



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI

"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA E MANAGEMENT

PROVA FINALE

**"IL FINANZIAMENTO E LA CRESCITA DELLE
STARTUP IN ITALIA: IL CASO GROM"**

RELATORE: CH.MO PROF. AMEDEO PUGLIESE

LAUREANDA: SARA PASQUALETTO

MATRICOLA N. 1090220

ANNO ACCADEMICO 2016 – 2017

INDICE

INTRODUZIONE	5
CAPITOLO 1. I CARATTERI DISTINTIVI DELLE START-UPS	7
1.1 Come nasce una startup?.....	10
1.2 Fasi della nascita di un startup	12
1.3 Il fenomeno delle startup in Italia	16
CAPITOLO 2. IL FINANZIAMENTO DI UNA STARTUP	19
2.1 I Business Angels.....	20
2.2 Il ruolo dei Venture Capital	25
2.3 L'evoluzione dei Mini-bond nel finanziamento delle startup.....	28
CAPITOLO 3. IL CASO GROM.....	37
3.1 Perché Grom è nata come una startup?.....	37
3.2 La storia di Grom	38
3.3 L'evoluzione finanziaria per Grom.....	39
CONCLUSIONI	43
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI.....	45

INTRODUZIONE

Lo scopo di questo elaborato è capire cos'è una startup, come nascono, quali sono i loro scopi, quali strumenti possono usare per il loro supporto. Alla fine del primo capitolo andremo a vedere alcuni dati relativi ai trend di crescita delle startup in Italia negli ultimi anni. Nel secondo capitolo si andrà a capire da dove provengono i finanziamenti per queste nuove imprese, in particolar modo, si farà un approfondimento sulle figure dei Business Angels e Venture Capitalists, e come questi contribuiscono al loro sviluppo. Successivamente capiremo perché per il finanziamento di una startup sono importanti i mini-bond, che sono delle obbligazioni agevolate che permettono alle società non quotate di aprirsi al mercato dei capitali, riducendone la dipendenza dal credito bancario. Identificando le motivazioni che hanno portato alla loro nascita, la normativa di riferimento, gli attori coinvolti nel mercato. Nell'ultimo capitolo si prenderà d'esempio il caso di una startup nata in Italia che oggi ha molto successo, Grom, da poco acquisita dalla multinazionale Unilever. Come si può immaginare c'è ben poco da innovare nel settore del gelato artigianale, i due fondatori utilizzano quindi il concetto opposto, il gelato come quello di una volta. Puntando molto su un'immagine un po' gourmet e un po' vintage sia nella comunicazione che nel visual del punto vendita.

Le startup risultano essere un fenomeno rilevante perché creano occupazione, diffondono l'innovazione in molti settori; sono uno stimolo positivo per il sistema industriale perché assicurano l'evoluzione nel tempo. Risulta importante approfondire questo tema perché proprio grazie a queste forme di impresa gli individui rischiano e si mettono in gioco cercando di realizzare i loro sogni e magari anche quelli degli altri.

“Le buone idee nascono dall'urgenza. Devi avere prima di tutto fame. Poi guardare quello che si muove intorno a te, infine rischiare e perseverare”; questo dice Joe Gebbia cofounder di Airbnb un market place online che mette in contatto chi cerca un alloggio; altro esempio di startup nata nel network in pochissimo tempo. Il fenomeno delle startup è di grande attualità e in continua crescita anche nel nostro Paese, a dispetto di ciò che invece ci fanno credere; anche se alla fine non proprio tutti si realizzano e diventano i nuovi Mark Zuckerberg di Facebook quello che conta è provarci e riuscire a mettere in moto un Paese che sembra avere delle riprese davvero lente.

CAPITOLO 1

I CARATTERI DISTINTIVI DELLE START-UPS

Il termine startup non è di facile definizione e presenta diverse interpretazioni. Negli ultimi anni l'espressione startup si sta diffondendo sempre più. Startup dall'inglese letteralmente significa «partire, mettersi in moto»; è la fase iniziale di avvio di attività di una nuova impresa o di un'impresa che si è appena costituita. Secondo il dizionario di economia e finanza, Treccani, in origine il vocabolo venne indicato per definire la fase di accensione di un computer o di un altro dispositivo elettronico. La prima accezione faceva riferimento nella maggior parte dei casi alla fase iniziale di una nuova impresa nata nel settore di internet o delle tecnologie dell'informazione. Il termine si è affermato ed è entrato nel nostro dizionario ai tempi della bolla speculativa di internet. Viene oggi usato anche come sinonimo di spin-off per identificare le nuove imprese altamente tecnologiche nate dalla valorizzazione della ricerca accademica. Molte spin-off possono essere delle startup ma non sono tuttavia da confondere con esse. Queste sono un sottoinsieme delle startup composto da quelle aziende i cui fondatori provengono da altre imprese (i cosiddetti *corporate spinoff*) o da università o enti di ricerca (gli spin-off accademici). Spesso vengono considerate come spin-off solo quelle aziende che mantengono una relazione formale con l'azienda o l'ateneo di gemmazione: in tali casi ciò si manifesta attraverso la partecipazione al capitale dello spin-off da parte dell'organizzazione di provenienza o un contratto di collaborazione tra quest'ultima e lo spinoff.

La startup è un'organizzazione, che ha uno scopo e un particolare intento innovativo. Si deve trovare prima di tutto un mercato che sia su misura tra prodotto e cliente. Si deve cercare un mercato su misura analizzando l'interazione e il comportamento che c'è tra i clienti e il mondo reale rispetto all'innovazione che si vuole ottenere. A differenza delle altre entità economiche, secondo Paul Graham, venture capitalist americano, una startup è una nuova impresa caratterizzata dall'innovazione, è appunto creata per crescere in maniera veloce in base a un business model scalabile e ripetibile. Scrive nel suo articolo 'Startup = Growth', (Settembre 2012), che la sola caratteristica, essenziale, che la distingue è la crescita rapida, si devono fare cose che possano avere un grande mercato a cui rivolgersi e che si possa raggiungere e servire quelle persone. Questa differenza è la ragione per cui esiste una parola distinta, "startup", per le aziende progettate per crescere rapidamente. Se tutte le aziende fossero essenzialmente simili, e semplicemente alcune per fortuna o per gli sforzi dei loro

fondatori finissero per crescere molto in fretta, non avremmo bisogno di una parola differente. Potremmo semplicemente parlare di aziende che hanno avuto molto successo e aziende che hanno avuto meno successo. Ma in realtà le startup hanno un tipo di DNA differente da quello delle altre aziende. Google non è semplicemente un negozio di parrucchiere i cui fondatori sono stati incredibilmente fortunati e laboriosi. Google è stato diverso sin dal principio. Per crescere rapidamente, devi produrre qualcosa che tu possa vendere a un grande mercato. Questa è la differenza tra Google e un negozio di parrucchiere. Un negozio di parrucchiere non è scalabile, non può accrescere rapidamente il numero di clienti che serve.¹

Vediamo ora come alcuni pionieri hanno potuto, avendone il merito, definire il vocabolo.

“Il termine start up identifica un’organizzazione temporanea, con lo scopo di far nascere un business model scalabile e ripetibile.” Steve Blank uno degli esponenti più autorevoli dello startup eco system internazionale, operatore seriale nella Silicon Valley, dice che ci sono voluti dieci anni per arrivare a una definizione ben precisa di questo termine. Per lui è una definizione essenziale, da dizionario, con le caratteristiche che la distinguono dalle imprese di altro genere. Le caratteristiche sono le seguenti:

- temporaneità: in quanto è solo una fase transitoria, è l’inizio del cammino per diventare una grande impresa; sin da subito bisogna assolutamente pensare a come fare per uscire dalla startup. Oggi startup è qualcosa di temporaneo, non dura per sempre e quindi è necessario pensare a come uscirne rendendo il passaggio vantaggioso per chi crea la startup;
- sperimentazione: una startup è alla ricerca di un modello di business e non sa esattamente quello che sta facendo, i tentativi da fare sono molti per trovare una formula vincente facendo innovazione;
- scalabilità: il modello di business deve operare in un mercato molto ampio, che dia possibilità di crescita e si deve ripetere nei processi di vendita e distribuzione, deve cioè essere replicabile. Un business scalabile è incentrato su procedure chiave e non sulle persone chiave; in poche parole si deve riuscire a passare da uno a centomila clienti senza un eccessivo bisogno di tempo e risorse finanziarie.

In una fase iniziale il termine era usato solo per le nuove startup altamente tecnologiche attive nel web e nel mondo digitale; ora è usato anche per le imprese che operano nella manifattura.

¹ www.paulgraham.com

Mentre le aziende tradizionali praticano il loro business plan, le start up cercano un business model con le caratteristiche della ripetibilità, scalabilità, e che dia profitti.

Ripetibile significa che il successo della startup non deve essere legato a una moda passeggera del momento ma deve avere successo nel tempo, deve ripetersi nel lungo termine; scalabile significa che deve sfruttare le economie di scala e quindi i ricavi devono crescere più velocemente dei costi. Infine lo scopo di ogni impresa è creare i profitti, creare un guadagno, monetizzare; non tutte però le startup funzionano in questo modo, ad esempio per le startup digitali l'importante è il popolamento.

Marco Marinucci e Alberto Onetti hanno elaborato la ricerca: "Startups in Italy facts and trends" (Mind the Bridge Survey, 2012). Per loro la definizione del termine startup è la seguente: "Nuovi progetti di impresa con una marcata vocazione all'innovazione e forti ambizioni di crescita." Questo modello d'impresa si associa di solito ad un fabbisogno di capitali che va oltre le capacità di autofinanziamento del nucleo dei soci fondatori e dell'azienda stessa (che in genere, per un certo periodo dopo l'avvio, non è in grado di produrre flussi di cassa). Di conseguenza le startup basano, nelle fasi iniziali, il proprio sviluppo sul ricorso a finanziamenti esterni da parte di investitori specializzati sull'equity, quali seed e venture capitalist e business angel. Quindi, definiamo come imprese startup:

- imprese appena costituite o progetti di impresa;
- operanti in ambiti innovativi;
- con intensi piani di crescita;
- che necessitano di apporti di capitale nelle fasi iniziali.

Alcuni studiosi come L. Pirolo, M. Presutti, D. Mascia, P. Boccardelli e R. Oriani hanno identificato dei fattori fondamentali per lo sviluppo delle startup:

- le competenze interne e in particolare le caratteristiche dell'imprenditore;
- le competenze interne e le risorse destinate alle attività di ricerca e sviluppo;
- le competenze esterne e in particolar modo la rilevanza del capitale relazionale (venture capital, incubatori, accordi strategici);
- la localizzazione dell'impresa.

