo sviluppo dei prodotti avviene internamente, mentre la realizzazione è esternalizzata, la commercializzazione viene svolta dall'azienda. Il Fondo Toscana Innovazione acquisisce una partecipazione tramite un aumento di capitale di 250mila euro, ottenendo il 40% delle azioni della società nel maggio 2011 con lo scopo di sostenere le spese di ricerca e di personale necessarie alla piena realizzazione della gamma di prodotti prevista.

- *Siena Solar Nanotech*

Siena Solar Nanotech (o 2SN) è una SpA operante nel settore delle nanotecnologie e con sede a Siena. L'azienda si è costituita nell'ottobre 2007 come spin-off della Organic Spintronic, una società di ricerca a sua volta spin-off del CNR di Bologna nata nel 2003. 2SN ha acquistato i brevetti di OS sulle applicazioni sulla tecnica PPD con lo scopo di tradurre in pratica le idee sviluppando delle applicazioni industriali. Il core business consiste nella realizzazione di celle solari flessibili su film sottili per la cui realizzazione si è provveduto all'elaborazione di un prototipo di un macchinario a processo continuo basato sulla tecnologia Pulsed Plasma Deposition (PPD). L'azienda ha all'attivo uno stabilimento per la produzione di macchinari (cannoni al protoplasma) e/o di celle fotovoltaiche a film sottili. La compagine sociale dell'azienda comprende alcuni ricercatori del CNR-ISMN di Bologna, investitori finanziari e partners industriali attivi nei settori dell'elettronica e della termoidraulica. Uno degli asset immateriali a disposizione dell'azienda è un brevetto per i processi utilizzati nella realizzazione di celle fotovoltaiche basate sulla tecnologia PPD. Nel settembre 2009 interviene il fondo con un finanziamento pari a 1.186.200 euro, che equivale al 20% delle quote della società.

Le attività in cui l'azienda è stata impegnata nel corso del 2010 sono sostanzialmente tre. La prima è la realizzazione e caratterizzazione di celle fotovoltaiche sperimentali (di piccole dimensioni) su supporto fisso e flessibile realizzate tramite deposizione di film sottili con tecnologia PPD. La seconda attività è costituita da test ed ottimizzazione del dimostratore lineare per la deposizione tramite tecnologia PPD di film sottili in configurazione multi-cannone e in linea (larghezza 5 cm). La terza attività consiste infine nello studio di fattibilità per la realizzazione di un impianto pre-industriale per la deposizione tramite tecnologia PPD di film sottili in configurazione multi-cannone e in linea (larghezza 30 cm). Oltre alle attività di estione operativa, l'azienda è seriamente impegnata in ricerca; tramite la ricerca si è perfezionato il metodo di deposizione in modo da garantire rendimenti delle celle superiori al 10%.

- *Protera*

Protera Srl ha sede a Firenze ed è uno dei primi spin-off dell'Università di Firenze. L'azienda nasce nel 2003 dall'iniziativa di tre ricercatori del Centro di Risonanze Magnetiche (CERM) del Polo Scientifico Universitario di Firenze – i professori Ivano Bertini, Lucia Banci e Claudio Luchinat – che decidono di puntare sul mercato delle biotecnologie e sviluppare nuovi target farmacologici e di metodi innovativi per la definizione di nuovi candidati farmaci. Protera opera così nel campo della “drug discovery” operando in vari settori, dalla produzione di molecole per la realizzazione di cosmetici e pro farmaci alla ricerca oncologica. A sei anni dalla sua fondazione, nel 2009, un passo importante, quello dell'intervento del Fondo Toscana Innovazione, per un totale di 3 milioni di euro suddivisi varie tranches. L'attività di Protera è stata monitorata nel corso degli anni per verificarne sia l'effettivo svolgimento e la coerenza con gli obiettivi prefissati nel piano industriale; nel 2010 a fronte della presentazione dei risultati dei test preclinici (affidati in outsourcing alla società Abiogen), lo Scientific Advisory Board della Società ha formalmente comunicato che, sebbene siano stati raggiunti alcuni tra obiettivi scientifici delle singole linee di ricerca fissati nel piano industriale, non si è perfezionata la conclusione di alcuni contratti di licenza che erano stati prospettati in fase di redazione del piano industriale e, per questo motivo non si sono raggiunti quei risultati che erano stati prefissati dal contratto di investimento. La conseguenza del mancato conseguimento dei risultati economici previsti, ha sciolto il fondo dall'obbligo di versare altre tranches di finanziamento. Nel primo trimestre del 2011, l'azienda è stata messa in liquidazione volontaria con decisione unanime dei soci e alla fine del 2010, il fondo ha provveduto a svalutare, prudenzialmente, la partecipazione in Protera Srl.

- *Aesthetic Dental Center Srl*

L'azienda, la cui sede legale è stata recentemente spostata da Grosseto a Firenze, nasce dall'intuizione del management di un'azienda leader in Italia nella distribuzione di prodotti, apparecchi e arredamenti nel settore odontoiatrico, di creare, gestire e organizzare nel giro di tre anni, una catena di 100 Centri d'Igiene Dentale, dislocati su tutto il territorio nazionale, da inserirsi in luoghi strategici quali Centri Commerciali, Outlet, Aeroporti, SpA, ecc. Dato che i servizi e i trattamenti per l'igiene dentale non sono sottoposti alla normativa prevista per le prestazioni mediche, l'Aesthetic Dental Center (ADC), è stata creata con lo scopo di inserirsi in un nuovo business attraverso punti vendita medio/piccoli e basando il proprio vantaggio competitivo su costi di localizzazione inferiori rispetto ai canoni tradizionali e su rapporti di fornitura delle apparecchiature particolarmente vantaggiosi; il socio di maggioranza, infatti, si è impegnato a garantire le forniture dell'apparecchiature per i primi 10 centri ADC con lunghe dilazioni commerciali e a non richiedere alcun pagamento fino a quando i punti vendita in oggetto non saranno in grado di avere dei flussi di cassa positivi

- *Digitart*

L'azienda Digitart è stata fondata da Nicola Tinucci nel 2000 ed ha sede a Pisa. Il core business dell'impresa è l'installazione di impianti di distribuzione di segnali audio e video; le tecnologie innovative e l'alta qualità dei materiali impiegati hanno permesso una "customerizzazione", ovvero un alto orientamento alle esigenze della clientela nella progettazione e nella configurazione dei sistemi realizzati. Nel 2009 fa il suo ingresso il Fondo Toscana Innovazione. Complessivamente il finanziamento stanziato ammonta a 2 milioni di euro suddivisi in tranches (la prima pari a 800mila euro). Sebbene il business godesse di prospettive di crescita e consolidamento, il risultato economico del 2009 è stato al di sotto delle aspettative e del piano di crescita preventivato nel business plan. L'origine di tale andamento è da riscontrarsi in una crisi delle commesse: in particolare, l'azienda si è trovata in difficoltà a causa della sospensione di alcune grandi commesse legate al settore nautico e in particolare al mercato dei superyacht, particolarmente toccato dalla crisi finanziaria. La situazione si è via, via, deteriorata, fino alla decisione, nel 2011 di non riavviare il business. In via "prudenziale", il 31 dicembre 2010 si è proceduto a svalutare la partecipazione in portafoglio, mentre nel maggio 2011, dato che non sussistevano le condizioni per un concordato preventivo, si è deciso di presentare istanza di fallimento.

- *Montalbano Technologies*

L'azienda ha sede a Pistoia ed opera nel settore ICT wireless. La modalità con cui l'impresa nasce rappresenta un caso particolare tra le imprese analizzate: infatti è costituita come spin-off di un'importante impresa ligure operante nel campo agroalimentare; l'azienda viene acquisita nel mese di febbraio 2010, in co-investimento con Fidi Toscana SpA. L'attività dell'impresa si concentra sulla produzione e commercializzazione di sistemi di localizzazione a radiofrequenza (RFID) e di reti di sensori multifunzionali capaci di comunicare tra loro mediante tecnologia wireless (Wireless Sensor Network - WSN). L'intervento del Fondo Toscana Innovazione avviene in due step: in un primo momento il fondo apporta, con una soluzione unica, un totale pari a 1.080.000 euro; successivamente, a dicembre 2010, avviene una sottoscrizione di una quota di Prestito Obbligazionario Convertibile emesso dalla Società, per 720.000 euro, ottenendovi garanzia da parte di Fidi Toscana per un ammontare pari al 50% dell'eventuale perdita che il fondo dovesse subire. Il supporto del fondo è destinato allo sviluppo delle attività di commercializzazione e il lancio di nuovi prodotti. Dinamiche esterne alla società, hanno però rallentato la fase di commercializzazione dei dispositivi MT prevista per il 2010. Di

conseguenza il bilancio della società al 31 dicembre 2010 ha riportato un EBITDA negativo per 567mila euro ed una perdita d'esercizio pari a 1,3 milioni di euro in linea con il risultato dell'anno anteriore.

Sul piano delle trattative commerciali sono state perfezionate trattative e contratti con importanti clienti, come il "contratto pilota" concluso con Auchan, una delle aziende leader nella GDO. Secondo il management, gli sviluppi commerciali avrebbero dovuto generare un fatturato pari a 2,3 milioni di euro nel 2011 (recepito nel piano 2011 con un abbattimento prudenziale del 35%) ed un EBITDA in sostanziale pareggio. Sebbene si siano registrati segnali di incoraggiamento (dal 2012 era previsto un ulteriore incremento del fatturato in termini molto rilevanti (€ 4,5 mln) in relazione all'ulteriore arricchimento del portafoglio prodotti e al totale recupero delle perdite pregresse; inoltre alcuni investitori esterni orientali avrebbero manifestato la loro intenzione a investire nel capitale sociale dell'azienda), il fondo a febbraio 2012 è uscito dal capitale sociale dell'impresa. L'impresa, infatti, ha incontrato varie difficoltà derivanti da un avverso andamento dei mercati che non ha permesso di raggiungere quegli obiettivi che erano stati individuati nel piano di sviluppo iniziale.

- *Ecopol*

Ecopol è stata fondata nel 2009 ed è una SpA con sede operativa a Lucca. Ecopol è attiva nel business dei Polimeri e bioplastiche. In particolare concentra la sua attività nello studio e ricerca di nuove tecnologie e processi su materiali eco-compatibili e/o biodegradabili le cui caratteristiche/meccaniche e chimico/formulative possono essere modificate attraverso particolari tecniche di processo, in modo da rendere i propri prodotti bio plastici molto versatili ed adattabili alle specifiche esigenze della clientela per molteplici applicazioni (medicosanitarie, packaging, militare e petrolifero). Nel 2010, primo esercizio di piena attività dell'azienda, il volume di affari è pari a 477mila euro. Il 2011, invece, è caratterizzato da una formalizzazione della struttura organizzativa dell'azienda, il cui organico è composto da 14 dipendenti, e dal suo definitivo insediamento a Capannori. Le previsioni sul fatturato sono ottimistiche e si prevede il raggiungimento degli obiettivi definiti in sede di redazione del piano industriale. I rapporti con i principali clienti di riferimento sono stati consolidati nel 2011, il che dimostra la capacità dell'impresa di creare una serie di relazioni stabili con la clientela.

L'innovatività della tecnologia Ecopol è stata determinante nel catturare l'interesse di altre imprese: in particolare un operatore estero ha manifestato l'intenzione di acquisire e sfruttare il know how e la tecnologia aziendale limitatamente all'area dell'Est Europa attraverso una licenza d'uso pari a 20 milioni di euro. La tecnologia Ecopol è protetta da brevetti internazionali: oltre ai quattro brevetti registrati sono in fase di ultimazione altre domande di brevetto. Un altro passo importante consiste nel percorso di certificazione delle emissioni di CO₂ intrapreso dall'azienda. L'azienda è impegnata in vari progetti di ricerca a livello europeo e nazionale.

6.4

L'incidenza di fattori ambientali come fonte di difficoltà

I fattori esterni all'impresa contribuiscono in misura determinante alla performance dell'azienda: avvenimenti imprevedibili o cambiamenti repentini nel mercato, oltre ad errori di valutazione da parte del management, possono influire negativamente sui risultati dell'impresa.

Nel caso dell'impresa 1, si evidenzia il ruolo fondamentale che le componenti esterne possono avere sul regolare svolgimento dell'attività dell'impresa: nel caso specifico, l'esistenza

di gruppi di pressione esterni all'impresa organizzati localmente, hanno determinato un rallentamento significativo del normale svolgimento dell'attività dell'azienda. Il business di riferimento dell'impresa si presta a resistenze da parte di gruppi di utenti e di comunità locali; l'impresa, quindi, si trova a dover fronteggiare tutta una serie di problematiche politiche e sociali, nonché la necessità di informare adeguatamente i cittadini sulle caratteristiche della propria attività. Ne consegue un impegno non preventivamente calcolato e un dispendio di energie per rispettare i tempi previsti per lo svolgimento delle attività; è facile intuire che tale situazione possa avere ripercussioni sul risultato economico dell'impresa.

Anche l'impresa numero 2 ha dovuto fronteggiare tutta una serie di problemi tipici che le imprese devono affrontare nel momento in cui le idee innovative tentano di conquistare il mercato. Stessa situazione per la numero 4.

Il caso dell'impresa 6 è emblematico: questa azienda ha risentito dell'andamento del mercato, che ha reso impossibile raggiungere gli obiettivi previsti dal piano industriale e un livello di utile tale da far sperare in una ripresa dell'attività. Questa situazione ha portato all'uscita del fondo, visto il persistere della crisi in cui versava l'impresa. Anche l'esperienza dell'impresa 8 è stata deludente: sebbene l'idea fosse innovativa e ci fossero degli spazi nel mercato per questa azienda, non si sono verificate le condizioni perché si realizzassero performance tali da poter sostenere la crescita dell'impresa, che ha deciso, quindi, di cessare la propria attività.

In genere le aziende lamentano una difficoltà ad affrontare le condizioni competitive esterne e mostrano una debolezza nei confronti del potere che le dinamiche del mercato possono avere sui risultati economici.

6.5

Produzione e attività

La modalità con cui la produzione è organizzata riflette sia il grado di flessibilità dell'impresa (in termini di variabilità di prodotto e di capacità della struttura di adattarsi ai cambiamenti richiesti), che le caratteristiche del prodotto. In alcuni casi, infatti, è impossibile adottare modelli produttivi più flessibili, proprio a causa della tipologia di prodotto/servizio realizzato. Tuttavia, è stato valutato anche il livello di specializzazione produttiva delle imprese, in modo da poter offrire degli spunti di riflessioni sulla capacità dell'impresa stessa di adeguarsi ai cambiamenti esterni in relazione alle dinamiche competitive del business di riferimento.

Una riflessione va fatta anche sul ruolo del cliente e del partner commerciale nella definizione e adeguamento dell'offerta di prodotto.

L'impresa 1, è specializzata in un solo tipo di prodotto. L'azienda principalmente produce per clienti già acquisiti adattando il prodotto alle esigenze della clientela. Non opera quindi producendo un bene il cui collocamento sul mercato è incerto al momento della sua realizzazione, né si affida ad intermediari commerciali che ne facilitino la vendita. L'approccio con il cliente è diretto. Il ruolo della ricerca è fondamentale per l'impresa: le spese sostenute per la ricerca e attività connesse hanno generato una situazione in bilancio con un EBITDA negativo, ed una conseguente perdita di esercizio, in linea con le previsioni stimate dalla società.

L'azienda 2 ha un approccio diverso alla produzione, in quanto è impegnata a realizzare alcune varietà di un "prodotto"base. Il prodotto/servizio realizzato viene all'occasione adattato sulla base delle esigenze del cliente e del mercato; tuttavia, l'impresa non si avvale di alcun intermediario commerciale nel processo di individuazione delle caratteristiche di adattamento, ma tratta direttamente con clienti precedentemente selezionati per definire i nuovi "tratti" del

“prodotto”. La “produzione” avviene a seguito dell’individuazione degli sbocchi commerciali: l’azienda non realizza infatti il prodotto prima di averne identificato l’acquirente. Questo avviene anche per le caratteristiche produttive e per le specificità dell’offerta. L’azienda ha chiuso il 2010 con un EBITDA negativo, corrispondente alla perdita di periodo. I risultati conseguiti ed i dati economico-finanziari sono in linea con quanto previsto nel business plan quinquennale presentato al Fondo Toscana Innovazione al momento dell’investimento. L’azienda, comunque, ha mostrato un’efficacia nel raggiungimento degli obiettivi stabiliti e ha prospettive di crescita dovute alla capacità di costruire relazioni con partner operanti nel settore. Inoltre l’azienda si è mostrata anche particolarmente attiva nella sottoscrizione di accordi commerciali.

Il caso numero 3 adotta molteplici approcci alla produzione: adatta sia il prodotto offerto alle esigenze del cliente o del mercato e alle volte prima produce e successivamente si impegna nel reperimento di un mercato per la propria offerta. L’adattamento avviene in alcune occasioni grazie ai suggerimenti di intermediari commerciali che sanno interpretare i bisogni dei clienti, o tramite il contatto diretto con clienti già acquisiti. Come si può notare, quindi, la modalità di adattamento del prodotto è piuttosto flessibile, in base al contesto in cui l’impresa si trova ad operare. Il supporto economico del Fondo è stato destinato a potenziare le attività di marketing & sales dell’azienda, in modo da aumentare il livello delle vendite e conseguentemente il fatturato con i prodotti esistenti e altri nuovi. L’azienda progetta internamente i propri prodotti, molti dei quali integrano brevetti di proprietà, ne affida la realizzazione a fornitori esterni (localizzati in Asia) e si occupa direttamente della commercializzazione di tali prodotti in Italia; i vantaggi competitivi sono basati sulle elevate prestazioni tecniche dei prodotti e sul costo ridotto degli stessi, reso possibile dalla flessibilità della struttura organizzativa che consente di minimizzare le spese di produzione ed i costi fissi.

L’attività della società nel 2010 si è concretizzata nello sviluppo e consolidamento delle trattative commerciali con alcuni clienti particolarmente importanti con lo scopo sia di aumentare il fatturato, che di ampliare la presenza sul mercato esistenti. Nel 2010 si è registrato un incremento dei ricavi del 50% rispetto all’anno precedente. Il risultato netto è positivo.

L’azienda numero 4, offre al mercato una linea di prodotti. L’azienda spesso adatta i propri prodotti sulla base delle esigenze dei clienti precedentemente acquisiti; raramente produce su commessa, bensì propone un prodotto base e apporta modifiche. Può accadere molto raramente che l’azienda si affidi ai suggerimenti degli intermediari commerciali per apportare modifiche sull’offerta. Avviene spesso, invece, che l’azienda apporti modifiche dopo aver discusso il da farsi con i clienti.

L’azienda 6 offre un prodotto base che si modifica a seconda delle esigenze del committente. I risultati sono stati negativi, a causa, come evidenziato prima, delle dinamiche esterne che l’azienda ha in qualche modo subito. Tuttavia la perdita del 2010 è stata in linea con il risultato di esercizio dell’anno precedente.

Per quanto riguarda, invece, l’azienda numero 7, l’impostazione delle attività produttive è programmata sulle specifiche esigenze della clientela con una marcata propensione all’adattamento su commessa.

6.6

Mercati & futuro

È stato preso in considerazione anche il grado di presenza sui mercati nazionali ed internazionali delle imprese. In particolare si sono valutati: il grado di apertura delle imprese ai mercati

stranieri e la penetrazione sul mercato nazionale, nonché il coinvolgimento in nuove trattative commerciali. Il livello di internazionalizzazione e l'organizzazione della struttura commerciale rientrano in una valutazione più ampia sulle strategie future delle imprese in esame. In generale, tutte le imprese, anche per rispettare i vincoli posti nei piani industriali proposti all'ente finanziatore, hanno mostrato una preoccupazione per il raggiungimento di livelli di fatturato più ampi. Questo obiettivo va ricollocato in un discorso più ampio di capacità produttiva e di risorse dell'impresa.

L'impresa 1 ha come mercato di sbocco principale quello nazionale e quello toscano; l'azienda ha, comunque, rapporti commerciali con partner europei. Viene percepita la necessità di espandersi all'estero, soprattutto in Medio Oriente e nell'Est Europa. Secondo quanto dichiarato, attualmente la rete di contatti commerciali dell'impresa è ampia, e ad oggi vi sono trattative commerciali in corso che farebbero ben sperare per un netto miglioramento del turnover aziendale. Le strategie commerciali, quindi, punteranno a un consolidamento dei mercati esistenti e alla presenza su nuovi. L'azienda ha più volte dichiarato la propria intenzione di aumentare il numero di dipendenti. Questo piano di crescita dimensionale è legato alla necessità di aumentare la produzione per ottenere risultati in termini di fatturato, requisito essenziale per il raggiungimento degli obiettivi del piano di sviluppo presentato all'investitore. La crescita dimensionale dell'impresa, per il futuro, avverrà attraverso un limitato livello di investimenti interni, controbilanciato da un intensificarsi degli accordi di produzione con altre imprese. Non si prevede di aumentare il grado di esternalizzazione delle fasi produttive; l'azienda intende mantenere al proprio interno quelle fasi e quegli elementi che generano valore; l'imprenditore auspica un aumento del valore delle immobilizzazioni materiali, attraverso un leggero aumento dei marchi e brevetti. In pratica la linea di crescita prospettata dall'impresa consiste nell'aumento della produzione seguendo la medesima strategia produttiva. La compagine societaria nel futuro potrà cambiare: l'imprenditore percepisce come obiettivo abbastanza rilevante il poter rilevare interamente l'impresa. L'impresa non si propone di aumentare il numero dei prodotti offerti mentre si attribuisce secondaria importanza la possibilità di realizzare ulteriori brevetti. Al fine di raggiungere gli obiettivi prefissati, l'impresa percepisce come di primaria importanza la stipula di accordi produttivi con altre imprese.

L'azienda numero 2 intrattiene rapporti commerciali con imprese Italiane ed Europee; nel futuro vorrebbero entrare nel mercato nord Americano. Parte dell'attività dell'impresa è orientata a soddisfare le esigenze di ricerca connesse ai progetti europei vinti. La crescita dell'impresa è in primo luogo crescita di fatturato. Per raggiungere tale obiettivo si renderà necessario investire e assumere nuovo personale, il cui numero è previsto in leggero aumento come per le immobilizzazioni. Quel che emerge è una strategia orientata a stabilire accordi commerciali con imprese operanti nel business e accordi produttivi. Si è propensi ad aumentare i brevetti e i marchi in azienda, il che significa un aumento del valore delle immobilizzazioni materiali a disposizione dell'impresa. L'imprenditore non percepisce come necessario rilevare la quota, anzi non ha ancora un'opinione in merito alla possibilità di acquisire la quota. Molto probabilmente il momento in cui verranno prese le decisioni in merito alla presenza e al ruolo imprenditoriale interno all'azienda sarà successivo al conseguimento della crescita; pertanto gli obiettivi ritenuti primari sono quelli dell'aumento del grado di raggiungimento di risultati e di un'intensificazione della presenza sui mercati.

Nel caso 3, l'azienda vende i propri prodotti in Toscana, in Italia e in Europa e nel futuro, oltre a voler consolidare la propria presenza sul mercato europeo, sperano di stabilire relazioni commerciali con gli Stati Uniti e con i paesi asiatici. Per quanto riguarda la strategia di crescita, è programmato l'ingresso in un business correlato. Il desiderio di crescita si traduce in: un aumento del numero dei dipendenti, delle linee di prodotto, delle immobilizzazioni materiali e

immateriale e del numero di accordi produttivi e commerciali con altre imprese. La crescita, pertanto, si dovrà sostenere con i proventi delle vendite dei prodotti; è previsto anche un netto aumento dell'esternalizzazione delle fasi produttive. L'imprenditore si è posto alcuni obiettivi, e quelli sentiti come estremamente rilevanti sono inerenti la presenza sui mercati e la realizzazione di brevetti e accordi con altre aziende. L'atteggiamento nei confronti del capitale sociale è di secondaria importanza: vendere la quota è un obiettivo completamente irrilevante per l'imprenditore; tuttavia, quando viene chiesto che grado di importanza ha rilevare la quota di proprietà del fondo di investimento, l'imprenditore risponde di non avere un'idea al riguardo.

L'azienda 4 è fortemente impegnata nell'esportazione dei propri prodotti ed è presente non solo nel mercato locale e nazionale, ma anche in Nord America, in Europa, compresa l'Europa dell'Est, in Asia e in Medio Oriente. Per quanto riguarda la struttura dell'offerta e il suo collocamento sul mercato, possiamo dire che i primi prodotti sono stati lanciati sul mercato nel 2010 mentre il completamento della gamma è avvenuto nel corso del 2011. I destinatari dei prodotti sono principalmente esteri (extra-UE) raggiunti mediante distributori specializzati. Il 2010 si è chiuso con EBITDA e un risultato netto positivi.

Come tutte le altre imprese analizzate, anche la 4 attribuisce una primaria importanza alla crescita di fatturato dell'impresa. L'aumento della produzione auspicata, dovrebbe avvenire per lo più internamente, il che determinerà un aumento del livello delle immobilizzazioni; accanto alla produzione interna, comunque, si affiancherà anche una produzione esternalizzata, in quanto è previsto un leggero aumento delle fasi produttive esternalizzate. La determinazione nel rilevare internamente la società è particolarmente elevata in questa impresa, che si pone come obiettivi primari l'aumento della presenza sui mercati e del numero di prodotti offerti. Tuttavia c'è un'indifferenza nei confronti dell'importanza dei brevetti per l'impresa, la cui realizzazione non è vista come un obiettivo particolarmente rilevante.

L'impresa numero 5 è caratterizzata da una incidenza particolarmente elevata dei costi di ricerca: il bilancio del 2010 si chiude con una perdita. D'altra parte, però, segnali molto incoraggianti provengono dagli operatori del settore, che, attratti dai risultati dell'attività di questa azienda, hanno manifestato il loro interesse per l'impiego della tecnologia sviluppata. Un punto su cui l'azienda ha intenzione di lavorare è il consolidamento dei mercati esistenti e lo sviluppo del mercato asiatico. Ad oggi l'azienda non ha avuto nessun cliente, proprio perché tutti i suoi sforzi sono stati impiegati nel trasformare dei brevetti in "prodotti industriali". Essenziali per la crescita sono gli accordi di business e di produzione.