1.1 Come nasce una startup?

Il processo per la nascita di una startup è molto lungo e complesso. Il primo passo da fare è cercare un'idea di business, bisogna trovare i soldi e i finanziamenti per supportare l'idea, valutare il settore del mercato in cui ci si vuole inserire e valutarne anche i rischi.

Una startup nasce sempre da un'idea, è all'interno di questa che troviamo il valore principale della stessa. Questo però non è ancora un progetto ben delineato ma sarà motivo di forti cambiamenti nel corso della sua evoluzione.

Nel 2012 con il governo Monti nascono in Italia le “startup innovative” con lo scopo di creare nuova occupazione e per lo sviluppo del Paese. Con il rapporto “Restart, Italia!” si presentano nuove proposte e idee per lo sviluppo di startup che siano digitali, industriali, artigianali, sociali, legate al commercio o all'agricoltura, o ad altri settori dell'economia. Si prevedono misure che interessano tutti i passaggi cruciali del ciclo di vita della startup, dal lancio alla crescita, fino alla fase di maturità. Ci si concentra per lo più al lato dell'offerta per avere uno Stato snello e veloce in cui sia facile aprire una startup, per offrire maggiori capitali e risorse finanziarie per i primi passi e poi la crescita.

Con il Decreto Legge 18 Ottobre 2012, il cosiddetto Decreto Crescita 2.0, dal titolo “Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese”, si inizia a creare un quadro di crescita per favorire e creare la startup in Italia. Viene anche istituita una sezione speciale nel Registro delle Imprese dal nome startup. Il 20 Luglio 2016 il Ministero dello Sviluppo Economico ha avviato una nuova modalità semplificata, gratuita e digitale per la costituzione di startup innovative. Può essere eseguita completamente online, con l'uso della firma digitale, la figura che fa da professionista e intermediario nella costituzione viene così superata e si ha un forte risparmio di costi e di tempo. La prima regione per numero di startup innovative costituite con la nuova modalità è la Lombardia, con il 48,38% delle quali localizzate a Milano; segue il Veneto, con il 22%, la metà di queste stabilite a Padova (fonte dal sito del Ministero dello Sviluppo Economico). Dall'ultima relazione annuale del Parlamento risulta che le startup iscritte in Italia sono 6.363 al 30 Settembre 2016, questo ci dimostra che la crescita delle startup innovative è in aumento costante. Si stima comunque che il numero di startup presenti in Italia sia tuttavia maggiore se si vanno a contare anche quelle non iscritte nel Registro delle Imprese. Ricapitolando la startup è la fase iniziale per l'avvio dell'impresa. La startup innovativa è quel tipo particolare di startup introdotta dal Decreto Crescita 2.0 che deve avere determinati requisiti a fronte dei quali gode di determinati vantaggi. I requisiti richiesti sono i seguenti:

- è costituita in forma di società di capitali o cooperativa o società europea;

- residenza in Italia;
- l'oggetto esclusivo o prevalente deve essere lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi;
- è costituita da non più di 48 mesi;
- i soci sono persone fisiche e devono detenere la maggioranza delle quote del capitale;
- azioni quotate in un mercato regolamentato;
- dal secondo anno di attività il totale del valore della produzione annua non deve superare 5 milioni di euro;
- non distribuire utili.

Almeno anche solo uno dei seguenti requisiti deve essere posseduto:

- spese di ricerca e sviluppo uguali o maggiori del 20% del maggiore fra costo e valore della produzione;
- impiegare in percentuale più di un terzo della forza lavoro, che sia in possesso di dottorato di ricerca o che lo sta svolgendo o in possesso di laurea e che abbia svolto da almeno 3 anni, attività di ricerca certificata;
- titolare o licenziataria di un'invenzione industriale o biotecnologica.

Una ricerca molto recente sulle startup italiane (Anastasia, Furlan, Pitingaro, 2015) dimostra che il fenomeno in Italia è ben diverso da quanto si percepisce. In Italia le startup nascono dall'esperienza pregressa dei loro fondatori che hanno già lavorato per imprese simili e quindi hanno già accumulato esperienza, come accade in America. Nel nostro paese le startup non nascono principalmente da giovani menti geniali che riescono ad attuare con successo le loro idee. Questo sembra sconfessato per lasciare posto alla figura dell'imprenditore che ha già alle spalle anni di esperienza lavorativa.

La ricerca si basa su 450 nuove imprese specializzate nel settore high-tech e medium-tech nate nel Nord Italia. Ne risulta che per il 62,7% dei casi questi imprenditori hanno lavorato per tempo nello stesso settore della nuova impresa. Si vuole quindi mettere in atto la conoscenza che si è già sviluppata con il precedente lavoro e non un'idea geniale. Questo viene dimostrato dal fatto che solo il 7% ha provato a lanciarsi nella produzione di beni e servizi che sfociano in un nuovo mercato. Tutto ciò ci fa capire che ci troviamo al polo completamente opposto del giovane fuori dagli schemi che rivoluziona tutto. In Italia la maggior parte di questi imprenditori è gente matura, con esperienza e già inserita nel settore.

L'innovazione quindi in questi casi non va a introdurre una nuova tecnologia ma deve essere l'imprenditore stesso a scoprire e sfruttare qualcosa di nuovo. Questa capacità comporta un processo di scoperta, di valutazione e di sfruttamento di nuove opportunità di creazione di ricchezza. Le opportunità che si limitano ad aumentare l'efficienza di prodotti o servizi, materie prime o metodi organizzativi esistenti non possono essere considerati innovativi in quanto non comportano la scoperta di nuove relazioni mezzi-fini ma solo l'ottimizzazione delle relazioni mezzi-fini esistenti (Shane and Venkataraman, 2000).

1.2 Fasi della nascita di una startup

Una startup nasce da una nuova idea di business. Uno dei suoi vantaggi potrebbe risultare quello di essere un'impresa flessibile e avere più libertà d'azione mentre lo svantaggio principale è quello di avere difficoltà nel finanziarsi. L'idea del nuovo business appunto è messa in atto recuperando finanziamenti necessari in modo che si abbia una crescita molto veloce dell'attività.

Non è detto che questa nuova idea di business sia rivoluzionaria, è un'idea però solitamente originale, alcune volte non è nemmeno ben definita ma, si va a creare nel tempo perché si modifica e si adatta in base alle richieste e alle risposte date dal mercato, in base cioè alla reazione che hanno i consumatori. È questo infatti il vantaggio della flessibilità che hanno le startup che se usato bene può essere considerato un'arma vincente; se ci uniamo il fatto di poter mettere in piedi anche un gruppo del tutto nuovo e motivato alla crescita, la reazione del mercato a cui ci si rivolge sarà nettamente migliore. Ci si può aggiungere anche il fatto che la startup non ha alcun legame con nessuna società madre, quindi questo sta a significare che la startup non ha alcun obbligo contrattuale a cui sottostare e può liberamente agire sul mercato.

Il punto più dolente per una startup è sicuramente quello della scarsa disponibilità di capitale proprio, nella maggior parte dei casi, c'è quindi la necessità di doverlo reperire altrove, di conseguenza questo aumenta il tempo che serve perché la società diventi in pieno operativa e si possono incontrare difficoltà anche nel conquistare una parte del mercato, togliendo lo spazio a quei competitors che si sono già inseriti e affermati.

Bisogna prima di tutto concentrare un insieme di azioni e scelte di strategia per dare delle linee all'impresa; tra cui alcune di esse possono essere: il concepimento dell'idea di startup, il metodo di produzione e la struttura organizzativa, la ricerca di personale, la conduzione di studi di mercato per definire le attività e gli indirizzi aziendali, il reperimento dei mezzi finanziari necessari, la pianificazione e l'avvio dell'attività. Se riusciamo a strutturare

preventivamente e a programmare il processo di startup possiamo raggiungere più obiettivi insieme: si stimola la maturazione dell'idea imprenditoriale; si guida il processo di realizzazione dell'impresa; si valutano i rischi e le opportunità di successo; si controllano e si verificano i progressivi raggiungimenti degli obiettivi in attesa dell'acquisizione di autonomia ed economicità gestionale.

Gli elementi basilari di una strategia di startup nascono dal loro incontro e dalla loro interazione, sono tre: l'idea imprenditoriale, l'aspirante imprenditore e il progetto d'impresa.

Con idea imprenditoriale si intende l'idea potenziale che è alla base di tutto, è lo stimolo costante per l'investimento che si fa nella startup. Importante è seguire queste tre direttrici caratteristiche:

1. l'innovazione: si presuppone che il nuovo business che si intende creare sia originale e unico oppure sia una combinazione di fattori già esistenti, in entrambi i casi dovrà comunque contenere elementi di novità che attraggano l'attenzione e soprattutto l'interesse del mercato. L'innovazione potrà riguardare il prodotto, il processo tecnologico, la risposta al mercato o l'organizzazione aziendale;
2. la motivazione: è la benzina di ogni sfida, ciò che sta a capo di tutto, è il cuore pulsante della nostra idea dal lato psicologico. È ciò che guida i mezzi e i sacrifici verso il raggiungimento di un obiettivo complesso di lungo periodo. La motivazione è un fattore fondamentale per riuscire a dare all'imprenditore la capacità di superare gran parte delle difficoltà e degli ostacoli che si presenteranno durante il percorso, aiutandolo a trovare ogni volta la giusta soluzione ai problemi;
3. la fattibilità: tutte le idee se non sono messe alla prova nella realtà all'interno del mercato, nella legislazione corrente e nell'ambito di riferimento al quale si rivolgono potranno non sopravvivere. Si deve quindi valutare obiettivamente la realizzabilità di ogni singolo elemento che fonda l'idea di partenza.

Come dice l'espressione 'aspirante imprenditore', l'idea di iniziare un'attività in proprio è solo un'aspirazione. Si devono però prendere in considerazione molti aspetti critici del profilo caratteristico per conoscere il grado di adeguatezza effettivo con la scelta professionale che si sta per compiere. Non tutti possono risultare idonei a svolgere quest'attività in proprio; certamente nessuno nasce con le qualità perfette di un manager di successo; ma la grande maggioranza delle capacità imprenditoriali può essere appresa mediante adeguati percorsi formativi. Un ottimo amministratore di successo deve essere in grado di dirigere il lavoro di più individui, avere carisma, capacità relazionali, doti di negoziatore, saper affrontare gli imprevisti, responsabilizzarsi, rischiare e decidere, indagare con curiosità nuove soluzioni,

dedicare il proprio tempo al lavoro anche oltre il necessario. La motivazione principale che sta alla base della scelta di un'attività imprenditoriale è normale sia quella del profitto e del successo, ma si dovrebbe pensare anche al desiderio di riuscire a essere soddisfatti, di migliorare la propria attività, e degli altri, di ampliare le proprie relazioni, di appagare le aspirazioni che si hanno e le curiosità. È molto curioso scoprire che il sistema delle Camere di Commercio italiane ha creato appositamente un software per testare le attitudini imprenditoriali di tutte le persone che intendono svolgerlo; è il Test Delfi, che si basa sulla diagnosi e l'incrocio di 11 caratteristiche personali.