Per quanto riguarda l'impresa numero 6, sul piano delle trattative commerciali sono state perfezionate trattative e contratti con importanti clienti. Secondo il management, gli sviluppi commerciali avrebbero dovuto generare un fatturato tale da permettere un pareggio dell'EBITDA. Sebbene si siano registrati segnali di incoraggiamento (dal 2012 era previsto un ulteriore incremento del fatturato in termini molto rilevanti in relazione all'ulteriore arricchimento del portafoglio prodotti e al totale recupero delle perdite pregresse; inoltre alcuni investitori esterni orientali avrebbero manifestato la loro intenzione a investire nel capitale sociale dell'azienda), il fondo a febbraio 2012 è uscito dal capitale sociale dell'impresa.

L'impresa numero 7 ha come mercati di socco attuali i seguenti: quello nazionale, quello europeo e una fetta della produzione è esportata anche negli USA. L'azienda punta non solo a consolidare la propria presenza sui mercati in cui è già presente, ma vorrebbe anche espandersi su nuovi, quali il mercato mediorientale. Tra gli obiettivi di crescita dell'impresa sicuramente c'è un ampliamento del numero di dipendenti per far fronte alle necessità operative. L'impresa ha come target anche quello di incrementare il numero di linee di prodotto esistenti, attraverso la realizzazione di accordi di produzione, ma, soprattutto, investendo in immobilizzazioni. Il percorso di crescita punta a realizzare marchi e brevetti.

6.7

Il profilo imprenditoriale e le risorse umane

Il profilo imprenditoriale, come abbiamo precedentemente sottolineato, ha una rilevanza nell'orientamento strategico dell'impresa e, conseguentemente, nei risultati economici ottenuti. L'azienda 1 ha nel proprio organico una decina di persone; il livello di competenze del personale è elevato e tutti coloro che rivestono ruoli di rilievo in azienda hanno pluriennale esperienza nel settore. Il grado di istruzione delle persone impiegate in azienda è particolarmente elevato. Anche l'imprenditore ha molti anni di esperienza lavorativa alle spalle in vari ambiti e durante il suo percorso professionale ha avuto modo di sperimentare un diretto coinvolgimento in tutte le principali aree funzionali dell'impresa. Inoltre la figura imprenditoriale ha esperienza pregressa in start-ups.

Nell'impresa numero 2, il livello di istruzione dell'imprenditore è elevato, come è elevato il livello di istruzione di tutti i suoi collaboratori. L'imprenditore, alla sua seconda esperienza nell'avvio dell'impresa, ha decine di anni di esperienza lavorativa, di cui una ventina nel management. Il business in cui ha sempre operato è il medesimo in cui opera l'azienda 2.

Nel caso dell'azienda 3, abbiamo un imprenditore con pluriennale esperienza sia nel settore di riferimento, che nel ruolo di imprenditore vero e proprio, avendo avviato varie attività.

L'impresa numero 4 è caratterizzata da una figura imprenditoriale con una esperienza lavorativa nel ruolo di imprenditore più breve rispetto alle altre imprese considerate: tuttavia ha svolto attività di tipo manageriale nel settore in cui opera l'azienda 4.

Anche nel caso della azienda 8, troviamo un imprenditore con una esperienza lavorativa pluriennale in settori, però, diversi da quello in cui opera l'azienda in oggetto.

Un ruolo importante è rivestito dalle competenze personali dell'imprenditore, che nel caso, ad esempio dell'azienda numero 5 sono determinanti per lo svolgimento dell'attività.

6.8

Il rapporto con il fondo e il reperimento di capitali

Il rapporto con il fondo è una variabile da considerare, nel momento in cui si voglia capire in che cosa il contatto con un soggetto esterno sia stato positivo e come le imprese ne abbiano beneficiato (in termini di arricchimento delle competenze o delle capacità, nonché di miglioramento dell'accessibilità delle informazioni, ecc.).

Nel caso dell'impresa 1, l'imprenditore manifesta una difficoltà nel reperimento di capitali (parere, tra l'altro, condiviso con tutte le altre imprese); questa difficoltà, stando a quanto espresso dall'imprenditore, nasce dall'innovatività dell'impresa. Anche i vincoli finanziari sono percepiti come un peso che influisce sull'attività e la gestione dell'impresa. Un altro problema è l'accesso a nuove risorse e competenze che è particolarmente difficile, come del resto migliorare le competenze esistenti. Se da una parte sono percepite difficoltà nell'estendere il network di relazioni, è abbastanza semplice, dall'altra, ottenere una notorietà tra le imprese locali e a livello nazionali. Chi introduce elementi di novità nel mercato spesso è penalizzato, secondo la visione dell'imprenditore: è difficile far recepire dal mercato nuove idee ed il ruolo del pubblico può avere una certa rilevanza per supportare la realizzazione di nuove idee. In questa situazione, si inserisce, quindi il rapporto con il fondo. Nel caso esaminato non appare semplice il rapporto con il gestore del fondo: in particolare sembra difficile l'integrazione all'interno dell'azienda, dato che ne viene percepita l'ingerenza. Tuttavia avere un esterno presente nel board dell'impresa favorisce una serie di comportamenti migliorativi per la

gestione dell'impresa. Anche avere accesso al fondo di VC è un motivo di miglioramento della propria immagine percepita dalle altre imprese a livello locale. L'impresa apprezza anche la funzione di tutela da comportamenti scorretti interni all'impresa che il venture capitalist può svolgere. Avere nel board della proprietà un soggetto finanziatore esterno incentiva anche certi meccanismi di monitoraggio delle attività svolte dall'impresa e può essere in alcuni casi un incentivo per l'imprenditore e spingerlo ad aumentare il proprio network relazionale. Facendo un bilancio tra obblighi da sostenere e benefici ricevuti a seguito del finanziamento, per questo imprenditore, gli obblighi sono superiori ai benefici.

Anche per l'impresa 2 l'accesso ai finanziamenti è un dolente elemento di criticità, e i vincoli finanziari sono particolarmente pesanti: in quest'ottica l'intervento pubblico è molto apprezzato e sentito come uno strumento adeguato per facilitare il reperimento di capitali, laddove il privato non sembra l'interlocutore più "adatto". L'azienda lamenta anche una difficoltà nel raggiungere la notorietà tra le imprese locali e tra gli altri operatori del settore: in questo senso il Fondo Toscana Innovazione ha aiutato l'impresa, dato che essa ne ha beneficiato in termini di immagine percepita e, in misura lieve, anche in termini di notorietà tra le imprese locali. Questa impresa non lamenta problemi di gestione interna e la presenza del fondo all'interno della base societaria non ha ostacolato la gestione corrente e operativa, né ha creato difficoltà, anzi: la presenza di un soggetto esterno chiamato a monitorare l'attività dell'azienda è percepita come utile dal management e dal personale. Infatti, secondo l'imprenditore, il venture capitalist può contribuire a creare un sistema di incentivi per l'imprenditore, disincentivare comportamenti opportunistici e migliorare il monitoraggio dell'attività dell'impresa. Sebbene gli obblighi cui l'impresa deve sottostare siano molti, l'azienda pare beneficiare di un aumento nel numero di imprese all'interno del proprio network e una maggiore facilità nel migliorare e accrescere le proprie capacità e competenze. Il rapporto con il fondo è definito di "cordiale collaborazione": non è percepita alcuna ingerenza nella gestione da parte del fondo, né è valutato eccessivo il quantitativo di documentazione richiesta dal fondo (oltre al budget iniziale vengono chiesti aggiornamenti in base a quanto stabilito precedentemente). I rapporti sono frequenti (sia via mail che per telefono) e improntati alla cordialità. Da parte dell'azienda vi è una gestione "proattiva" dei rapporti: il titolare ci tiene a sottolineare che al di là degli appuntamenti prestabiliti (ovvero CdA), l'azienda cerca di tenere informati e aggiornati i propri investitori, non solo invitandoli in azienda ogni qual volta lo si ritenga opportuno (ad es. quando viene acquistato un nuovo macchinario), ma anche comunicando loro quando vengono raggiunti risultati ritenuti buoni.

L'azienda 3 lamenta le stesse difficoltà delle altre imprese: è difficile accedere ai finanziamenti, a nuove risorse e il peso dei vincoli finanziari si fa sentire. Per l'impresa il miglioramento delle proprie competenze è percepito come un processo abbastanza semplice; tuttavia nel processo di acquisizione delle competenze, l'impresa sostiene che l'accesso al fondo ha aperto nuove opportunità. L'impresa non nasconde che sussistono alcuni problemi legati alla gestione interna, ma mostra una certa soddisfazione quando fa un bilancio del rapporto costi-benefici che scaturiscono dal far parte del Fondo: per l'imprenditore i benefici sono decisamente più dei costi, a differenza di quanto espresso dalle altre aziende. Tuttavia l'accesso al finanziamento non ha affatto contribuito ad aumentare la notorietà dell'impresa. Dall'intervista diretta emergono interessanti elementi circa il rapporto con il fondo. L'esperienza è decisamente positiva: vi è una netta differenza tra il periodo pre-fondo e il post. In particolare sono aumentate le vendite e il numero di addetti è incrementato sensibilmente. I rapporti con il fondo sono continui: quasi giornalmente vi sono contatti telefonici o email e una/due volte al mese vi sono visite in azienda, in occasione di riunioni o di CdA. La frequenza dei contatti faceto-face è aumentata in corrispondenza delle scadenze del fondo. La presenza del fondo ha permesso

all'azienda di intraprendere un percorso di sviluppo che alternativamente sarebbe stato impossibile: l'accesso a fonti di credito alternative per un'impresa come la 3 sarebbe stato estremamente difficile a causa delle condizioni attuali dei mercati. Nello sviluppo delle strategie commerciali, comunque, permangono alcuni problemi indipendenti dall'azienda; ad esempio, ha deciso di investire sul mercato spagnolo sviluppando una serie di contatti con clienti locali, ma la velocità con cui cambia il mercato (e soprattutto la valutazione del rischio paese) ha reso estremamente difficile avere l'appoggio da parte di istituti di credito per tali operazioni. Se da una parte quindi si sono create le premesse per uno sviluppo dell'impresa, permangono alcune difficoltà esterne per continuare questo percorso intrapreso. Instaurare un rapporto con il fondo ha significato per l'azienda anche acquisire delle competenze per gestire direttamente la relazione con SICI e rispondere alle esigenze di documentazione (report, bilanci, ecc.) che questo tipo di finanziamento richiede; è stato, quindi, assunto del personale con elevate competenze nell'ambito della finanza e del controllo di gestione d'impresa, in modo da poter arricchire con competenze interne l'impresa, senza dover ricorrere all'aiuto esterno. Oltre alla possibilità di avere capitale per uno sviluppo ulteriore dell'impresa, il rapporto con il fondo ha portato, a detta degli intervistati, nuove competenze e ha fatto maturare un interesse per il controllo della gestione e il monitoraggio costante dei risultati.

L'impresa 4 offre un quadro più complesso. Dall'analisi dei dati emerge che vi è una certa difficoltà (anche se in misura lievemente inferiore rispetto alle altre imprese) nell'accesso ai finanziamenti: su questa impresa pesa, il peso dei vincoli finanziari cui la gestione deve sottostare. Tuttavia non si rilevano difficoltà nell'acquisizione di nuove competenze, il cui processo è percepito come un iter abbastanza semplice, né nel miglioramento e rafforzamento del network di relazioni a disposizione dell'impresa. È difficile, comunque, “farsi notare” tra le imprese che operano nel settore e le imprese locali, sebbene l'imprenditore sia convinto che le nuove idee, se di successo, riescono facilmente a farsi strada nel mercato. È forte la convinzione del potere delle nuove idee, ma c'è una sfiducia nei confronti del mercato dei capitali, in quanto si è sostanzialmente convinti che sia difficile per le piccole imprese innovative poter accedere ai finanziamenti. Il ruolo del pubblico è visto come potenzialmente utile (anche se la convinzione non è completa) nel colmare questo gap. L'esperienza con il fondo non ha creato grossi problemi legati all'ingerenza di una presenza “estranea” all'interno dell'impresa; tutt'altro: si sono create opportunità per migliorare leggermente l'immagine percepita, migliorare il network relazionale e accedere a nuove competenze. La presenza di un soggetto “esterno” può creare incentivi per l'imprenditore e migliorare le pratiche di monitoraggio dell'attività. Tuttavia si sente il peso degli obblighi che tale rapporto comporta, che sono superiori rispetto ai benefici percepiti. Questo punto è stato oggetto di approfondimento in sede di intervista telefonica. Dall'intervista telefonica emerge che l'intervento del fondo ha permesso all'azienda di raggiungere un maggior livello di strutturazione: l'azienda, infatti, si è trovata davanti al dilemma tipico delle piccole aziende familiari, ovvero, rimanere “artigiani” o “strutturarsi”. “Strutturarsi” in altre parole significava fare degli investimenti significativi per migliorare le proprie strutture (ad es., ingrandire il magazzino). L'azienda è cresciuta, passando dai pochissimi dipendenti iniziali agli attuali 10. Anche il fatturato è aumentato. L'azienda ha colto l'opportunità del fondo; per accedere al finanziamento ha presentato un business plan realizzato in collaborazione con un consulente professionista. Questo ha permesso di realizzare un documento particolarmente attraente dal punto di vista dei contenuti e capace anche di attirare l'interesse del finanziatore. La crisi del mercato in generale e le dinamiche estremamente particolari del business di riferimento in cui l'azienda opera non hanno permesso di rispettare – nonostante la performance positiva – gli obiettivi che erano stati prefissati. Per l'azienda lavorare insieme a SICI ha significato crescere non solo in dimensione, ma anche in capacità e

competenze: emerge dall'intervista come il rapporto con un ente esterno e la necessità di dialogare con dei professionisti abbia favorito lo sviluppo di un approccio più manageriale nell'assetto imprenditoriale e la sensibilità nei confronti di alcuni temi inerenti la gestione dell'impresa cui precedentemente si prestava minore attenzione. Se da una parte l'azienda si dichiara soddisfatta del rapporto (per quanto riguarda, quindi, l'ambito delle competenze), dall'altro emergono segnali di insoddisfazione. Il problema principale nella gestione dei rapporti con il fondo ha riguardato la produzione di documentazione in base alle necessità di SICI. SICI chiedeva bilanci mensili, report e previsioni che hanno impegnato i titolari e hanno richiesto l'intervento di professionisti (in alcuni casi indicati anche da SICI) al fine di agevolare la produzione di suddetta documentazione. Questo si è tradotto in un notevole dispendio economico da parte dell'azienda che, seppur riconoscendo i benefici che scaturiscono dal rapporto con il fondo, si interroga sull'economicità dell'operazione, confrontando i costi delle spese sostenute annualmente con il costo di un prestito bancario. Emerge però come, in un periodo in cui risulti particolarmente difficile accedere a finanziamenti da parte delle piccole imprese quella del Fondo sia una vera e propria opportunità.

L'azienda numero 5 percepisce in pieno le difficoltà che le imprese innovative hanno di solito nell'accedere ai finanziamenti: il peso dei vincoli finanziari è molto sentito e il finanziamento pubblico è visto come una possibile soluzione. Un finanziamento di questo tipo è giudicato come particolarmente utile per aumentare la propria notorietà tra le imprese del settore ed accrescere le competenze in ambiti diversi da quelli in cui chi opera nell'impresa ha esperienza (pluriennale).

Nel caso dell'azienda 6 il fondo è arrivato in un momento di sofferenza per l'impresa e non ha purtroppo risolto i problemi preesistenti. Il fondo quindi è uscito dall'impresa nel momento in cui (a febbraio

2012), si è votato per un aumento di capitale. Uscendo si è perso il 100% del capitale conferito nella prima tranche e il 50% del capitale conferito in un secondo momento (l'azienda si è resa disponibile a restituire il 50% rimanente nel corso degli anni, a meno che non si incorra in una procedura di liquidazione, che esenterebbe l'azienda da tale obbligo). La modalità di risoluzione dei rapporti non è stata particolarmente soddisfacente a detta di quanto emerge dall'intervista telefonica: data la difficile situazione finanziaria dell'impresa, SICI non si è sentita di continuare nell'investimento e, di conseguenza il rapporto è cessato. La cessazione del rapporto, quindi, è stata più una conseguenza di alcuni avvenimenti, che di una programmazione. Il rapporto tra azienda e SICI è stato continuativo nel tempo e le occasioni di incontro sono state soprattutto quelle relative ai CdA e ad altre riunioni legate alla gestione del finanziamento (es. uscita, negoziazione, ecc.). Al di là di una collaborazione basata sullo scambio reciproco di informazioni il coinvolgimento del gestore nell'attività dell'impresa è stato limitato.

Dall'analisi dei dati del questionario relativi all'impresa 7 emerge il peso dei vincoli finanziari derivanti dal finanziamento esterno. Tuttavia non si percepisce il ruolo del pubblico nel finanziamento alle imprese come fondamentale per risolvere quelle situazioni di difficoltà in cui versano le imprese innovative alla ricerca di finanziamenti. L'accesso a un finanziamento come quello ottenuto ha permesso di aumentare la notorietà dell'impresa e, in senso lato, migliorare l'immagine dell'azienda. L'introduzione di pratiche di monitoraggio in base alle esigenze del committente ha portato un contributo positivo alla gestione d'impresa. Riflessi positivi sono stati percepiti anche nella capacità di fare network e nel bagaglio di competenze in dotazione all'impresa (che ha migliorato le proprie competenze nell'area della gestione d'impresa). Attraverso l'intervista è stato possibile esaminare anche altri aspetti relativi al rapporto impresa-fondo. La possibilità di usufruire di un finanziamento come quello erogato

attraverso il fondo ha permesso all'azienda di sviluppare ulteriormente la propria attività e migliorare il proprio fatturato. Il rapporto con il fondo è stato continuativo nel tempo (soprattutto attraverso contatti telefonici ed email) e la presenza dei soci si è limitata principalmente all'intervento nelle riunioni di CdA o in altre occasioni specifiche, ma non si è avvertita alcuna ingerenza nella gestione. L'azienda sta attraversando un periodo di crescita (in termini di fatturato) e ad oggi, gli obiettivi prefissati inizialmente con il piano industriale sono in via di perseguimento. Tuttavia ancora non si è affrontato il problema dell'uscita del fondo (anche perché è prematuro). Per quanto riguarda la produzione di documentazione richiesta da SICI, l'azienda ha un amministrativo che si è occupato principalmente di questo aspetto e che non ha lamentato particolari difficoltà: l'azienda ha saputo far fronte alle richieste di documentazione utilizzando risorse interne.

Per l'azienda 8 il rapporto con il fondo è percepito come utile per il miglioramento della gestione d'impresa e l'introduzione di pratiche di monitoraggio.

6.9

Tavole di sintesi

I grafici seguenti hanno lo scopo di riassumere graficamente il posizionamento delle imprese in base alle variabili da noi selezionate (si rimanda, a seguire, la descrizione del questionario). Data l'esigua numerosità del campione esaminato è impossibile, come accennato anche nel testo in precedenza, poter stabilire delle correlazioni; tuttavia è possibile valutare il comportamento di alcune imprese e verificare tendenze comuni tra le stesse. Questo tipo di analisi apre ad ulteriori spunti di riflessione e di ricerca. La rappresentazione grafica è lo scatterplot; questo "strumento" nella sua semplicità ci permette di avere una visione immediata del posizionamento delle imprese e di proporre numerose combinazioni tra le variabili da noi individuate.

È utile indagare le modalità con cui le imprese si rapportano con il fondo e percepire l'importanza che esso riveste per le imprese e l'atteggiamento delle stesse nei confronti di soggetti esterni presenti nel board. Non emerge nessun tipo di relazione tra il livello di imprenditorialità e la percezione della presenza del fondo; non sussiste alcuna relazione tra il modo in cui si percepisce la presenza del fondo all'interno dell'azienda e la disponibilità a rilevare la quota dell'azienda. Il rapporto con il fondo è migliore nelle imprese che hanno meno problemi di gestione interna.

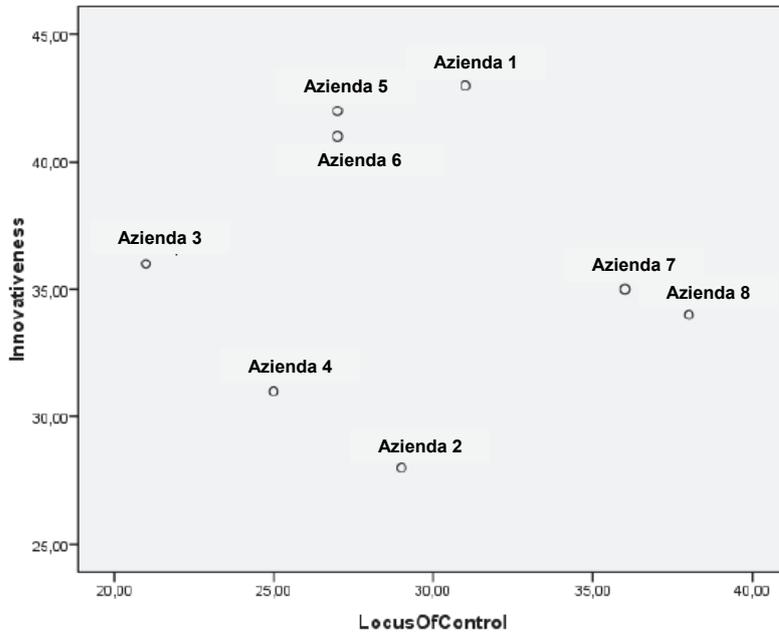
Per quanto riguarda la crescita delle imprese, la strategia di diversificazione non sembra in relazione con il grado di imprenditorialità e l'attività di networking: dipende piuttosto dal tipo di prodotto realizzato; non appare, inoltre, alcun tipo di relazione tra grado di innovatività dell'imprenditore (esprimibile come tendenza all'introdurre innovazioni di processo e di prodotto) e l'orientamento alla diversificazione intesa sia in termini produttivi che geografica. È in generale percepito come importante il rapporto con il fondo nel processo di acquisizione delle competenze.

Si possono anche condurre alcune riflessioni sui tratti e le caratteristiche imprenditoriali.

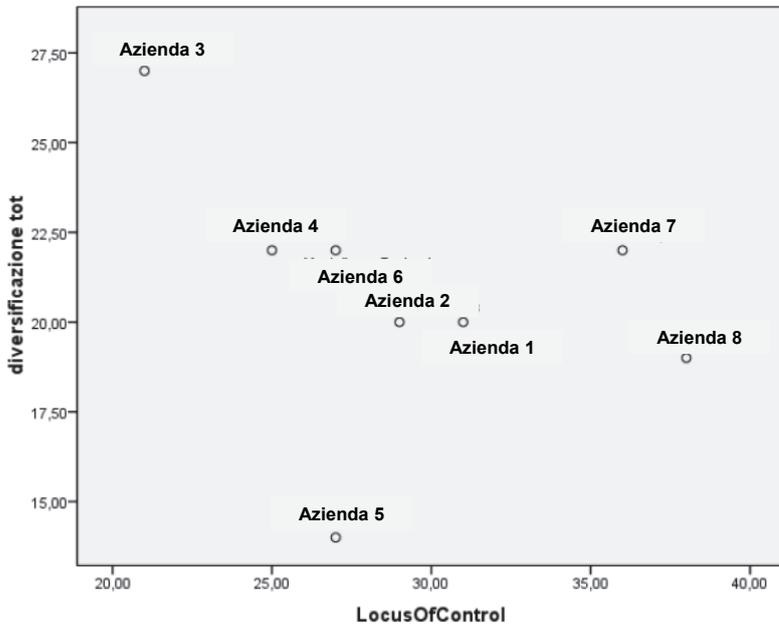
L'apertura all'incertezza nelle situazioni esterne (che rappresenta il rischio generico cui si sottopone l'imprenditore) è rafforzata da una tendenza ad attribuire al proprio operato la capacità di influire sull'ambiente di riferimento dell'impresa. Per quanto riguarda la capacità innovativa dell'imprenditore, le imprese che hanno al loro attivo imprenditori altamente innovativi sono imprese che hanno una spiccata propensione degli imprenditori stessi a raggiungere gli obiettivi prefissati. Il rapporto con il fondo varia al variare di alcune caratteristiche dell'imprenditore e dell'impresa: dove l'imprenditore attribuisce molta

importanza al network, il rapporto con il fondo è più critico. Anche l'esperienza dell'imprenditore è determinante nel percepire l'ingerenza del fondo: chi ha maggiore esperienza nel business fatica di più a rapportarsi con altri soggetti esterni nel board. Nei casi esaminati, comunque, emerge che dove l'imprenditorialità è elevata a livello personale si riscontrano anche livelli elevati di imprenditorialità a livello corporate, il che sta a significare che il "pensare in modo imprenditoriale" è diffuso anche tra i dipendenti dell'impresa.