Per quanto riguarda il punto di vista manageriale, occorre accertarsi di possedere a livello adeguato le competenze e il know-how che sono necessari per svolgere quel determinato tipo di attività. Molto spesso chi ha l'idea imprenditoriale è un tecnico competente ma che non prende in considerazione gli aspetti gestionali che dovrà presidiare nel corso dell'attività dovendo ricoprire anche più funzioni contemporaneamente. In questo caso parliamo di un cosiddetto *knowledge gap* che può essere d'ostacolo.

Nel momento in cui l'idea imprenditoriale e la figura dell'aspirante imprenditore sono ben combinati tra loro si deve tradurre questo mix in un concreto progetto d'impresa con ben definiti i contenuti, gli obiettivi, i passaggi e i tempi di realizzazione. Si passa cioè da una situazione ipotetica a una progettuale con la stesura di un progetto d'impresa con valenza prevalentemente interna. Non si avranno ancora delle risposte mirate ma sarà utile fare questo per trasformare una visione sfocata nella realizzazione di un business plan. Questo progetto d'impresa viene creato prevalentemente per essere utilizzato all'interno; il nuovo imprenditore deve analizzare nel dettaglio tutti gli aspetti principali che lo rendono caratterizzante e lo condizionano, in questo modo potrà individuare le soluzioni più appropriate. In questa fase si deve necessariamente essere realisti e ci si deve confrontare con i competitors; si deve vedere il progetto ancora in un'ottica dinamica per poter valutare continuamente gli aggiornamenti e le evoluzioni che si perfezioneranno rispetto alle iniziali posizioni di partenza.

Giunge ora necessario capire come dopo aver formulato la nostra idea di business si debba accertarsi della presenza delle risorse finanziarie per sostenere tutto il progetto.

I rapporti che un'impresa ha con il mondo della finanza dipendono dinanzi tutto dalle caratteristiche, dall'esperienza e dalle scelte dell'imprenditore, dal settore di mercato con il quale ci si interfaccia e dalla fase del ciclo di vita dell'impresa. Da ogni fase dipende il fabbisogno finanziario dell'azienda che è influenzato dall'andamento delle vendite, dall'intensità di assorbimento del capitale investito e la capacità di autofinanziamento. Tutto

ciò riflette sul livello di fabbisogno finanziario che contraddistingue ciascuna fase e quindi sulle diverse tipologie di intervento finanziario che meglio si addicono alle necessità dell'impresa.

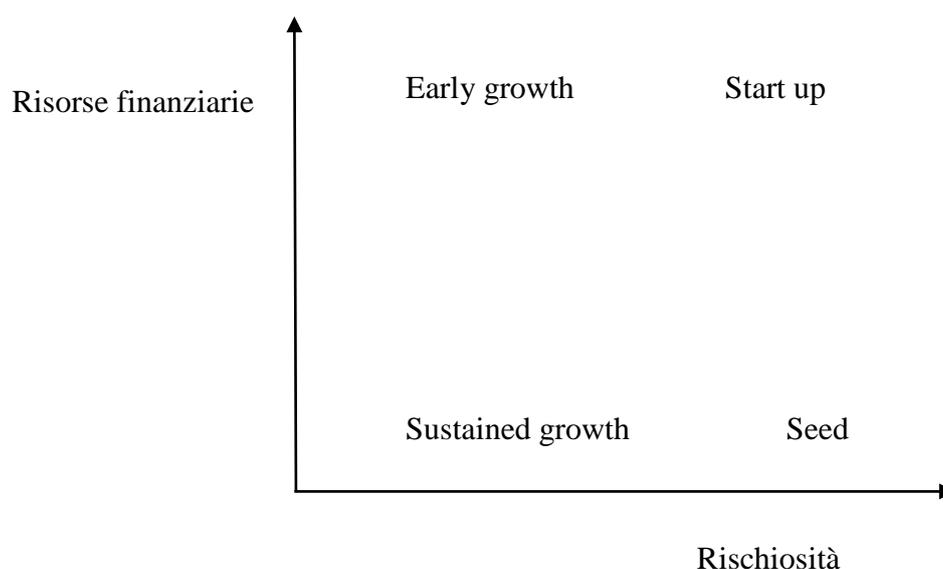
Le nuove iniziative di business e le imprese in fase embrionale, essendo all'inizio del loro ciclo di vita e non occupando ancora una posizione consolidata all'interno del mercato di riferimento sono caratterizzate da un alto livello di rischio. Con elevate probabilità richiedono, inoltre, ingenti investimenti, quindi una nuova impresa può decidere di finanziare il proprio sviluppo ricorrendo a investitori qualificati, come i venture capitalist, i quali cercano di diversificare il rischio tenendo nel proprio portafoglio un'ampia gamma di investimenti in nuove imprese. Ora sono diventati molto frequenti anche i contributi finanziari offerti dagli investitori privati, i cosiddetti business angel. Le fonti di finanziamento inoltre hanno molto probabilmente costi molto elevati, questo perché i finanziatori sanno dell'alto grado di rischio assunto.

Una volta che si è quantificato questo fabbisogno finanziario occorre cercare delle fonti per il finanziamento del nuovo progetto.

Le startup durante il loro sviluppo si distinguono in quattro fasi:

1. *seed*: qui viene concepita l'idea e si studia la sua fattibilità, l'impresa è appena abbozzata, il fabbisogno finanziario è contenuto, elevata rischiosità, non c'è autofinanziamento, le forme di finanziamento sono informali;
2. *start up*: l'idea che nasce viene lanciata nel mercato, il fabbisogno finanziario è elevato, elevato grado di aleatorietà, assenza di ricavi all'inizio;
3. *early growth*: è la fase di espansione iniziale, fabbisogno finanziario elevato, di deve creare una rete nel mercato, il capitale cresce e quindi con esso l'autofinanziamento;
4. *sustained growth*: è la fase di sviluppo sostenuto, poca rischiosità, crescita del fatturato, profitti e autofinanziamento migliorano, ci si indirizza verso strumenti finanziari più complessi.

Figura 1.1: Rischiosità delle risorse finanziarie degli stadi di sviluppo²



1.3 Il fenomeno delle startup in Italia

Possiamo ora osservare i trend della crescita delle startup in Italia. In base a una ricerca pubblicata nel sito EconomyUp, nel novembre 2016, a cura dell'Osservatorio startup hi-tech della School of Management del Politecnico di Milano, gli investimenti in capitale delle nuove imprese innovative nel nostro Paese, nel 2016, arrivano a 182 milioni di euro, quindi si osserva una percentuale di crescita del 24% rispetto all'anno precedente.

Questi dati ci fanno capire che l'Italia sta crescendo, basti guardare il fatturato generato dalle startup high-tech che raggiunge i 247 milioni di euro complessivi nel 2015, ben il 34% in più rispetto al 2014 e i dipendenti assunti nelle relative startup hanno avuto una crescita del 44% in più rispetto al 2014.

Proprio il Nord Italia è il centro di questa crescita nell'ecosistema italiano, sia per quanto riguarda i finanziamenti ricevuti che per il numero di startup finanziate; mentre il numero di startup finanziate nel Mezzogiorno si riduce.

Antonio Ghezzi, Direttore dell'Osservatorio Startup High-Tech del Politecnico di Milano afferma che nonostante l'aumento registrato nel 2016, nel nostro Paese, i venture capital investono solamente 1/7 di quanto invece accade in Germania e circa 1/6 di quanto finanziato dai venture capital francesi; si superano invece di pochi milioni di euro i finanziamenti di

² Florio A., Il finanziamento alle imprese innovative, maggio 2003

questi attori in Spagna. Gli Stati Uniti rimangono invece un outlier di quasi impossibile comparabilità rispetto al nostro mercato degli investimenti.

Per quanto riguarda invece gli investitori istituzionali, come banche, società assicurative, istituti di credito, fondi di investimento, si arriva per la prima volta nel 2016, oltre i 100 milioni di euro, crescendo del 33% rispetto al 2015; ciò sta a significare che gli attori formali tornano a farsi carico, in modo deciso, della crescita dell'ecosistema italiano, anche con alcune grandi operazioni di finanziamento che superano i 10 milioni di euro. Dal lato degli investitori informali, come i business angel, e delle aziende che investono in capitale di rischio, si registra allo stesso modo una crescita del 14%, anche se minore rispetto la precedente resta comunque un buon segnale.

Raffaello Balocco, responsabile scientifico dell'Osservatorio Startup High-tech di Milano afferma che a questi dati complessivi si può aggiungere poi un'ulteriore componente, data dagli investimenti in startup italiane che provengono dagli attori internazionali; una prima stima è pari a 35 milioni di euro che sommati alle componenti citate prima fanno arrivare la soglia degli investimenti a 217 milioni di euro. Il 2016 si rivela quindi l'anno in cui gli investitori internazionali iniziano in maniera sostanziale e più continuativa a dare sostegno alle startup italiane. Questo fatto risulta essere in crescita rispetto all'anno precedente, dovrà rappresentare il direttore di sviluppo essenziale per dare un futuro e una dimensione internazionale al mondo delle nostre startup.

«I dati che emergono dalla ricerca di quest'anno sono confortanti», afferma Federico Barilli, Segretario Generale di Italia Startup «E confermano un trend in crescita degli investimenti nel nostro Paese, già evidente nel 2015 e che quest'anno si è ulteriormente consolidato. Il ritardo rispetto a sistemi industriali analoghi al nostro, quali Francia e Germania, rimane consistente, ma il recupero è possibile. Siamo allineati con gli obiettivi del Governo, esplicitati nel programma Industria 4.0, di raggiungere 1 miliardo di investimenti in startup innovative entro il 2020. La leva fiscale, la semplificazione delle procedure, il coinvolgimento del mondo industriale italiano sono alcuni degli strumenti normativi previsti nella Legge di Bilancio che vediamo con favore e che fanno parte di un pacchetto di proposte condiviso di recente con 6 associazioni dell'ecosistema italiano delle startup e dell'innovazione».