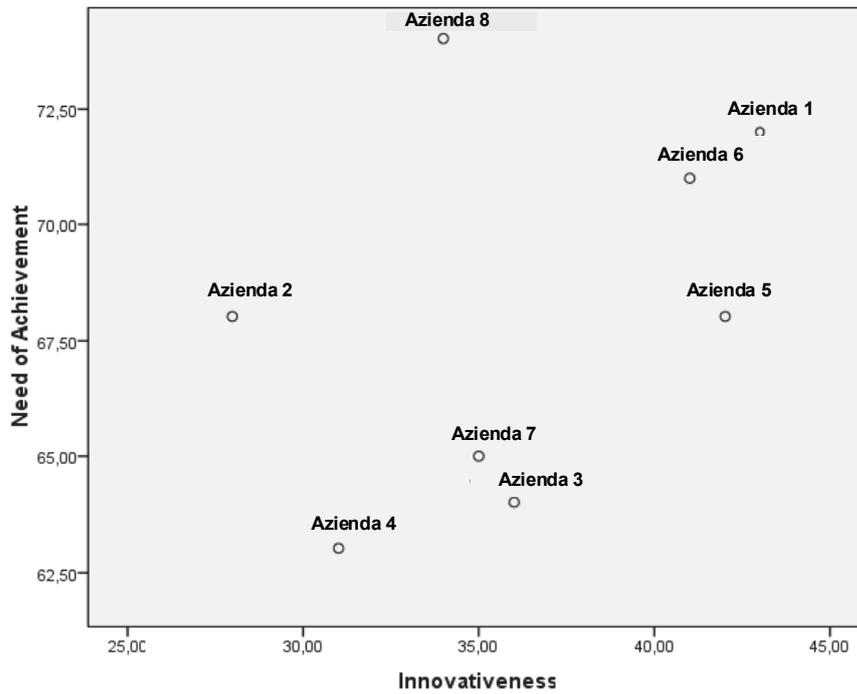
POSIZIONAMENTO IMPRESE IN BASE A "INNOVATIVENESS" E "LOCUS OF CONTROL"



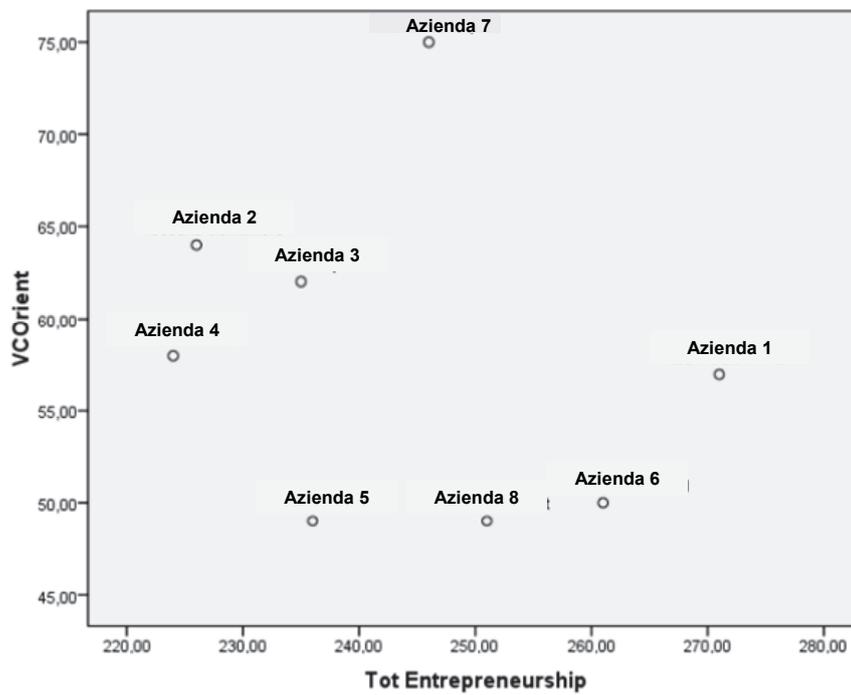
POSIZIONAMENTO IMPRESE IN BASE A "GRADO DI DIVERSIFICAZIONE" (ASSE Y) E "LOCUS OF CONTROL" (ASSE X)



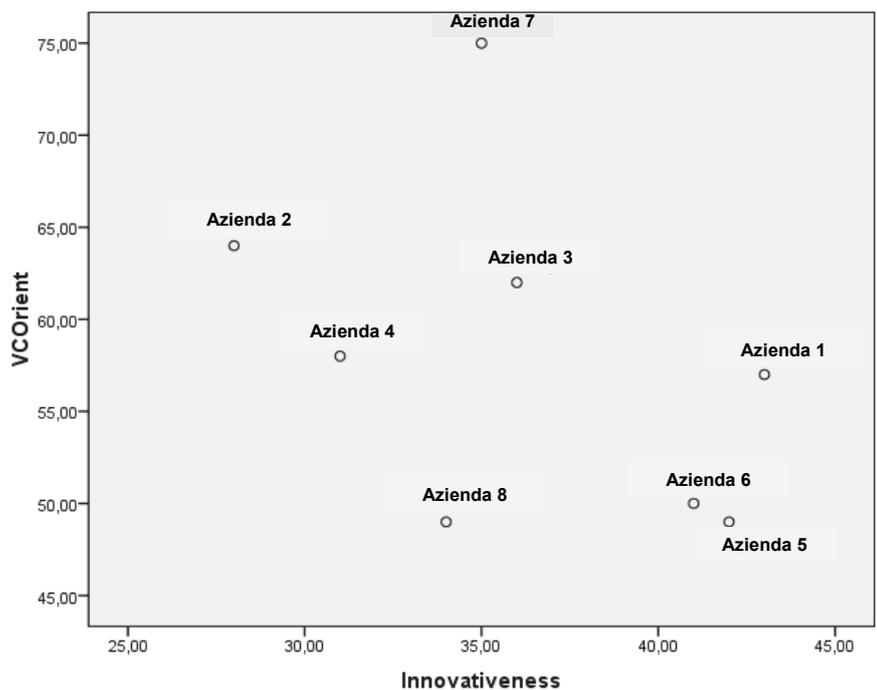
POSIZIONAMENTO IMPRESE IN BASE A "NEED OF ACHIEVEMENT" (BISOGNO DI RAGGIUNGERE DETERMINATI OBIETTIVI, ASSE Y) E "INNOVATIVITÀ" (INNOVATIVENESS, ASSE X)



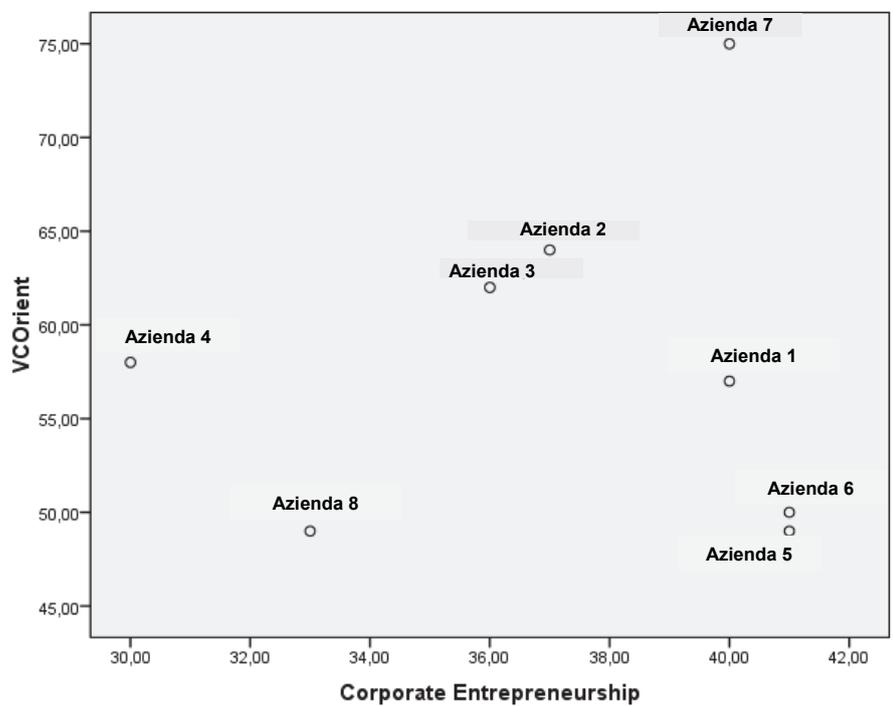
POSIZIONAMENTO IMPRESE IN BASE A "ORIENTAMENTO NEI CONFRONTI DEL VC" (ASSE Y) E "IMPRENDITORIALITÀ" (ASSE X)



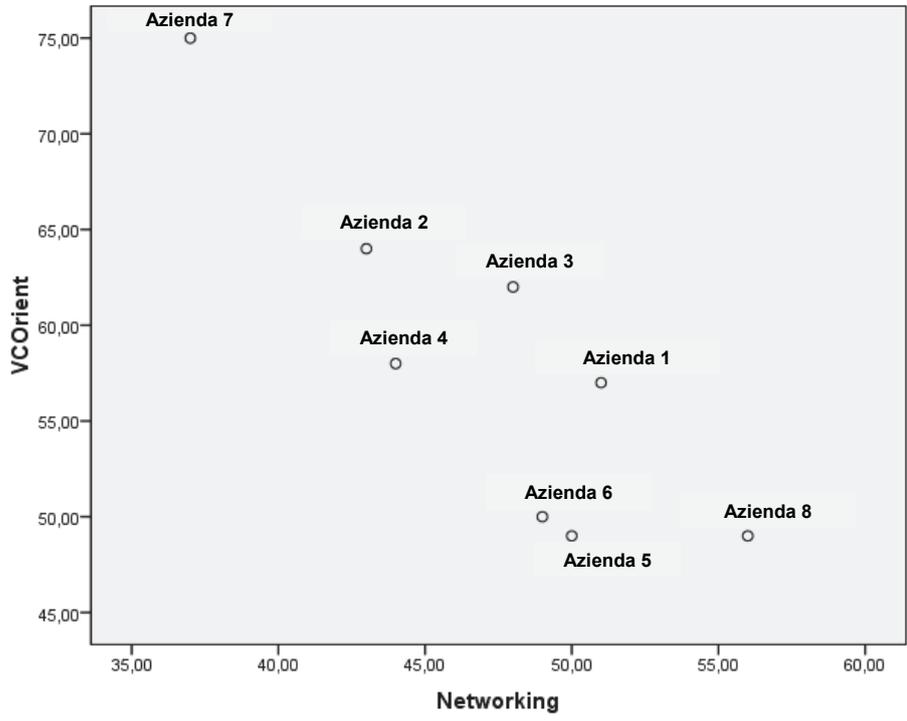
POSIZIONAMENTO IMPRESE IN BASE A "ORIENTAMENTO DEI CONFRONTI DEL VC" (ASSE Y) E "INNOVATIVITÀ" (ASSE X)



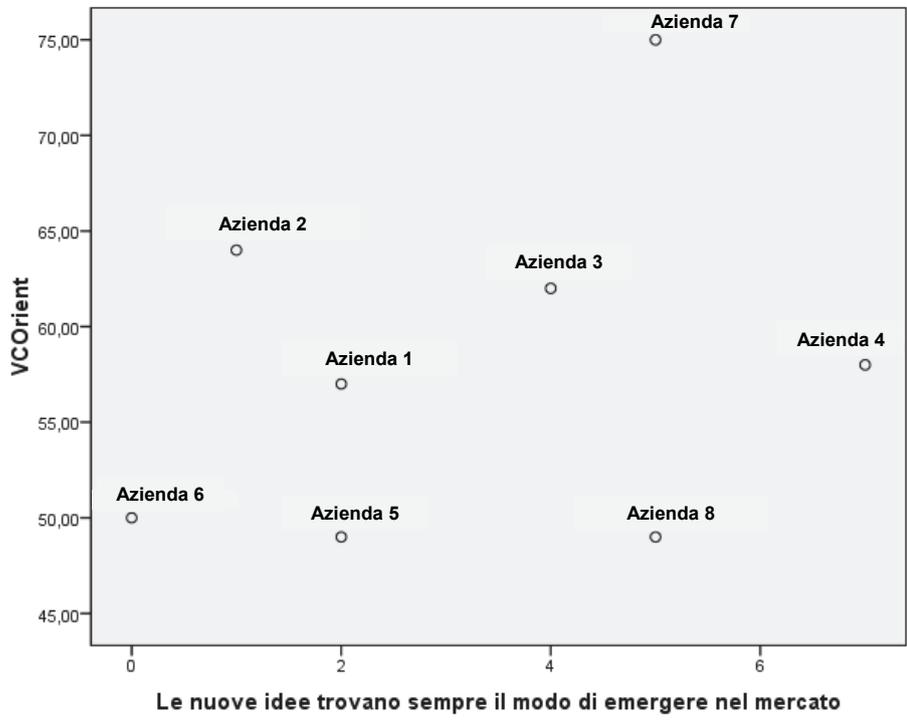
POSIZIONAMENTO IN BASE A "ORIENTAMENTO NEI CONFRONTI DEL VC" (ASSE Y) E "IMPRENDITORIALITÀ A LIVELLO CORPORATE" (ASSE X)



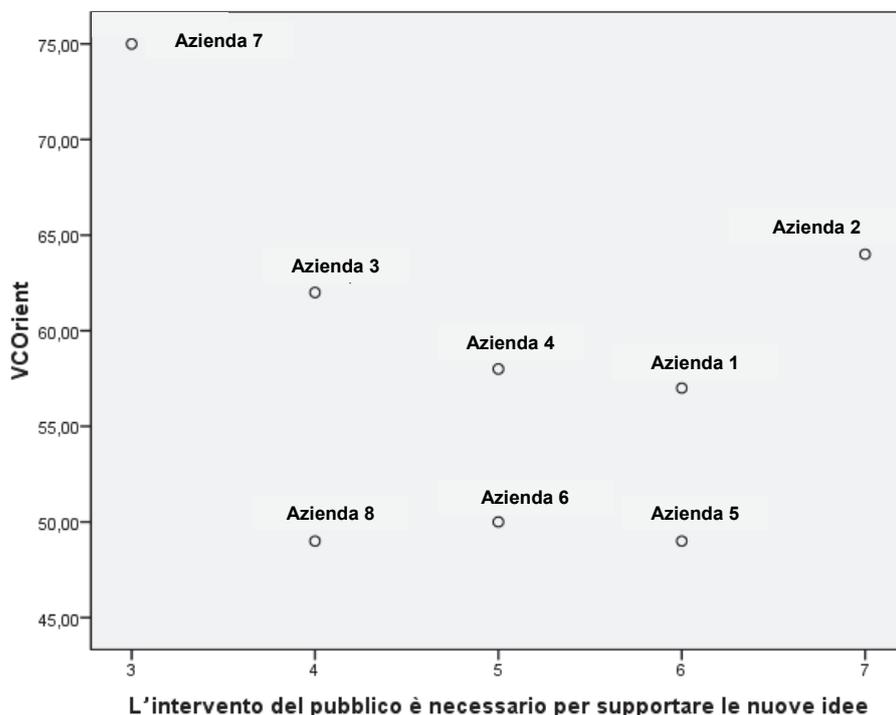
POSIZIONAMENTO IN BASE A "ORIENTAMENTO VERSO IL VC" (ASSE Y) E "NETWORKING" (ASSE X)



POSIZIONAMENTO IN BASE A "ORIENTAMENTO VC" (ASSE Y) E "FACILITÀ DI AFFERMARSI SUL MERCATO DA PARTE DELLE NUOVE IDEE" (ASSE X)



POSIZIONAMENTO IN BASE A "ORIENTAMENTO VC" (ASSE Y) E "NECESSITÀ PERCEPITA DI INTERVENTO PUBBLICO PER IDEE INNOVATIVE" (ASSE X)



6.10

Descrizione del questionario (domande, scale e variabili)

La seguente tabella illustra le domande di cui si compone il questionario inviato alle imprese.