Per quanto riguarda le performance e le dinamiche delle startup finanziate nell'anno 2016 c'è un consolidamento e una sistematicità che si erano già registrati nei precedenti anni. Nella fase di introduzione/finanziamento, 44 startup hanno ricevuto almeno 1 milione di euro in investimenti da attori formali e informali, un trend che cresce del 25% rispetto al 2014. Per quanto riguarda la fase di crescita, le startup con fatturato superiore a un milione di euro sono

67. Relativamente alla fase di consolidamento ed exit risultano essere 19 nel 2016 le startup che sono state acquisite da parte di aziende consolidate o da aziende quotate, da confrontare con 25 startup in exit nel 2015.

Nonostante ci sia stato un consolidamento, manca una crescita sostanziale del numero di grandi operazioni di finanziamento e soprattutto di exit; questi episodi sono un ulteriore segnale che l'atteso rinascimento e la svolta non sono ancora del tutto raggiunti. L'ecosistema mostra in questo ancora la sua giovinezza e un forte bisogno di crescere dimensionalmente.

«Complessivamente, con riferimento agli investimenti in startup hi-tech in Italia e allo stato di salute dell'ecosistema, alla luce delle nostre analisi non è ancora possibile parlare del 2016 come anno di svolta strutturale» conclude Antonio Ghezzi. «Dati alla mano, risulta al contrario più corretto parlare di una serie di segnali positivi tangibili che, se sfruttati sinergicamente e amalgamati per mezzo di corretti interventi su tutti i livelli (politico e privato, formale e informale), potranno rappresentare un ulteriore passo in avanti per l'universo delle startup italiane, inteso come sistema "poroso" e sempre più aperto all'internazionalizzazione e alla commistione con il mondo delle aziende consolidate».

Un lieve aumento si registra nel 2017, in base a una più recente indagine, pubblicata nel sito EconomyUP, le startup in Italia a giugno 2017 risultano essere quasi 7.400, con un capitale sociale di 373,6 milioni, cresce anche il numero complessivo di soci e addetti; calano invece fatturato, produzione e reddito operativo. Questi elementi ci vengono dati dal Report trimestrale diffuso da Infocamere. Il settore con la maggiore attività rimane sempre la produzione di software e la consulenza informatica con il 30,8%, segue l'attività di R&S con il 13,9%, l'attività dei servizi di informazione con l'8,9%. Il 19,6% opera nei settori dell'industria in senso stretto.

Per quanto riguarda il calo degli indicatori economici, la causa principale risulta essere l'uscita di 800 società dal Registro nel 2016 per scadenza dei 4 anni del periodo da startup e la successiva trasformazione in imprese in fase di sviluppo avanzato.

CAPITOLO 2

IL FINANZIAMENTO DI UNA STARTUP

Il secondo capitolo copre il tema delle modalità di finanziamento di una startup; nello specifico si approfondiranno le due figure del business angel e del venture capital. Lo strumento finanziario che invece viene descritto è quello dei mini-bond utilizzati per finanziare l'idea d'impresa, una valida alternativa al ricorso del prestito bancario.

Spesso una piccola impresa di nuova costituzione è contraddistinta dalle seguenti caratteristiche: un elevato livello di profittabilità attesa; un elevato grado di rischio; una grande necessità di flessibilità strutturale e operativa; incertezza nei confronti dei finanziatori.

Tra tutti i canali di finanziamento che si possono utilizzare il più classico è senz'altro la banca; questo risulta essere però anche il più difficile da usufruire, considerata la diffidenza con cui gli istituti bancari concedono prestiti alle startup e gli elevati tassi di interesse. Ecco perché diviene necessario prendere in considerazione anche altri canali di finanziamento.

Non c'è una struttura finanziaria ottimale che possa andar bene in tutte le fasi del lancio dell'impresa, ci sono varie strutture che risultano essere ottimali nei vari momenti.³ Ci sono però due aspetti che sono fondamentali per l'impresa di nuova costituzione:

1. un'adeguata dotazione di capitale proprio iniziale, molto spesso si movimentano le risorse cosiddette delle 3Fs: family, friends and fools. Si individuano così le persone più vicine all'imprenditore con maggior spirito di iniziativa che possano comunicare fiducia ai potenziali investitori;
2. predisporre il business plan che deve presentare con chiarezza e coerenza ciò che si vuole raggiungere col proprio progetto.

Il capitale disponibile a lungo termine è la più importante fonte di finanziamento per un'impresa in fase di startup questo perché l'impresa non produrrà denaro in breve tempo. Questo è composto dal capitale proprio e dalle passività consolidate come i debiti verso istituti previdenziali. Ci vuole una base finanziaria stabile, investimenti sia a titolo di capitale di rischio che di debito.

Se l'imprenditore vuole rafforzarsi con il capitale di rischio senza considerare le risorse delle 3Fs può ricorrere a diverse soluzioni. Due di queste sono i business angels e i venture capital;

³ R. A. Cenciarini, M. Dallochio, A. Dell'Acqua, L. L. Etro, Un ponte per la crescita, novembre 2006

con l'avvento di terzi in azienda inoltre si permette l'inserimento e l'integrazione di nuove conoscenze da poter apportare nell'impresa in modo che si accresca il suo know how.

2.1 I Business Angels

Sono individui privati con un elevato patrimonio netto che investono informalmente in aziende ancora piccole ma che hanno un elevato potenziale di crescita; investono in una o più startup. Il rapporto che lo lega alla società è quello di un contratto azionario e quindi diviene un'azionista. Non hanno un elevato controllo sull'impresa e nemmeno sulla corretta gestione imprenditoriale. Intervengono nella fase di seed⁴ e start up, perché l'individuo crede fortemente nel progetto imprenditoriale. Vengono definiti investitori a valore aggiunto, hanno spirito imprenditoriale, motivazione e sono propensi al rischio. Oltre a prevalere la componente economica il suo intervento è mirato anche a una soddisfazione professionale e personale. Il suo ruolo è molto importante all'interno dell'azienda perché va a colmare il gap che c'è fra il capitale creato dall'imprenditore con le risorse delle 3Fs e il capitale messo a disposizione dagli investitori professionali. In aggiunta al capitale, il business angel offre anche la sua esperienza personale per gestire lo sviluppo dei progetti d'impresa, agevola quindi lo sviluppo di nuove iniziative economiche.

Il business angel si mette al fianco dell'imprenditore in base a due approcci di riferimento:

1. il Business Angel finanziario: investe il capitale di rischio in società ma non viene coinvolto nell'attività di gestione; solo in maniera marginale per incarichi di supervisione e controllo, è un facilitatore per il business;
2. il Business Angel industriale: apporta risorse finanziarie, partecipa in maniera attiva all'attività gestionale con il suo know-how e le capacità professionali e manageriali, portando quindi dei miglioramenti all'azienda.

Il suo interesse principale resta comunque quello di monetizzare, entro un periodo di 3-5 anni, una plusvalenza al momento dell'uscita dalla società.

⁴ Apporto di capitali nella fase di avvio dell'attività produttiva, quando l'impresa già esiste, ma non si conosce ancora la validità commerciale del prodotto o del servizio. Tale servizio ha un rischio molto simile a quello del pre-seed financing e necessita che il finanziatore abbia buone competenze tecniche, ma spesso le fasi di sperimentazione a livello di prototipo e di brevettazione sono già state fatte: la società e il suo management sono già esistenti (da www.ideastartup.it).

Storicamente il termine venne usato, nei primi anni del 1900 negli Stati Uniti, per definire gli investitori agiati che mettevano a disposizione grandi somme di denaro per la produzione teatrale. Erano quindi considerati dei professionisti teatrali, dei cosiddetti angeli che apportavano grandi benefici.

Negli ultimi anni gli investitori formali con sempre più fatica apportano capitali in imprese che si trovano nella fase di *early stage* (seed e start up) per gli elevati rischi gestionali e finanziari. Soprattutto nei paesi di derivazione anglosassone questa carenza è stata colmata dalla figura del business angel.

I principali punti di forza di un business angel sono:

- superamento delle asimmetrie informative: questa figura interviene quando non vi è la disponibilità di nessun'altra fonte di finanziamento, grazie al suo passato manageriale lui è in grado di fare una valutazione completa delle capacità dell'imprenditore, in questo modo si scavalcano le asimmetrie dovute a una sola parziale condivisione di informazioni importanti che riguardano il business pensato;
- assunzione del rischio: il business angel investe il proprio patrimonio senza alcun obbligo di remunerazione nei confronti dei terzi, è pronto quindi a investire in progetti rischiosi, con elevata variabilità e incertezza, è consapevole di essere responsabile solo per se stesso. Le sue caratteristiche lo fanno ben introdurre nel business, e si fa in modo di ridurre il rischio di comportamenti opportunistici dal lato della controparte;
- lo spirito manageriale: i business angel come detto non investono solo per monetizzare ma anche per soddisfare proprie motivazioni di carattere psicologico e professionale. Come ad esempio il voler dimostrare di possedere determinate caratteristiche imprenditoriali o manageriali, essere capaci di rischiare in imprese incerte ma con un elevato potenziale, la possibilità di creare dei nuovi legami di fiducia con i promotori del progetto;
- dimensione dell'investimento: visto il fatto che il capitale deriva dal patrimonio proprio del soggetto che fa da business angel, la propensione è quella di investire una somma esigua (tra i 50.000 e i 500.000 euro), qui gioca un ruolo fondamentale la fiducia e l'apprezzamento che deriva da entrambe le parti;
- localizzazione geografica: i business angel sono investitori informali giustificati anche dal fatto che hanno un raggio d'azione limitato (150-200 km) dalla loro residenza. L'investimento avviene su base locale puntando molto sulle conoscenze che si hanno; in questo modo si riducono molto i costi di analisi delle proposte e quelli di controllo post investimento e si facilita il supporto operativo all'attività aziendale. Nell'ultimo

periodo però con lo sviluppo di network di business angels, la crescita e la convenienza dei trasporti, l'organizzazione di eventi nazionali e internazionali basati su questo tema, stanno aumentando i confini di queste figure d'investitori informali.

Tra i vantaggi che i business angel portano rispetto a un investitore formale c'è principalmente quello che non richiedono garanzie e si accollano il rischio aziendale come gli altri azionisti. Egli assicura l'apporto di capitale ed è consapevole dei rischi che si assume solo verso se stesso⁵. Non dobbiamo confondere questa figura con quella del mecenate. Il business angel ha comunque come obiettivo monetizzare accollandosi un rischio, c'è una compartecipazione al rischio con l'imprenditore. Si può definire come l'iniziatore di un cammino propedeutico all'intervento di quegli operatori che sono maggiormente attivi nelle fasi successive a quella iniziale del ciclo di vita dell'impresa.

In Italia l'organizzazione IBAN (Italian Business Angels Network) ha permesso di tracciare l'evoluzione storica del fenomeno di questa figura nel nostro Paese. La sua attività è iniziata nel 1999, si sviluppa sia in ambito nazionale che internazionale. A livello europeo IBAN è membro fondatore di EBAN (European Business Angels Network), un'associazione che mette assieme più di cinquanta reti regionali e federazioni nazionali appartenenti a una ventina di Paesi del vecchio continente. L'obiettivo di questa associazione italiana è di coordinare, sviluppare e incoraggiare l'attività dei business angels e dei relativi network, di contribuire alla realizzazione di programmi locali, nazionali e internazionali, promuovendo un ambiente favorevole per quanto riguarda la cultura, gli strumenti e gli attori. IBAN è una rete delle reti in quanto coordina, definisce, dirige i parametri che hanno per svolgere il loro mestiere le varie strutture locali, come ad esempio BAN o club di angels.

Negli ultimi anni il mercato italiano ha visto sia un'accelerazione per quanto riguarda il numero degli investimenti realizzati sia il valore totale di tali operazioni, in questo modo il nostro Paese si avvicina sempre di più alle altre realtà internazionali. Questo incremento ci dimostra un forte interesse verso tale fenomeno ed è legato alla maggiore efficienza operativa e funzionale dei network di Business Angels.

Secondo la più recente indagine IBAN condotta da Vincenzo Capizzi (2016), gli investimenti del business angel in startup sono cresciuti nel 2016 fino a toccare 24,4 milioni di euro, nel 2015 erano 20,9 milioni.

⁵ Anche se in realtà non è necessariamente così; in alcuni casi esistono degli accordi a latere che coinvolgono il patrimonio dell'imprenditore stesso.

Il profilo e le caratteristiche del business angel italiano sono le seguenti: uomo tra i 30 e i 50 anni, vive nel Nord Italia ed è affiliato ad IBAN, a uno dei suoi business angels network territoriali oppure a un Club di investitori. Tuttavia nel 2016 un'operazione su quattro è stata realizzata da donne. Già manager laureato e imprenditore, presenta un patrimonio mobiliare inferiore ai due milioni di euro e investe meno del 10% del proprio patrimonio in operazioni di supporto alle startup o alle imprese già avviate.

Investe soprattutto in imprese con sede nel Nord del Paese: nel 56% dei casi sono startup, nel 32% aziende in fase di seed e nel 12% imprese in espansione. Il suo coinvolgimento nelle imprese che finanzia è medio o alto nel 70% dei casi.

Il settore che ha visto più beneficio di queste figure è stato quello delle app web, mobile e software, poi c'è la sanità e gli apparecchi medicali; seguono i servizi finanziari, i media, l'ambiente, l'alimentare, le energie pulite, tessile e meccanica. Il suo maggior interesse, c'era da aspettarselo, è il potenziale di crescita del mercato (63%), viene poi la composizione del team della società (37%) e solo infine le caratteristiche del prodotto e servizio in questione (26%).

In base alla seguente dichiarazione abbiamo una dimostrazione del ruolo guida che stanno svolgendo i business angels nel nostro Paese. “Il mercato angel in Italia ha ormai raggiunto un livello di maturità, probabilmente anche a causa delle poche exit, assestatosi su volumi che viaggiano intorno ai 20/25 milioni di euro – ha spiegato Paolo Anselmo, presidente di IBAN, che ha individuato con precisione il ruolo guida di questo genere di investitori – i business angel, sempre più, si uniscono in *syndacation* e fanno da traino per investimenti ben più consistenti. Dalla ricerca emerge anche un segnale molto positivo, ovvero la presenza sempre più consistente di donne tra i business angel. A questo proposito, per individuare le azioni necessarie per coinvolgere un sempre maggior numero di donne l'Associazione Iban, insieme ad altri sette partner attivi in Europa, sta gestendo un importante progetto WA4E – Women Angels for Europe's Entrepreneurs – coordinato da Business Angel Europe e sostenuto e finanziato dall'Unione Europea”.

Si diffonde sempre più l'idea che in questi anni parte dello sviluppo economico del nostro Paese dipenda da una collaborazione più efficace tra il mondo imprenditoriale e quello accademico. Moltissimi progetti innovativi nascono grazie ai spin-off accademici dei Centri di Ricerca e delle Università, questi però hanno bisogno di un sostegno finanziario per avere un valore commerciale nel futuro, proprio il business angel è in grado di offrire questo.

Per questo motivo sono stati istituiti gli incubatori accademici, sono strutture di sviluppo economico pensate per fornire risorse e servizi alle iniziative imprenditoriali nella loro fase di

avvio, puntando all'autonomia e alla solidità finanziaria in un futuro molto prossimo. Abbiamo due tipi di incubatori che si distinguono tra loro: incubatori di espressione universitaria e quelli di espressione pubblica-privata. I primi sono strutture attraverso cui i ricercatori possono disporre di apparecchiature tecniche, spazi, strumenti, risorse umane e competenze aziendali molto utili per trasformare le idee sulla carta in veri e propri prodotti commerciali. Gli incubatori di espressione pubblica-privata sono invece finanziati con capitali statali o regionali, sono strutture no profit gestite da operatori pubblici/istituzionali con una localizzazione geografica regionale/locale e con un accentuato interesse per l'attività di "*enterprise creation*".

Infine i Club di angels o business angel club sono un'altra forma associativa, parallela a quella dei network; in questi club però i gruppi di investitori si riuniscono con lo scopo di condividere le proprie conoscenze e si confrontano in maniera diretta. Il loro scopo è quello di far in modo che ci sia scambio di competenze e informazioni tra i soci per migliorare l'attività di investimento anche grazie alle operazioni di sindacato o co-investimenti. Alcuni tra i club operanti in Italia sono: Italian Angels for Growth, Venture Community, Open coffee club Roma, Club degli investitori di Torino, Neon Club.

È possibile dedurre che i network di angels possono aiutare a riempire il gap che si ha tra la domanda e l'offerta, si mettono difatti in contatto business angels e imprenditori; organizzano forum e incontri con gli operatori; possono dare assistenza allo sviluppo e alla redazione di un business plan. Quest'ultimo è lo strumento con cui l'imprenditore può valutare in un'ottica prospettica il proprio lavoro, delineando i dettagli del progetto per dimostrarne la fattibilità e verificare i risultati economici e finanziari. Il Business Plan ha una funzione sia interna che esterna. Internamente aiuta l'imprenditore a chiarire la propria idea e lo stimola, esternamente presenta, descrive e comunica il progetto ai terzi come i collaboratori, soci attuali o futuri, i finanziatori. Qui il Business Plan gioca un ruolo fondamentale, deve essere un documento positivo e che dimostri una remunerazione cospicua nel tempo per trasmettere fiducia all'esterno.

2.2 Il ruolo dei Venture Capital

L'attività di investimento istituzionale in capitale di rischio, effettuata su società non quotate viene chiamata attività di Private Equity. Il Private Equity comprende tutte le operazioni realizzate sulle fasi del ciclo di vita delle aziende successive a quelle iniziali.

La definizione dell'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital) è la seguente: “Attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto dell'investimento, ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine”.

Il venture capital è un'attività complementare al private equity e si focalizza esclusivamente sul finanziamento delle fasi di avvio e sviluppo di una nuova impresa. Venture capital rientra nella definizione di Private Equity ma si caratterizza per: il finanziamento di imprese a rischio elevato, finanziamento di imprese che si trovano nelle prime fasi del proprio ciclo di vita, partecipazione attiva al business.

Nel caso in cui l'impresa abbia già alla nascita un piano imprenditoriale chiaro, con un progetto di sviluppo che ha buone prospettive di crescere bene e abbia una compagine sociale ben strutturata, determinata, e ambiziosa può rivolgersi a un fondo di venture capital. Questi investitori sono istituzionalizzati e specializzati nell'apporto di capitale di nuova costituzione, di piccole dimensioni e di spiccata propensione all'innovazione.

In questo caso la fase di finanziamento non è solo quella iniziale come per i business angels ma è ben più estesa, si arriva fino al periodo di primo sviluppo. L'investimento è di solito compreso tra 500.000 e 1.500.000 euro; molto più di quanto visto in precedenza.

Questo soggetto entra in gioco nella fase di espansione della startup, quando l'impresa vuole compiere un passo in avanti ed espandere ulteriormente la propria attività.

Si potrebbe ricorrere ai classici finanziamenti ma se l'importo di questo finanziamento è alto e il progetto di business è rischioso, le banche molto probabilmente rifiuteranno il finanziamento, o porranno dei tassi di interesse che risultano essere troppo elevati per le startup. Ricorrendo però al venture capital (lo stesso accade per il business angel) non si ha più il pieno controllo e il pieno possesso della propria azienda ma si cede una parte di essa.

Il venture capital, a dispetto di quanto visto per il business angel, è un vero e proprio intermediario finanziario e raccoglie i fondi da un gruppo di investitori, (in generale banche, fondi pensione, compagnie di assicurazione, fondazioni) e li reinveste nel capitale azionario di società giovani con un alto potenziale di crescita ma anche di rischio, molto spesso si punta però su aziende che operano nel settore dell'high-technology. Prima di tutto il venture capital attua lo *screening* e poi il *monitoring* dei progetti che sono da finanziare seguendo passo passo le sorti dell'investimento anche quando si sono ottenuti i fondi e si è attuato lo *stage financing*; cioè si subordina la concessione di altri fondi solo dopo che si è raggiunto lo stato di avanzamento concordato, in questo modo si limitano le perdite del venture capital nel caso in cui ci sia fallimento.

La fase di monitoraggio della performance degli imprenditori è dovuta al fatto che il venture capital è proprietario delle azioni dell'impresa. In caso in cui ci sia un guadagno esso stesso si appropria di quest'ultimo in base alla quotazione azionaria posseduta.