Nella prima colonna viene indicata la variabile oggetto di indagine, nella seconda il riferimento al questionario, nella terza invece la descrizione della variabile.

DIDASCALIA TABELLA

Variabile	Riferimento a Questionario (Domanda e scelta/item)	Descrizione
Locus of control	Domanda 2 (1-6)	Oggetto di indagine è l'atteggiamento dell'imprenditore nei confronti degli avvenimenti. Il Locus of Control (interno) identifica in che misura l'imprenditore ritiene che ciò che accade (all'impresa) sia frutto della sua volontà o dipenda da fattori che non possono essere influenzati o manipolati.
Need for Achievement	Domanda 2 (7-12); Domanda 3 (1 -5)	Indica il bisogno di raggiungere degli obiettivi e di autorealizzarsi. La necessità di autorealizzarsi è uno dei principali tratti dell'agire imprenditoriale, che motiva la propensione maggiore ad assumersi dei rischi nello svolgimento della propria attività di business.
Orientamento Imprenditoriale	Domanda 12 (7-10), Domanda 13 (1-6)	Definisce la propensione ad attuare un insieme di comportamenti caratterizzati da un certo livello di rischio e da una inclinazione nei confronti di scelte innovative.
Networking	Domanda 3 (7-11); Domanda 4 (1-3)	Identifica la capacità di stabilire relazioni e l'importanza che ad esse viene attribuita
Extroversion	Domanda 4 (2)	Indica l'apertura mentale dell'Imprenditore
Tolerance of Ambiguity	Domanda 4 (5)	Misura quanto l'imprenditore è disposto a tollerare situazioni incerte
Innovativeness	Domanda 4 (6-12)	Indica il grado di innovatività

Variabile	Riferimento a Questionario (Domanda e scelta/item)	Descrizione
Livello di Istruzione	Domanda 5	Indica il grado di istruzione
Esperienza	Domanda 6, 7,8,9,10, 11	Indica l'esperienza maturata dall'imprenditore nel medesimo business o in business diversi, nella conduzione di impresa, e nello start-up.
Corporate Entrepreneurship	Domanda 12 (1-6)	Indica una propensione a agire in modo imprenditoriale diffusa tra le persone che fanno parte dell'impresa
Struttura e Organizzazione	Domanda 14 (1-5)	Identifica come è organizzata l'impresa con particolare riferimento alla struttura produttiva
Ampiezza strategica dell'impresa	Domanda 15, 16, 17	Indica l'ampiezza del "raggio di azione" dell'impresa
Strategia di Crescita nei prox 5 anni	Domanda 18 (1-8)	Indica in che modo evolverà l'impresa nei prossimi 5 anni
Obiettivi prioritari	Domanda 19 (1-10)	Indica la priorità assegnata ad una serie di obiettivi
Rapporto mercato capitali e finanziatori	Domanda 20 (1,2)	Indica il rapporto con il mercato dei capitali ed eventuali finanziatori
Risorse e Competenze	Domanda 20 (3,4,5)	definisce la facilità di accedere a nuove risorse/competenze
Notorietà e Networking	Domanda 21 (1,2)	Evidenzia la facilità nel raggiungere la notorietà da parte delle imprese nel settore o nel territorio
Situazione gestione interna	Domanda 21 (3)	Indica eventuali difficoltà nella gestione interna
Innovazione e finanziamenti	Domanda 21 (4-6)	Evidenzia le difficoltà che nuove idee e nuove imprese possono trovare all'entrata nel mercato
Rapporto con il VC	Domanda 22 (1-8); Domanda 23 (1-4)	Indica il rapporto con il VC e i benefici/oneri che nascono da tale relazione, nonché le opportunità e difficoltà per l'impresa

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

L'insieme degli strumenti per il sostegno alle imprese innovative di cui dispongono le Regioni è piuttosto variegato. Dall'analisi condotta emerge il ruolo primario del finanziamento agevolato e dell'erogazione di mutui nelle politiche a sostegno delle imprese. Condurre un'indagine a livello nazionale degli strumenti regionali a disposizione delle imprese è stato particolarmente difficile: ci si scontra in alcuni casi con delle lacune informative (ad esempio le informazioni sul web sono diverse da quelle forniteci dagli enti) o con una difficoltà nel distinguere tra i vari strumenti a disposizione. Possiamo dire che le risorse destinate a investimenti in capitale di rischio rappresentano una quota molto bassa del totale degli incentivi (siamo sempre al di sotto del 10%) e che la modalità di partecipazione delle regioni al capitale di rischio delle imprese varia in base alla tipologia di gestione scelta: in alcuni casi la gestione è affidata a privati per conto della Regione, in altri sono le Finanziarie Regionali a gestire il tutto e in altri casi ancora la gestione avviene attraverso società di gestione del risparmio. Osservando i dati primari e secondari raccolti emerge che l'attività di investimento in capitale di rischio è svolta quasi da tutte le regioni attraverso fondi di varia origine, interni e/o esterni, straordinari e non, che comportano sia l'investimento diretto in imprese innovative (SFIRS, Veneto Sviluppo, Filas), che indiretto, attraverso società controllate (Finlombarda con Finlombarda SGR, Friulia con Friulia SGR, Filse con LigurCapital S.p.A fino a giugno 2010).

Come è stato illustrato all'interno di questo rapporto, il ruolo del VC per il sostegno delle imprese innovative è particolarmente importante: le caratteristiche di queste imprese e della loro business idea rendono essenziale in alcuni casi la presenza di un *venture capitalist*. La dimensione delle Piccole Medie Imprese spinge le aziende verso i fondi che rappresentano una valida alternativa al reperimento di mezzi finanziari tradizionali. In Italia analizzando la tipologia di investitori in capitale di rischio tra il 2004 e il 2010, si nota che nel 55% dei casi si tratta di società di gestione del risparmio, nel 33% sono fondi pan-europei, nel 14% dei casi di tratta di operatori regionali o pubblici, mentre il 12% sono banche italiane e l'11% è costituito da *VC players*.

L'intervento di un VC esterno dovrebbe permettere all'impresa il conseguimento di alcuni benefici (quali ad esempio il miglioramento della performance, offrire garanzie di ritorno sugli investimenti, sostenere la crescita dell'impresa e non ultimo migliorare ed ampliare il proprio network di relazioni e il bagaglio di competenze interne all'azienda).

Nel panorama internazionale vi sono dei casi, in particolare, che evidenziano il ruolo del Pubblico nei fondi Venture capital: si tratta ad esempio della Cina o della Corea o, specie per le imprese innovative operanti nei settori high-tech, Israele. La Banca Europea, nel 2001, ha individuato tre soluzioni" per i fondi di venture capital misto (privato-pubblico): la prima soluzione consiste nella sottoscrizione di fondi caratterizzati da un trattamento alla pari tra pubblico e privati; la seconda ipotesi consiste in un maggior impegno da parte del pubblico, che si assume una quota più elevata del costo del fallimento del progetto finanziato (il cosiddetto *down-side protection scheme*); la terza soluzione consiste in una presenza del pubblico volta a moltiplicare i benefici derivanti da un successo dell'attività finanziata (*up-side leverage scheme*).

Tante quindi le soluzioni e le ipotesi nel panorama finanziario europeo in cui si inserisce il fondo Toscana Innovazione. Il fondo, gestito da SICI, dalla sua nascita – nel 2007 – ha esaminato 254 proposte e finanziato 10 imprese. Una così marcata differenza tra il numero di domande presentate e quello delle pratiche che arrivano al finanziamento è motivata dalla

mancanza di requisiti formali nelle domande, da una percentuale di aspiranti imprese che si autoritira e da una serie di domande che rappresentano idee a uno stato embrionale e quindi non suscettibili di valutazione. Delle dieci imprese finanziate, due hanno cessato la propria attività e una terza è in procinto di cessare l'attività; il Fondo poi è uscito da un'impresa rimanendo, così presente in 6 aziende attive. Dalle interviste emerge che il contesto economico attuale non ha certo aiutato le imprese nell'ottenere performance positive.

Come abbiamo specificato nel corso del rapporto, parlare di efficacia secondo i canoni tradizionali (ovvero collegando il concetto di efficacia a risultati economici) sarebbe limitativo: le imprese innovative, come sappiamo, hanno delle performance diverse da quelle tradizionali; inoltre il tempo trascorso (relativamente breve) dall'entrata del fondo, nonché le dinamiche di mercato che hanno negativamente influenzato i risultati d'impresa. Le imprese che hanno cessato l'attività o che sono in procinto di farlo sono tre- Per quanto riguarda le imprese che hanno cessato l'attività (Protera e Digitart) si tratta quindi di due interventi del fondo in settori ad alto tasso di crescita, ma purtroppo non andati a buon fine. Per quanto riguarda l'impresa in procinto di cessare la propria attività, si tratta di una realtà caratterizzata da una business idea nuova che la porta ad operare in uno spazio di mercato "ricavato", il che implica un probabile fallimento qualora non si incontri una adeguata domanda. Tuttavia le informazioni disponibili su questa impresa sono limitate. Come abbiamo visto, il Fondo è recentemente uscito da un'altra impresa (la numero 6); le restanti imprese mostrano andamenti diversi dovuti in parte anche alle caratteristiche del business in cui operano.

In genere l'esperienza delle singole imprese intervistate in merito al Fondo può dirsi soddisfacente. Tuttavia abbiamo rilevato alcuni fattori che a nostro avviso sono determinanti nel rapporto con il fondo e nella sua efficacia. In primo luogo le imprese percepiscono in misura diversa gli impegni che questo tipo di finanziamento comporta: l'interazione con il Fondo (in termini di documentazione da proporre, documentazione da raccogliere, meeting e occasioni di incontro, ecc.) è percepita in misura tanto meno ingerevole quanto le imprese hanno al loro attivo una certa "professionalità". Le imprese che non hanno competenze specifiche al loro interno hanno due opzioni: dotarsi di personale interno o acquisire i servizi dall'esterno. Questa seconda scelta comporta un aumento dei costi per servizi di consulenza esterna in bilancio. La scelta di esternalizzare non è tanto legata ad una valutazione costo-opportunità, ma nei casi da noi esaminati, è legata al vissuto imprenditoriale dell'azienda. Sono proprio quelle realtà che sono in una fase di transizione da artigianale a manageriale, potremmo dire, che subiscono di più il cambiamento che si esplica anche in una necessità di adeguare le proprie competenze.

Il fare impresa in modo più professionale ha in alcune occasioni richiesto competenze diverse da quelle "tecniche" in possesso dei titolari.

La domanda principale che nasce dall'analisi delle imprese partecipate dal fondo riguarda l'efficacia dello strumento nella costruzione di un percorso di crescita alternativo alla crisi. Il fondo senza dubbio è stata un'opportunità per le imprese, ma non sempre è stato risolutivo di una crisi (allo stato iniziale o più avanzato). Dove la situazione di partenza era particolarmente critica, il fondo non è riuscito a risolvere la situazione e il finanziamento, seppur concesso a fronte di una serie di previsioni ottimistiche circa la crescita del fatturato, non ha fatto altro che alleggerire il peso delle circostanze. È il caso dell'azienda numero 6, in cui il fondo è entrato in una situazione difficile allo stato iniziale e l'impresa, a causa delle dinamiche di mercato particolarmente negative, non è riuscita a ottenere quelle performance attese. Il problema del raggiungimento delle *milestones* prefissate è comunemente sentito sia da quelle imprese che stanno sperimentando difficoltà nei mercati tali da inibire la crescita del fatturato, sia da quelle che seppur in crescita riscontrano difficoltà nell'affermarsi in nuovi spazi a causa dell'instabilità economica dei vari paesi target. Un discorso a parte va fatto per le attività di ricerca "pura". A