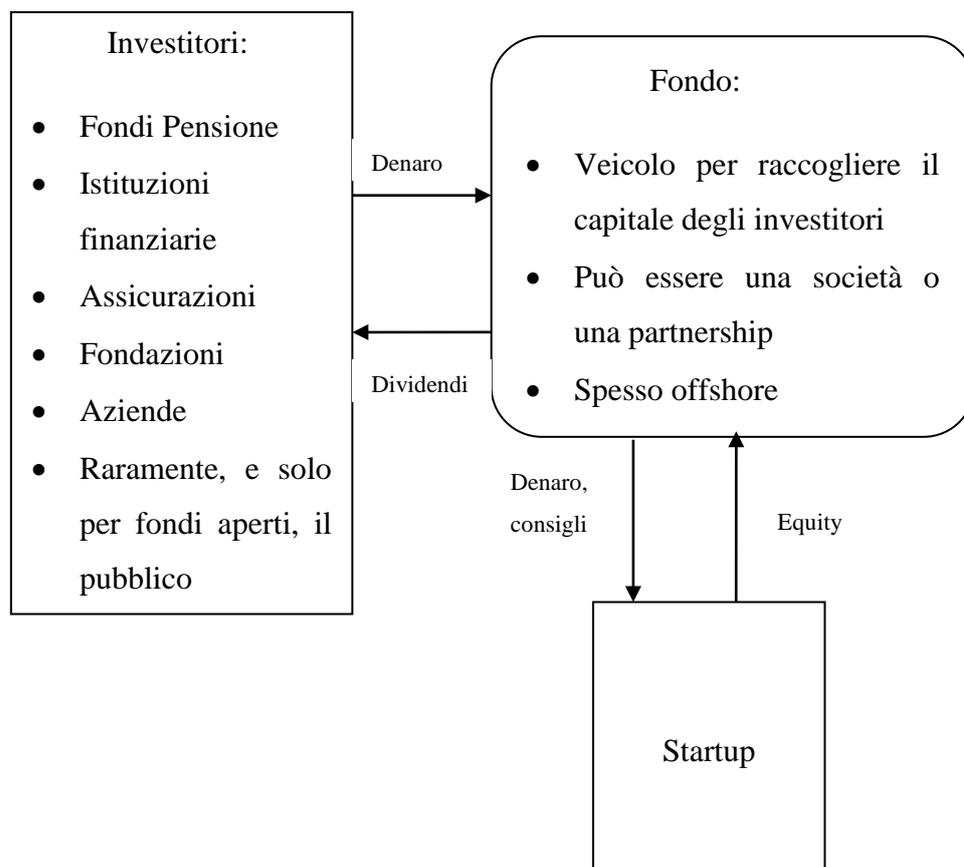
I venture capital, nella maggior parte dei casi, sono orientati a finanziare un determinato settore sviluppandone in questo modo una vasta conoscenza da sfruttare successivamente per prendere un ruolo attivo nella gestione imprenditoriale. Questo viene attuato dando consulenza al management nel mondo della finanza, del marketing, nel controllo di gestione e nella pianificazione strategica.

Quindi si può ben capire che la figura del venture capital aiuta le imprese innovative nel ridurre le asimmetrie informative nei confronti del mercato esterno e ne migliora l'immagine agli occhi dei clienti; da credibilità al progetto e all'impresa.

Tutto ciò va a giovare a una probabile quotazione sul mercato che sarebbe altrimenti molto più difficile da attuare.

Quando termina la durata del finanziamento concordato il venture capital decide quale sia la scelta migliore del disinvestimento dall'impresa. Nella maggior parte dei casi si ricorre ad un'offerta al pubblico iniziale (IPO, initial public offering; è un'offerta al pubblico dei titoli di una società che intende quotarsi per la prima volta in un mercato regolamentato) se l'impresa ha raggiunto una notorietà tale da potersi aprire al pubblico. Qui la buona reputazione del venture capital è importante per riuscire ad attirare i sottoscrittori dell'IPO di qualità migliore. L'obiettivo principale del venture capital è di realizzare nel medio termine un grande guadagno in conto capitale; in Italia, in base a uno studio IBAN, si dimostra che c'è un forte disincentivo all'operatività di questi soggetti nella realtà imprenditoriale del nostro Paese. Visto che molte attività hanno dimensione ridotta, il taglio medio degli investimenti richiesti nella fase iniziale è minore della soglia minima in grado di garantire un rendimento sufficiente per l'investitore, soprattutto prendendo in considerazione gli elevati costi informativi, i rischi che non sono controllabili, le asimmetrie informative e le minime possibilità di disinvestimento. Per questo l'entrata in scena del venture capital si ha quando la fase di primo avvio dell'impresa è terminata e l'investimento richiede un ulteriore sostegno finanziario oppure quando avviene l'uscita dei business angels.

Figura 2.1: Il modello di business dei venture capital⁶



In definitiva la differenza principale tra queste due figure di investitori sta nel periodo temporale in cui gli investitori si trovano a finanziare la startup.

I business angel investono nella fase di avvio dell'impresa che non è ancora entrata sul mercato o vi è entrata da poco, è di piccole dimensioni e ha un forte potenziale di crescita.

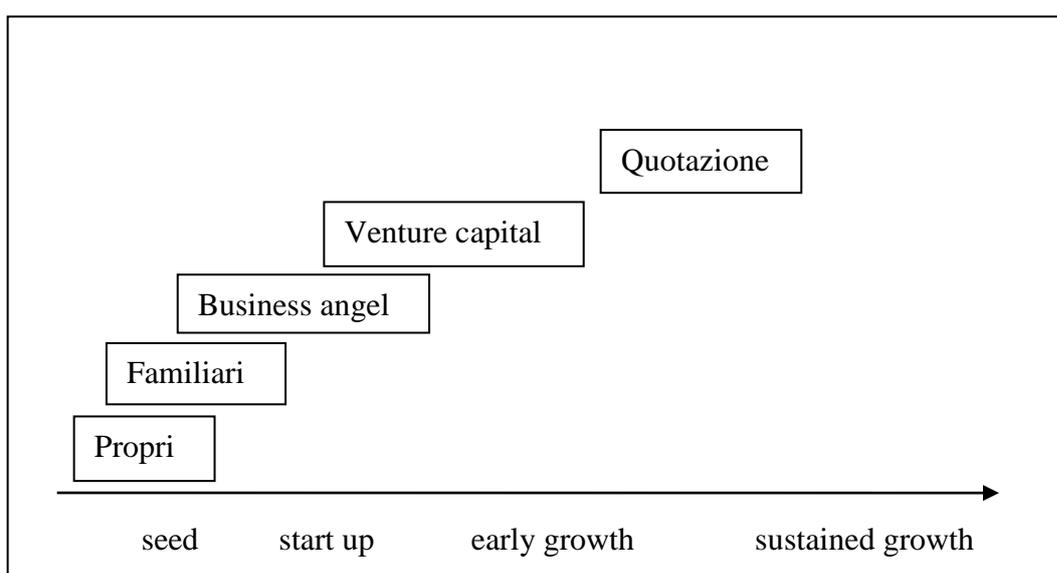
I venture capital finanziano startup con una solida posizione sul mercato e grandi possibilità di crescita della propria attività.

La loro analogia più grande è invece quella della particolare tipologia di finanziamento offerto alle startup. A differenza di un normale finanziamento, come potrebbe essere quello di una banca, che offre capitale alla startup e ne richiede poi in cambio la restituzione con il pagamento di una certa somma a titolo di interessi; questi soggetti investono in maniera diretta nella startup. Acquisiscono quindi, in cambio del finanziamento, una parte di capitale sociale della startup, diventandone in tutti i sensi socio e azionista. Facendo ciò possono

⁶ Il Financing delle Start Up, a cura di Ing. Pietro Busnardo, Maggio 2005

seguire da vicino lo sviluppo del business e l'andamento generale del loro investimento, intervenendo nel caso in cui si verificassero dei problemi. Il business angel è in grado di consigliare al meglio lo startupper nella realizzazione del suo progetto e lo affianca durante la fase di sviluppo. Il venture capital ha più una funzione che si può definire di controllo perché lo sviluppo del business proceda nella giusta strada. Le due figure che acquistano il capitale nella startup hanno sostenuto un investimento in essa e quindi si aspettano di vedere che il valore di questa quota cresca (2-5 anni per i business angel, 5-7 anni per i venture capital) in maniera tale da poterla vendere e quindi realizzare un guadagno.

Figura 2.2: Stadi di sviluppo e fonti di finanziamento⁷



2.3 L'evoluzione dei Mini-bond nel finanziamento delle startup

La crisi finanziaria che ha colpito il nostro Paese nel 2007 ha portato una forte riduzione dell'offerta di capitali (o *Credit Crunch*), di questo ne ha risentito il sistema produttivo italiano. Le piccole e medie imprese italiane ne hanno subito ancor più il colpo in quanto da sempre sono dipendenti al credito bancario. Per contro venire tutto ciò il Governo, a partire dal Decreto Sviluppo nel 2012, ha introdotto una serie di normative e agevolazioni fiscali che puntano a stimolare lo sviluppo di un mercato per strumenti finanziari di debito, i mini-bond, uno strumento ancora non molto conosciuto in Italia, dedicati alle piccole e medie imprese

⁷ Florio A., Il finanziamento alle imprese innovative, maggio 2003

non quotate in Borsa. Si è dato quindi a queste imprese un canale di finanziamento alternativo in sostituzione di quello bancario.

Gli strumenti più comuni e più usati sono il credito bancario, il finanziamento soci, o come abbiamo visto si ricorre ai venture capital. Sempre più questi strumenti presentano delle difficoltà visto l'attuale andamento del mercato.

I mini-bond sono uno strumento nuovo e alternativo rispetto al prestito bancario, sono obbligazioni societarie con scadenza nel medio-lungo periodo; permettono il reperimento di fondi dagli investitori fornendo in cambio titoli di credito, come tutte le obbligazioni hanno una scadenza. Vengono usati per finanziare piani di sviluppo, operazioni straordinarie o di re-financing. Sono titoli destinati essenzialmente a investitori istituzionali e qualificati, come banche imprese di investimento, SGR (società gestione risparmio), società di gestione armonizzate, SICAV (società d'investimento a capitale variabile), intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del Testo Unico bancario e le banche autorizzate all'esercizio dei servizi di investimento anche aventi sede legale in uno Stato extracomunitario, purché autorizzate alla prestazione di servizi nel territorio della Repubblica. Non sono uno strumento per le aziende in crisi ma un'opportunità di finanziamento per le aziende sane sul mercato dei capitali, che hanno delle buone performance e dei programmi di crescita per i prossimi anni.

Queste obbligazioni non possono essere emesse da tutti; la società emittente deve fatturare almeno più di due milioni di euro all'anno e il bilancio deve aver ricevuto l'approvazione da parte di una società di revisione. Sono strumenti ideali per le piccole e medie imprese, in quanto non occorre essere quotate in mercati o essere sottoposte a rating. Non è necessario inoltre essere appoggiati a una banca per emettere un mini-bond. I soggetti che possono emettere i mini-bond sono: le società di capitali, le società cooperative e le mutue assicuratrici. I soggetti invece che sono esclusi dalla loro emanazione sono le imprese individuali, le società di persone e le altre forme associative per l'esercizio dell'impresa. Il termine 'mini' non riguarda il taglio delle emissioni, indica le caratteristiche delle imprese emittenti, in quanto, come abbiamo visto, riservate alle piccole e medie imprese non quotate che hanno intenzione di finanziare i propri progetti.

Un ottimo esempio di come i mini-bond possono aiutare le piccole e medie imprese nel nostro paese è la società di alta sartoria napoletana Isaia. L'azienda ha emesso due mini-bond, una prima volta di 5 milioni di euro e una seconda di altri 2,5 milioni. Il ricavato dato dall'emissione sarà usato dalla società per finanziare l'ulteriore sviluppo all'estero tramite l'apertura di nuovi punti vendita diretti negli Stati Uniti a New York e Los Angeles, nel

Regno Unito e in Giappone. In questo modo, grazie a questo strumento per avere finanziamenti, si esporta all'estero il made in Italy e cresce l'industria italiana⁸.

Per le sue caratteristiche di rendimento il mini-bond può avere uno spettro di investitori molto più ampio rispetto al private equity.

Le normative di riferimento sono contenute nel Decreto Legge 22 Giugno 2012 n.83 ("Decreto Sviluppo") e nelle successive integrazioni e modifiche apportate dal D.L. 18 Ottobre 2012 n.179 ("Decreto Sviluppo Bis"), dal D.L. 23 Dicembre 2013 n. 145 (piano "Destinazione Italia") e nel più recente D.L. 24 Giugno 2014 n. 91 ("Decreto Competitività").

Il Decreto Legge 22 Giugno 2012 n. 83 "Decreto Sviluppo" al Capo II disciplina i nuovi strumenti finanziari per le imprese. Preso atto delle istanze provenienti dal mercato e dalla scarsa diffusione dei mini-bond a seguito del Decreto Sviluppo, interviene per quanto riguarda diversi aspetti per facilitare la diffusione e il ricorso al mercato dei titoli di debito. Il Decreto Legge 23 Dicembre 2013 n. 145 "Destinazione Italia" riguarda anche la digitalizzazione delle imprese. In particolare, le misure introdotte nel decreto sono rivolte a imprese in fase di startup, o almeno operative in settori fortemente votati all'innovazione e alla sperimentazione tecnologica. Per quanto riguarda le startup vengono stanziati delle agevolazioni per le imprese in forma di società da non più di 12 mesi.

Inoltre il decreto Destinazione Italia, con lo scopo di agevolare la diffusione dei mini-bond, ha previsto che l'emittente possa beneficiare di supporti "indiretti" volti ad attenuare il rischio in capo ai sottoscrittori. Con l'Articolo 12, comma 6 bis, del precedente decreto, si prevede l'opportunità di intervenire a garanzia delle emissioni dei mini-bond del fondo di garanzia di cui all'articolo 2, comma 100, lett. a), della Legge 23 Dicembre 1996, n. 662, che può intervenire nell'ambito del processo di emissione dei mini-bond sulla base di due diverse modalità. Il testo recita così: «In aggiunta a quanto già previsto dalla legislazione vigente, la garanzia del Fondo di cui all'articolo 2, comma 100, lettera a), della Legge 23 Dicembre 1996, n. 662, può essere concessa in favore delle società di gestione del risparmio che, in nome e per conto dei fondi comuni di investimento da esse gestiti, sottoscrivano obbligazioni o titoli simili di cui all'articolo 32 del Decreto Legge 22 Giugno 2012, n. 83, convertito, con modificazioni, dalla Legge 7 Agosto 2012, n. 134, e successive modificazioni, emessi da piccole e medie imprese. Tale garanzia può essere concessa a fronte sia di singole operazioni di sottoscrizione di obbligazioni e titoli simili sia di portafogli di operazioni. Con Decreto del Ministro dello Sviluppo Economico, di concerto con il Ministro dell'Economia e delle

⁸ www.finanzaoperativa.com

Finanze, sono definiti, nel rispetto degli equilibri di finanza pubblica, i requisiti e le caratteristiche delle operazioni ammissibili, le modalità di concessione della garanzia, i criteri di selezione nonché l'ammontare massimo delle disponibilità finanziarie del Fondo da destinare alla copertura del rischio derivante dalla concessione della garanzia di cui al presente articolo».

Si evince che il termine mini-bond, formalmente, indica solo le obbligazioni “ordinarie” emesse da società italiane non quotate, di piccola e media dimensione, escludendo però le banche e le microimprese, la condizione principale è che debbano essere finanziariamente in grado di risolvere tali obbligazioni.

La principale figura nel processo di emissione dei mini-bond è quella dell'impresa emittente, vengono poi gli investitori che sono il cliente finale di tutto il processo.

Gli attori che popolano il mercato dei mini-bond, affiancando imprese emittenti e investitori istituzionali, non invece gli investitori retail in quanto i mini-bond non sono accessibili a questi ultimi, sono:

- l'advisor: consulente destinato ad affiancare l'impresa nella decisione strategica iniziale, nell'analisi del business plan, nella definizione e nei tempi dell'emissione di queste obbligazioni. Questi consulenti sono necessari in quanto molto spesso le piccole e medie imprese non hanno le competenze specifiche per costruire un mini-bond; si rivolgono quindi a un advisor, come può avvenire per altre operazioni di finanza, la figura guida l'impresa nella scelta delle strategie principali (timing dell'emissione, controvalore dei titoli, scadenza, tasso di interesse da riconoscere), la affianca nei rapporti con gli altri soggetti come gli adempimenti normativi. L'advisor aiuta l'impresa nella progettazione della struttura necessaria per raccogliere, elaborare e trasmettere le informazioni richieste dagli investitori, attraverso un sistema di controllo interno che sia adeguato a ciò. Tutto il processo, per l'emissione dei mini-bond, può essere avviato dall'impresa ma anche dall'advisor stesso che è interessato a individuare nel mercato delle imprese per gli investitori. Si analizzerà il bilancio pubblicamente disponibile, da qui potranno emergere potenziali clienti candidati, si guarderà il tasso di crescita passato, la dinamica degli investimenti, la struttura finanziaria. La durata dell'emissione dei mini-bond va dai 3 ai 4 mesi. I consulenti esistenti sul mercato sono molti, lavorano sia individualmente che in associazione, e alcuni di essi si sono proprio specializzati nel mercato dei mini-bond;

- i consulenti legali: hanno un ruolo molto importante e molto delicato in quanto vanno a verificare il rispetto delle norme da seguire, la correttezza delle procedure attuate, il rispetto e adempimento dei contratti fra le parti, il regolamento del prestito. Vanno a identificare i modi più efficaci per offrire la tutela e la garanzia agli investitori e per prevenire per l'impresa emittente ogni contestazione che potrebbe subire. Gli studi legali possono anche agire su mandato di un investitore che potrebbe essere interessato a sapere la situazione dell'impresa emittente;
- l'arranger: si occupa di collocare i titoli sul mercato individuando i potenziali investitori e si occupa del *fine tuning* (continui interventi delle autorità governative in risposta a fluttuazioni all'interno del sistema economico) che riguarda i rendimenti offerti. Ha l'incarico vero e proprio di posizionare e prima strutturare i titoli sul mercato e di interfacciarsi con il mercato dei potenziali investitori. È una figura chiave e compie diversi compiti. Oltre a contattare gli investitori presentando loro le opportunità, tastano il terreno per quanto riguarda anche il gradimento dell'operazione. Grazie a tutte queste informazioni raccolte, l'arranger e l'impresa insieme potranno definire nei minimi dettagli le caratteristiche del mini-bond, come l'entità dell'obbligazione e le condizioni che impatteranno sulla remunerazione attesa;
- la società di rating: l'emissione del rating non è un passo obbligatorio per il collocamento di un mini-bond, ma un gran numero di imprese emittenti ha comunque deciso di prendere questa via per dare al mercato un segnale informativo in più. Il rating è un'opinione sulle capacità di un soggetto di adempiere alle proprie obbligazioni finanziarie, corredata da un report informativo. Il rating è corredata da uno o più analisti insieme ed è emesso dal Comitato di rating, riconosciuto a livello nazionale e internazionale. Nell'Unione Europea, possono emettere un rating solo le agenzie riconosciute e registrate dall'ESMA (European Securities and Markets Authority), l'autorità europea di supervisione sul settore. Per quanto riguarda le grandi emissioni, le agenzie più famose internazionalmente sono Moody's, Standard & Poor's e Fitch. Nel caso dei mini-bond esistono degli operatori specializzati a livello nazionale. Un'emissione può ricevere un giudizio di rating anche se non richiesto dall'azienda, perché magari è stato domandato da un investitore, il cosiddetto *rating unsolicited*. I giudizi di rating possono essere comunicati all'esterno o rimanere all'interno dell'impresa (*undisclosed*). In Italia il mercato dei mini-bond nel 2016 è stato dominato persistentemente da due agenzie: Cerved

Rating Agency e Crif Rating Agency. Le agenzie tengono sempre sotto controllo le imprese, per eventualmente aggiornare le valutazioni date in passato;

- gli investitori: la categoria di investitori che può investire in mini-bond sono quelli professionali, ovvero chi ha l'esperienza, la conoscenza e le competenze necessarie per comprendere e valutare correttamente i rischi che agendo in questo modo possono assumersi. Nelle società per azioni, anche le persone fisiche possono investire nei mini-bond. Nella società a responsabilità limitata l'investimento è previsto solo per gli investitori vigilati i quali rispondo in solido dell'obbligazione se venisse ceduta ad altri investitori. Chi sottoscrive i mini-bond sono gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio, banche, assicurazioni, SIM, casse previdenziali, finanziarie regionali e fondazioni;
- le banche agenti e le banche depositarie: le prime sono consulenti che assistono le imprese in tutte le procedure di dematerializzazione dei titoli e l'attribuzione del codice ISIN (International Securities Identification Number, è un codice identificativo dei valori mobiliari a livello internazionale). Molto spesso le piccole e medie imprese italiane tendono ad affidare all'esterno queste operazioni per minimizzare i costi e il time to market. Le banche depositarie si occupano della custodia dei titoli, nel momento in cui sono dematerializzati (questo avviene obbligatoriamente se i titoli sono quotati in un mercato borsistico).

Oggi sono sempre più numerosi i portali che informano e le tantissime iniziative sul territorio per diffondere la conoscenza dei mini-bond. Per un futuro prossimo, come già accade per altre parti del mercato del capitale, si prevede una disintermediazione che porterà gli investitori ad avere un contatto sempre più diretto con il mercato.