parte il caso dello *spin off* Protera, che poi ha cessato la propria attività, il fondo finanzia imprese che fanno ricerca. Queste imprese non possono avere performance finanziarie paragonabili alle altre; il Fondo ha dato la possibilità di proseguire nelle proprie ricerche e di lavorare in nuovi progetti, entrando in network europei e collaborando con altri istituti di ricerca. Per tutte le imprese intervistate lavorare con SICI ha significato aumentare il proprio bagaglio di competenze. Queste aziende hanno visto nel fondo una opportunità, che poi si è declinata in vari modi, ma che è stata essenziale per alcune per strutturarsi e per crescere. In questo senso il Fondo Toscana Innovazione ha permesso di compiere un “salto” verso una dimensione più professionale del “fare impresa”, acquisendo non solo un “linguaggio” nuovo, ma anche inserendo nelle aziende pratiche gestionali più orientate al management e al controllo. Come abbiamo precedentemente accennato questo processo è più semplice laddove vi siano imprese già strutturate: non manca, tuttavia, da parte del fondo una disponibilità ad aiutare le imprese in difficoltà. Una considerazione a parte va fatta circa il grado di raggiungimento delle *milestones* prefissate: purtroppo non abbiamo avuto la possibilità di visionare i *business plan* proposti dalle aziende, ma durante le interviste alcune imprese ci hanno confermato delle difficoltà nel raggiungimento degli obiettivi previsti nel piano industriale. Se da una parte questo può essere imputabile alle difficoltà del mercato, dall’altra emergeva come la necessità di rendere il più attraente possibile l’investimento in fase di presentazione dell’idea, abbia portato a redigere business plan particolarmente ottimistici. Il problema, in questi casi è duplice: da una parte in sede di valutazione dell’investimento si sono create le premesse per alimentare aspettative decisamente sopra le righe (richiedendo, però successivamente, aggiornamenti delle previsioni); dall’altra le aziende nel breve termine hanno trovato una soluzione alla necessità dei capitali, ma nel lungo periodo hanno dovuto fronteggiare altri problemi legati alla mancata crescita di fatturato. Sono state prese in considerazione anche le strategie di crescita delle imprese. La diversificazione geografica e di prodotto (ovvero operare su nuovi mercati con nuovi prodotti) e la conseguente strategia di crescita dipendono dal tipo di prodotto realizzato e, quindi, dalle competenze acquisite per realizzarlo: tanto più specifiche e “rigide” (cioè incapaci di adattarsi ai cambiamenti richiesti dal nuovo prodotto o mercato geografico) saranno le competenze acquisite, tanto più difficile sarà la diversificazione. Il rapporto con il Fondo per l’acquisizione delle competenze è particolarmente apprezzato dalle imprese più flessibili. La crescita dimensionale, inoltre, è secondaria alla crescita in termini di fatturato: le aziende hanno come obiettivo primario quello di far crescere il volume delle vendite e del fatturato proprio per allinearsi con gli obiettivi previsti. La modalità di realizzazione del prodotto/servizio influisce sull’approccio al mercato e sulle strategie prescelte per la crescita di fatturato. Le imprese analizzate associano quasi tutte ad alti livelli di imprenditorialità altrettanti livelli di corporate *entrepreneurship*: questo significa che sussiste anche a livello corporate un *modus operandi* prettamente imprenditoriale. Una percezione positiva del rapporto con il fondo è influenzata anche da variabili interne all’impresa: il giudizio positivo sull’entrata del fondo in azienda non è influenzato dalla possibilità di acquisire con più facilità risorse immateriali (*know how*, competenze o relazioni), quanto dalla possibilità di sentire meno pressante il vincolo finanziario. La preoccupazione principalmente avvertita dalle imprese è relativa alla situazione finanziaria difficile cui esse devono sottostare. Persiste anche una sfiducia generale nelle possibilità che le idee particolarmente buone e innovative riescano a conquistarsi spazi nel mercato. È da notare che le caratteristiche imprenditoriali possono in qualche modo influire sulla percezione della presenza del fondo e sul rapporto impresa-fondo: quelle aziende che hanno imprenditori con maggiore esperienza alle spalle fanno più resistenza a tollerare la presenza di un soggetto terzo nel board. Un dato interessante è l’assenza di una relazione diretta tra la disponibilità a rilevare interamente l’azienda e il rapporto con il fondo: questo significa che anche quegli imprenditori

che hanno come obiettivo primario il riacquisto delle quote attualmente di proprietà del fondo, vedono di buon occhio la partecipazione di soggetti terzi nell'impresa se finalizzata alla sopravvivenza e alla crescita dell'impresa stessa. L'impossibilità di accedere ai business plan presentati originariamente dalle imprese ha ridotto l'orizzonte temporale dell'analisi e ha reso impossibile effettuare una valutazione sull'effettivo grado di raggiungimento delle milestones. Sicuramente, però sono emersi numerosi spunti per futuri studi nell'ambito e soprattutto per una analisi longitudinale delle imprese analizzate.

BIBLIOGRAFIA

- AIAF (2002), *Best Practices nei metodi di valutazione di impresa e di stima del costo del capitale*, supplemento alla Rivista dell'AIAF, n. 41 (dicembre 2001-gennaio 2002).
- Amaduzzi A. (2000), *Economia aziendale*, Cacucci, Bari.
- Amess K. (2002), "Management buyouts and firm-level productivity: evidence from a panel of UK manufacturing firms", *Scottish Journal of Political Economy*, 49(3), pp. 304-317.
- Amess K. (2003), "The effects of management buyouts on firm-level technical efficiency: evidence from a panel of UK machinery and equipment manufactures", *Journal of Industrial Economics*, 51(1), pp. 35-44.
- Arnone M., Laurens B. J., Segalotto J. F. (2006), *The Measurement of Central Bank Autonomy: Survey of Models, Indicators, and Empirical Evidence*, IMF Working Paper.
- Barkema H., Vermeulen G. F. (1997), "What differences in the cultural backgrounds of partners are detrimental for international joint ventures?", *Journal of International Business Studies*, 28, pp. 845-64.
- Barney, J., Wright, M., & Ketchen, D. (2001). The resource-based view of the firm: Ten years after 1991. *Journal of Management*, 27(6), pp. 625-641.
- Begley, T. M., Boyd D. P. (1987), "Psychological Characteristics Associated with Performance in Entrepreneurial Firms and Smaller Businesses", *Journal of Business Venturing*, 2(1), pp. 79-93.
- Berger A. N., Udell G. F. (1998), "The economics of small business finance: the role of private equity and debt markets in the financial growth cycle", *Journal of Banking and Finance*, 22(6-8), pp. 613-673.
- Berk J. B., De Marzo P. (2008), *Finanza Aziendale I*, Pearson Addison Wesley.
- Berk J. B., Green R. C., Naik V. (1999), "Optimal investment, growth options, and security returns", *Journal of Finance*, 54, pp. 1553-1607.
- Bertone F., Colombo M.G., Grilli L. (2009), *Venture Capital and the Growth of New Technology-based Firms: Longitudinal Analysis of the Role of Investor Type*, Working paper.
- Bertone F., Croce A., D'Adda D. (2010), "Venture Capital investments and patenting activity of high-tech start ups: A micro-econometric firm-level analysis", *Venture Capital. An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 12(4), pp. 307-326.
- Bititci U. S., Carrie A. S., McDevitt L. G. (1997), "Integrated Performance Measurement Systems: A Development Guide", *International Journal of Operations and Production Management*, 17, pp. 522-535.
- Block Z., Subbanarasimha P. (1989), *Corporate Venturing: Practices and Performance in the US and Japan*, Working Paper: Centre for Entrepreneurial Studies, Stern School of Business, New York University.
- Bloodgood, J. M., Sapienza, H. J., Almeida, J. G. (1996), "The internationalization of new high potential U.S. ventures: Antecedents and outcomes", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 20, pp. 61-76.
- Bortolotti F., Boscherini F. (2010), *Trasferimento tecnologico ed il ruolo del sistema istituzionale: alcune riflessioni sulla base del caso della Toscana*, XXXI Conferenza Italiana di Scienze Regionali
- Bottazzi L., Da Rin M., Hellmann T. (2008), "Who are the active investors? Evidence from venture capital", *Journal of Financial Economics*, 89, pp. 488-512.
- Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S. (2011), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano.
- Bruining H., Bonnet M., Wright M. (2004), "Management control systems and strategy change in buyouts", *Management Accounting Research*, 15(2), pp. 155-177.
- Bruining H., Wright M. (2002), "Entrepreneurial orientation in management buy-outs and the contribution of venture capital", *Venture Capital*, 4(2), pp. 147-168.
- Brush C. G., Vanderwerf P. (1992), "A comparison of methods and sources for obtaining estimates of new venture performance", *Journal of Business Venturing*, 7(2), pp. 157-170

- Bull I. (1989), "Management performance in leveraged buyouts: an empirical analysis", *Journal of Business Venturing*, 4(4), pp. 263-278.
- Cacciamani C. (2004), *Rischi puri e valore di impresa*, Edizioni goliardiche, Trieste.
- Carpenter R. E., Petersen C. B. (2002), "Capital market imperfections, high-tech investment and new equity financing", *The Economic Journal*, 112, pp. 54-72.
- Chandler G. N., Hanks S. H. (1993), "Measuring the performance of emerging businesses: A validation study", *Journal of Business Venturing*, 8(5), pp. 391-408.
- Chapman R., Hyland P. (2004), "Complexity and learning behaviours in product innovation", *Technovation*, 24, pp. 553-561.
- Chennell A., Dransfield S., Field J., Fisher N., Saunders I., Shaw D. (2000), *OPM: A system for organizational performance measurement*, Conference Proceedings Performance Measurement - Past, Present and Future, Cranfield: Cranfield University, pp. 96-103.
- Christofidis C., Debande O. (2001), *Financing Innovative Firms through Venture Capital*, EIB Sector Paper, February; disponibile su <http://www.eib.org/attachments/pj/vencap.pdf>
- Churchill N. C., Lewis V. L. (1986), "Entrepreneurship research: directions and methods", in Sexton D. L. & Smilor R. W. eds., *The Art and Science of Entrepreneurship*, Ballinger, Cambridge, Massachusetts, pp. 333-365.
- Cioli V. (2005), *Modelli di business e creazione di valore nella new economy*, Franco Angeli, Milano.
- Cochrane J. (2005), "The risk and return of venture capital", *Journal of Financial Economics*, 75(1), pp. 3-52.
- Colombo M. G., Grilli L. (2007), *Funding Gaps? Access to Bank Loans by High-Tech Start-Ups*, *Small Business Economics*, 29, pp. 25-46.
- Colombo M. G., Grilli L., Piva E. (2006), "In search for complementary assets: The determinants of alliance formation of high-tech start ups", *Research Policy*, 35, pp. 1166-1199.
- Comuzzi E. (2005), *Valore, complessità e imprese. Modelli e strumenti per la misurazione e il governo del valore e della complessità*, Giappichelli, Torino.
- Conner K. R., Prahalad C. K. (1996), "A resource-based Theory of the Firm: Knowledge versus Opportunism", *Organization Science*, 7(5), pp. 447-461.
- Cooley T. F., Quadrini V. (2001), "Financial Markets and Firm Dynamics", *American Economic Review*, 91(5), pp. 1286-1310.
- Copeland T., Koller T., Murrin J. (1996), *Il valore dell'impresa: strategie di valutazione e gestione*, Edizioni Il Sole 24 Ore, Milano.
- Covin J. G., Slevin D. P. (1989), "Strategic management of small firms in hostile and benign environments", *Strategic Management Journal*, 10, pp. 75-87.
- Covin J. G., Slevin D. P. (1990), "New venture strategic posture, structure, and performance: An industry life cycle analysis", *Journal of Business Venturing*, 5, pp. 123-135.
- Covin J. G., Slevin D. P. (1991), "A conceptual model of entrepreneurship as firm behavior", *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 16(1), pp. 7-25.
- D'Atri A., Badia F. (2002), "Creazione del valore e misure di performance", *L'Impresa*, 24 (3), pp. 404-414.
- Daily C.M., Dollinger M. J. (1992), "An Empirical Examination of Ownership Structure in Family and Professionally-Managed Firms", *Family Business Review*, 5, pp. 117-136.
- Damodaran A. (2010), *Valutazione delle aziende*, Apogeo, Milano.
- Del Colle D. M., Finaldi Russo P., Generale A. (2006), *The Causes and Consequences of Venture Capital Financing. An Analysis Based on a Sample of Italian Firms*, Banca d'Italia, Temi di Discussione, n. 584.
- Denis D. J. (2004), "Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence", *Journal of Corporate Finance*, 10(2), pp. 301-326.
- Dess G. G., Lumpkin G. T., Covin J. G. (1997), "Entrepreneurial strategy making and firm performance: Tests of contingency and configurational models", *Strategic Management Journal*, 18(9), pp. 677-695.
- Duchesneau D. A., Gartner W. B. (1990), "A profile of new venture success and failure in an emerging industry", *Journal of Business Venturing*, 5, pp. 297-312.

- Dushnitsky G. A., Lenox M. J. (2006), "When does corporate venture capital investment create firm value?", *Journal of Business Venturing*, 21, pp. 753-772.
- Eisenhardt K. M. (1989), "Building theories from case study research", *Academy of Management Review*, 14(4), pp. 532-550.
- Erramilli M. K., D'Souza D. E. (1993), "Venturing into foreign markets: The case of the small service firm", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 17(2), pp. 29-41.
- EVCA (2001), *Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts and Buy-ins in Europe*, European Private Equity & Venture Capital Association, Brussels.
- Farmindustria, Assobiotec (2012), *Rapporto sulle biotecnologie del settore farmaceutico in Italia 2012*, Ernst & Young, Roma, Italia.
- Fidanza B. (2003a), *Le determinanti del rendimento delle attività rischiose*, Morlacchi Editore, Perugia.
- Fidanza B. (2003b), "Creazione di valore e misure di performance: il caso italiano", *La valutazione delle aziende*, 31.
- Fidanza B. (2010), "Private Equity in Italia: caratteristiche del mercato e ruolo per le imprese", in Boffa F., Galeazzi G., (a cura di), *Evoluzione e discontinuità nel sistema finanziario internazionale*, McGrawHill, Milano.
- Fitzgerald L., Johnston R., Brignall S., Silvestro R., Voss C. (1991), *Performance Measurement in Service Business*, The Chartered Institute of Management Accountants, London.
- Garengo P. (2005), *A framework to classify PMS adopted by SMEs: an empirical study of the Italian leading companies*, Conference Proceeding of the 3th International conference on performance measurement and management, Nice, 21-23 September.
- Garengo P., Biazzo S., Bititci U. (2005), "Performance measurement systems in SMEs: a review for a research agenda", *International Journal of Management Review*, 7(1), pp. 25-47.
- Gervasoni A., Sattin F. (2004), *Private Equity e Venture Capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini e Associati Editore, Milano.
- Gibbert M., Ruigrok W., Wicki B. (2008), "What passes as a rigorous case study?", *Strategic Management Journal*, 29(13), pp. 1465-1474.
- Gompers P. A., Lerner J. (1997), "Risk and reward in private equity investments, the challenge of performance assessment", *Journal of Private Equity*, Winter, pp. 5-12.
- Greene P., Brown T. (1997), "Resource needs and the dynamic capitalism typology", *Journal of Business Venturing*, 12, pp. 161-173.
- Gualandri E., Schwizer P. (2008), "Bridging the Equity Gap: il caso delle PMI innovative", *Studi e Note di Economia*, 1, pp. 101-138.
- Guatri L. (1998), *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano.
- Hamel G., Prahalad C. K. (1991), "Corporate Imagination and expeditionary marketing", *Harvard Business Review*, 69, pp. 81-92.
- Hand J. (2004), *Determinants of the Returns to Venture Capital Investments*, reperibile all'indirizzo <http://leeds-faculty.colorado.edu/Bhagat/ReturnsVCInvestments.pdf>.
- Harding R., 2002. Plugging the knowledge gap: international comparison of the role for policy in the venture capital market, *Venture Capital* 4(1), pp. 59-76.
- Harris R., Siegel D.S., Wright M., 2005. Assessing the impact of management buyouts on economic efficiency: Plant-level evidence from the United Kingdom, *Review of Economics and Statistics* 87(1), pp. 148-153.
- Hart S. L. (1992), "An integrative framework for strategy-making processes", *The Academy of Management Review*, 17(2), pp. 327-351.
- Hellmann T., Puri M. (2002), "Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence", *The Journal of Finance*, 57, pp. 169-197.
- Herron L. A., Robinson R. B. (1993), "A structural model of the effects of entrepreneurial characteristics on venture performance", *Journal of Business Venturing*, 8, pp. 281-294.
- Hsu D. H. (2006), "Venture capitalists and cooperative start up commercialization strategy", *Management Science*, 52, pp. 204-219.
- Jääskeläinen M., Maula M. V. J., Murray G. C. (2007), "Profit distribution and compensation structures in publicly and privately funded hybrid venture capital funds", *Research Policy*, 36(7), pp. 913-929.

- Jo H., Lee J. (1996), "The relationship between an entrepreneur's background and performance in a new venture", *Technovation*, 16(4), pp. 161-171.
- Johanson J., Schweizer R., Vahlne J. E. (2010), "Internationalization as an entrepreneurial process", *Journal of International Entrepreneurship*, 8, pp. 343-370.
- Jones C., Rhodes-Kropf M. (2003), *The price of diversifiable risk in venture capital and private equity*, Working Paper Columbia University.
- Kaplan R. S., Norton D. P. (1992), "The Balanced Scorecard - Measures that Drive Performance", *Harvard Business Review*.
- Kaplan R. S., Norton D. P. (1996), "The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action", *Harvard Business Review*.
- Kaplan S. (1989), "The effects of management buyouts on operating performance and value", *Journal of Financial Economics*, 24(2), pp. 217-254.
- Kaplan S., Strömberg P. (2000), *Financial Contracting Theory Meets the Real World: Evidence From Venture Capital Contracts?*, Working Paper n. 7660, National Bureau of Economic Research.
- Kaplan S., Strömberg P. (2001), "Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring", *American Economic Review Papers and Proceedings*, 91(2), pp. 426-430.
- Keats B. W., Hitt M. A. (1988), "A causal model of linkages among environmental dimensions, macro organizational characteristics, and performance", *The Academy of Management Journal*, 31(3), pp. 570-598.
- Keegan D. P., Eiler R. G., Jones C. R. (1989), "Are your performance measures obsolete?", *Management Accounting*, 70(12), pp. 45-50.
- Koller T. (1994), "What is value based-management?", *The McKinsey Quarterly*, n. 3.
- Kortum S., Lerner J. (1998), "Stronger Protection or Technological Revolution: What is Behind the Recent Surge in Patenting?", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 48(1), pp. 247-304.
- Lee D. Y., Tsang E. W. K. (2001), "The effects of entrepreneurial personality, background and network activities on venture growth", *Journal of Management Studies*, 38, pp. 583-602.
- Li J. (1995), "Foreign entry and survival: Effects of strategic choices on performance in international markets", *Strategic Management Journal*, 16, pp. 333-351.
- Lichtenberg F., Siegel D. (1990), "The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior", *Journal of Financial Economics*, 27(1), pp. 165-194.
- Lindsey L. (2002), *The Venture Capital Keiretsu Effect: An Empirical Analysis of Strategic Alliances among Portfolio Firms*, Working paper, Stanford University.
- Ljungqvist A., Richardson M. (2003), *The cash flow, return and risk characteristics of private equity*, NBER Working Papers n. 9454, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Long W., Ravenscraft D. (1993), "LBOs, Debt and R&D Intensity", *Strategic Management Journal*, (14), pp. 119-135.
- Lumpkin G., Dess G. G. (1996), "Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance", *The Academy of Management Review*, 21(1), pp. 135-172.
- Luo Y., Peng M.W. (1998), "Learning to compete in a transition economy: Experience, environment, and performance", *Journal of International Business Studies*, 30(2), pp. 269-295.
- Lynch R. L., Cross K. F. (1991), *Measure Up - the Essential Guide to Measuring Business Performance*, Mandarin, London.
- MacMillan I., Kulow D., Khoylian R. (1989), "Venture Capitalist Involvement in Their Investments: Extent and Performance", *Journal of Business Venturing*, 4, pp. 27-47.
- MacMillan I., Siegel R., Narasimha P. N. S. (1985), "Criteria Used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals", *Journal of Business Venturing*, 1(1), pp. 119-128.
- Madden B. (1996), "The CFROI life cycle", *The Journal of Investing*, 5(2), pp. 10-20.
- Madden B. (1998), "The CFROI valuation model", *The Journal of Investing*, 7(1), pp. 31-44.
- Madden B. (1999), *Valuation: A Total System Approach to Valuing the Firm*, Oxford, Butterworth-Heinemann.
- Malone S. (1989), "Characteristics of smaller company leveraged buyouts", *Journal of Business Venturing*, 4(5), pp. 345-359.

- Maskell B. H. (1992), *Performance Measurement for World Class Manufacturing: A Model for American Companies*, Productivity Press, Cambridge, MA, USA.
- Massari M., Zanetti L. (2008), *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill, Milano.
- McConaughy D. L. (2000), "Family CEO versus non-family CEOs in the family controlled firm: An examination of the level and sensitivity of pay to performance", *Family Business Review*, 13(2), pp. 121-131.
- McConaughy D. L., Mathews C. H., Fialko A. S. (2001), "Founding family controlled firms: Performance, risk and value", *Journal of Small Business Management*, 39(1), pp. 31-50.
- Miller D. (1987a), "Strategy making and structure: Analysis and implication for performance", *The Academy of Management Review*, 30(1), pp. 7-32.
- Miller D. (1987b), "The structural and environmental correlates of business strategy", *Strategic Management Journal*, 8, pp. 55-76.
- Murtinu S., Colombo M. G., Grilli L., Piscitello L., Piva E. (2009), "Effects of International R&D alliances on performance of high-tech start-ups: a longitudinal analysis", *Strategic Entrepreneurship Journal*, 3(4), pp. 346-368.
- Neely A. (1999), "The performance measurement revolution: why now and what next?", *International Journal of Operations & Production Management*, 19(2), pp. 205-228.
- Neely A., Adams C., Kennerley M. (2002), *The Performance Prism: The Scorecard for Measuring and Managing Business Success*, Financial Times-Prentice Hall, London.
- Opler T. (1992), "Operating Performance in Leverage Buyouts: evidence from 1985-1989", *Financial Management*, 22, pp. 27-34.
- Ottosson E., Weissenrieder F. (1996), "Cash value added. A framework for value based management", *Ekonomi & Styrning*, 5.
- Pavarani E. (a cura di) (2006), *L'equilibrio finanziario*, McGraw-Hill, Milano.
- Porter M. E. (1980), *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, Free Press, New York.
- Rappaport A. (1986), *La strategia del valore: le nuove regole della performance aziendale*, Franco Angeli, Milano.
- Relazione Prometeia ABI (2006), "Finanza e sviluppo delle PMI", in Landi A., Rigon A., (a cura di), *Europa*, Rapporto ABI-Prometeia.
- Reuber R., Fisher E. M. (1994), "Entrepreneurs' experience, expertise, and the performance of technology-based firms", *IEEE, Transactions on Engineering Management*, 41(4), pp. 365-374.
- Romano C. A., Tanewski G. A., Smyrniotis K. X. (2001), "Capital structure decision making: A model for family business", *Journal of Business Venturing*, 16(3), pp. 285-310.
- Roper S. (1998), "Strategic Choice and Small Business Performance - An Exploratory Analysis", *Small Business Economics*, 11, pp. 11-24.
- Sapienza H. (1992), "When do venture capitals add value?", *Journal of Business Venturing*, 7, pp. 9-27.
- Simonin B.L. (1997), "The importance of collaborative know-how: An empirical test of the learning organization", *Academy of Management Journal*, 40(5), pp. 1150-1174.
- Singh H. (1990), "Management buyouts: distinguishing characteristics and operating changes prior to public offering", *Strategic Management Journal*, 11, pp. 111-129.
- Smart D. T., Conant J. S. (1994), "Entrepreneurial orientation, distinctive marketing competencies and organizational performance", *Journal of Applied Business Research*, 10(3), pp. 28-39.
- Spanos Y. E., Lioukas S. (2001), "An examination into the causal logic of rent generation: Contrasting Porter's competitive strategy framework and the resource-based perspective", *Strategic Management Journal*, 22(10), pp. 907-934.
- Stevenson HH., Sahlman WA. (1986), *Importance of Entrepreneurship in Economic Development, in Entrepreneurship, Intrapreneurship, and Venture Capital: The Foundations of Economic Renaissance*, Lexington Books, Canada.
- Storey D. J., Tether B. S. (1998), "New technology-based firms in the European Union: an introduction", *Research Policy*, 26(9), pp. 933-946.

- Stuart T. E., Hoang H., Hybels R. C. (1999), "Interorganizational endorsements and the performance of entrepreneurial ventures", *Administrative Science Quarterly*, 44, pp. 315-349.
- Suwignjo P., Bititci U. S., Carrie A. S. (2000), "Quantitative Models for Performance Measurement Systems", *International Journal of Production Economics*, 64, pp. 231-241.
- Venanzi D., 2010. Il puzzle della struttura finanziaria, Pearson Practise Hall, Milano.
- Westhead P., Cowling M., 1997. Performance contrasts between family and non-family unquoted companies in the UK, *International Journal of Entrepreneurial Behaviour and Research* 3(1), pp. 30-52.
- Wiklund J., Shepherd D. A. (2005), Entrepreneurial orientation and small business performance: a configurational approach, *Journal of Business Venturing* 20(1), pp. 71-91.
- Wiklund J., Shepherd D.A. (2004), *Building an Integrative Model of Small Business Growth*, Paper presented at the Academy of Management 2004 New Orleans Conference New Orleans, LA, 6-11 August.
- Wright M., Gilligan J., Amess K. (2009), "The economic impact of private equity: what we know and what we would like to know", *Venture Capital*, 11(1), pp. 1-21.
- Wright M., Hoskisson R., Busenitz L. (2001), "Firm rebirth: buyouts as facilitators of strategic growth and entrepreneurship", *Academy of Management Executive*, 15(1), pp. 111-125.
- Wright M., Hoskisson R., Busenitz L., Dial J. (2000), "Entrepreneurial growth through privatization: the upside of management buyouts", *Academy of Management Review*, 25(3), pp. 591-601.
- Wright M., Thompson S., Robbie K. (1992), "Venture capital and management-led leveraged buyouts: A European perspective", *Journal of Business Venturing*, 7, pp. 47-71.
- Yin R. (1994), *Case Study Research: Design and Methods* (2nd ed.), Sage Publishing, Beverly Hills, CA.
- Zahra S. (1991), "Predictors and financial outcomes of corporate entrepreneurship: An explorative study", *Journal of Business Venturing*, 6, pp. 259-285.
- Zahra S. (1993), "Environment, corporate entrepreneurship, and financial performance: a taxonomic approach", *Journal of Business Venturing*, 8(4), pp. 319-340.
- Zahra S. (1995), "Corporate entrepreneurship and financial performance: the case of management leveraged buyouts", *Journal of Business Venturing*, 10(3), pp. 225-247.
- Zahra S., Covin J. (1995), "Contextual influence on the corporate entrepreneurship-performance relationship: A longitudinal analysis", *Journal of Business Venturing*, 10(3), pp. 43-58.
- Zahra S., Ireland R. D., Hitt M. A. (2000), "International expansion by new venture firms: International diversity, mode of market entry, technological learning, and performance", *The Academy of Management Journal*, 43(5), pp. 925-950.