Possiamo concludere dicendo che la causa principale che ha portato alla nascita dei mini-bond sono delle discriminazioni che soffocavano l'economia italiana. Uno di questi fatti è che le banche hanno un ruolo forte nella concessione del credito, il credito delle banche è circa i due terzi dei debiti delle imprese nel nostro Paese. Inoltre le banche presentano dei bilanci oberati di crediti deteriorati delle imprese che non riescono più a pagare. Con l'introduzione dei mini-bond si cerca quindi di trasformare in qualche modo il sistema rendendolo meno bancario, a scapito di altre forme di credito. Fino a poco tempo fa in Italia, le imprese non quotate non avevano alcuna alternativa se non il credito bancario, soprattutto per ostacoli fiscali e normativi. Ora con la conversione in Legge del Decreto Destinazione Italia, queste discriminazioni si attenuano. Il prestito non bancario resta un problema maggiore per le piccole e medie imprese, rispetto alle grandi, perché resta comunque difficile la valutazione

del merito di credito. Il problema è risolto in parte però con l'aiuto dei vari intermediari finanziari visti in precedenza.

Un altro fatto è la forte stretta creditizia che dopo la crisi finanziaria del 2008 ha impedito alle imprese italiane di avere accesso alle risorse finanziarie, di cui avevano estremo bisogno, a costi ragionevoli. Questo calo improvviso della concessione di crediti (*credit crunch*) è da ricercare anche nelle disposizioni sempre più restrittive per quanto riguarda i requisiti di capitali richiesti alle banche da parte del Comitato di Basilea e nelle nuove regole istituite dall'EBA (European Banking Authority) in ambito di valutazione degli attivi di bilancio e il merito della concessione al credito ai richiedenti.

Visto il fatto che il 95% delle imprese italiane hanno dimensioni medio-piccole si vuole ribilanciare l'apparato finanziario dell'industria nel nostro Paese, per orientarla sempre più verso il mercato. L'introduzione dei mini-bond, strumenti ideati specificatamente per questo, va a rafforzare il mercato dei capitali di debito in Italia e aiuta le imprese a raccogliere fonti di finanziamento non concesse dalle banche.

Come riporta il più recente Report italiano sui mini-bond di febbraio 2017, fatto dall'Osservatorio italiano Mini-Bond del Politecnico di Milano, nella seconda metà del 2016, moltissimi attori hanno dimostrato un forte interesse verso questi titoli. Il mercato ha quindi continuato a crescere e i mini-bond si sono rafforzati sempre più; le premesse per l'anno 2017 sono più che positive. Alcune ragioni di questa continua crescita sono da ricercare nel fatto che le piccole e medie imprese utilizzano questo strumento e si avvicinano a esso con curiosità e lo considerano più semplice e meno impegnativo rispetto ad altre alternative, come per esempio la quotazione in Borsa o il private equity. Come per le mode poi scaturisce un fenomeno imitativo, per questo quando si vede il successo di alcune imprese nell'utilizzo dei mini-bond, altre aziende sono spinte al loro utilizzo. Il mini-bond risulta essere uno strumento di finanziamento più sicuro e stabile rispetto al credito bancario, soprattutto se si guarda il lungo termine. Nel breve termine i mini-bond hanno acquistato terreno, per la facilità operativa di rifinanziamento, una volta che l'impresa ha già dimostrato agli investitori la propria solvibilità delle obbligazioni. C'è da aggiungere che gli investitori specializzati nei mini-bond sono stati capaci di riprodurre le competenze acquisite nella fase pionieristica dal 2013 al 2015, riuscendo a standardizzare i processi e riducendo così i costi totali di predisposizione delle operazioni.

Non per ultimo si ricorda che sempre più le innovazioni tecnologiche che riguardano il mondo della finanza (*fintech*) spingono gli attori a investire sulle piattaforme che potrebbero in un futuro molto vicino, facilitare l'incontro fra domanda e offerta di capitale per le piccole e

medie imprese. Questo vale anche per i mini-bond che garantiscono più trasparenza e più semplificazione nella procedura di adempimento.

Per concludere nella situazione italiana di oggi, vittima della crisi mondiale e pressata da un forte debito pubblico, le normative sui mini-bond aiutano a risollevarle le piccole e medie imprese italiane, che sono la benzina del nostro sistema economico. Per diffondere sempre più questo strumento, non molto conosciuto, serve la collaborazione di più soggetti: le imprese, gli intermediari e il mercato. Le imprese dovrebbero meglio comprendere quali possono essere i vantaggi derivanti dall'utilizzo dei mini-bond, approfondendone la loro conoscenza e gli imprenditori che ne usufruiscono dovrebbero credere nella loro iniziativa. Gli intermediari dovrebbero spingere le imprese a comunicare di più, a condividere all'esterno le informazioni e i propri obiettivi, con il fine di proporre gli strumenti maggiormente adeguati e poter tutelare il mercato, evitando di perseguire solamente i propri interessi. Una volta compiute queste condizioni si può coinvolgere il terzo attore ovvero il mercato. Ci si aspetta uno scenario sempre più trasparente e meno conflittuale; in continua evoluzione, verso la specializzazione e l'internazionalizzazione dei professionisti e degli imprenditori. Si cerca di andare verso una realtà finanziaria più europea, diversificando le forme di debito; affiancando al sistema bancario tradizionale quello complementare di altre fonti. Oggi tutto questo viene osservato, a un convegno sulla gestione della finanza aziendale e sul rating advisor, tenutosi a Napoli, con una dimostrazione pratica del fatto che nel primo trimestre del 2017, i mini-bond a brevissimo termine (short term) sono riusciti a dare una grande spinta all'economia delle piccole e medie imprese.

CAPITOLO 3

IL CASO GROM

In questo terzo capitolo si parlerà di un caso italiano di startup, quello di Grom; caso imprenditoriale di successo negli ultimi anni per il nostro Paese. Vedremo come i due fondatori partiti da una sola gelateria a Torino oggi riescano a contarne ben 74 di gelaterie in Italia e all'estero. L'azienda nasce da un investimento iniziale dei due soci, e dalle donazioni dei loro genitori; oggi la società appartiene alla multinazionale Unilever, rimane comunque autonoma e gestita dai due fondatori che continuano a dargli il titolo di *brand premium*.

3.1 Perché Grom è nata come una startup?

L'azienda che produce gelati artigianali poteva essere considerata alla sua nascita una startup perché ha un approccio innovativo per la categoria della comunicazione con i clienti, l'attenzione è puntata verso gli aspetti di sostenibilità economica e ambientale. La produzione si centralizza tutta in un solo e unico grande stabilimento dove sono lavorati i prodotti intermedi che serviranno poi per creare il gelato. Questi semilavorati una volta confezionati e congelati sono distribuiti ai negozi della catena per essere infine mescolati con gli altri ingredienti e poi venduti.

L'innovazione spesso è tangibile e la si può toccare, ma alcune volte non è così; non è obbligatorio che essa esca da un laboratorio, alle volte è un'idea che nasce nella mente di chi vuole iniziare o continuare un'attività d'impresa anche se il mercato è colmo di quel prodotto. Nel nostro caso, nello specifico, i due fondatori di Grom iniziano a fare impresa in un modo del tutto nuovo, si applicano a un prodotto quale il gelato le regole di un ristorante stellato, quindi si utilizzano solo materie di prima qualità e fresche. L'idea nasce per conquistare il mondo e sembra ci stia ben riuscendo. L'intuizione dei due amici, Guido Martinetti enologo diventato imprenditore e Federico Grom ex analista di Pwc, è stata quella di applicare la ricetta di Carlo Petrini (fondatore di Slow Food) al campo del gelato. La ricerca di tutti gli ingredienti più pregiati per creare il gelato li ha portati a superare molti confini geografici e la loro idea di gelato li ha costretti a stabilire delle rigide regole come l'utilizzo della sola frutta fresca di stagione, niente uso di additivi chimici o dei coloranti, acqua di montagna di Lurisia, latte fresco intero di alta qualità e uova biologiche. I due ragazzi piemontesi hanno tentato di creare qualcosa di diverso, di migliore, in 12 anni hanno creato un'azienda che si chiama Gromart, fattura 30 milioni e presenta 70 insegne in Italia e nel mondo. Tutto questo non è

una cosa da poco se si pensa che i due sono partiti da un piccolo negozio di 30 metri quadri a Torino. L'innovazione sta anche nel lanciare ogni mese il gusto del mese, cosa che viene imitata da molti concorrenti; il prezzo che si alza a 2,60 euro per il cono base è superiore alla media dei gelati, resta anche questo un punto distintivo dell'azienda. Risulta nuovo anche il fatto che Grom non sia disposta a concedere negozi con la forma del franchising, altrimenti, questo andrebbe a intaccare l'azienda per quanto riguarda la qualità dei prodotti.

L'idea di Grom è un'idea differenziante, il gelato fatto come una volta senza additivi e conservanti, è riuscita a fare questo comunicandolo al mondo.

3.2 La storia di Grom

Era l'anno 2002 quando i due giovani Federico Grom e Guido Martinetti decidono di aprire una gelateria nel loro paese, Torino. Ma non vogliono aprire una gelateria qualunque, una delle solite, ma dove si facesse il gelato come una volta; questo anche per il fatto che la concorrenza in questo settore è molto ampia. L'anno successivo in centro a Torino nasce la prima gelateria che porta il nome Grom, il successo è immediato. Nel 2005 infatti nascono altri tre negozi a Padova, Firenze e Parma. Nella testa dei due però c'era l'obiettivo di voler gestire completamente tutta la catena, dalle materie prime al prodotto finale; quindi nel 2007 a due passi da Torino, nelle Langhe, comprano 8 ettari di terreno (oggi sono 20), e nasce l'azienda agricola Mura Mura da cui arrivano gran parte degli ingredienti del tanto amato gelato. Tanto che nel 2007 nasce anche la prima gelateria Grom oltre oceano, a New York; segue poi nel 2008 Parigi. I due soci sognano di portare all'estero con il gelato una parte d'Italia e orgogliosi di questo decidono di riportare in ogni insegna la scritta "Il gelato come una volta". Nel 2009 arrivano fino al Giappone e nasce anche il progetto ecologico dal nome "Grom Loves World" che sostiene il progetto di rispetto per l'ambiente e l'eco sostenibilità. In quest'ottica tutta la plastica viene sostituita dal Mater-Bi, una bioplastica biodegradabile e compostabile realizzata con prodotti rinnovabili e di origine agricola; la carta viene certificata dal più importante ente internazionale per le foreste, l'FSC (Forest Stewardship Council), inizia quindi la raccolta differenziata dei rifiuti Grom in ogni negozio, dove i clienti hanno la possibilità di dividere i vari scarti in diversi raccoglitori. Dal 2010 oltre il gelato Grom propone altre prelibatezze: frappè, affogati e cioccolata calda. Guido e Federico nel Maggio 2012 pubblicano anche un libro: "Grom. Storia di un'amicizia, qualche gelato e molti fiori", scritto a quattro mani dai due fondatori. Nel 2013 nasce anche il reparto Grom Bakery con lo stesso spirito che li ha portati a produrre gelati, l'acquisto delle migliori materie prime e evitare l'utilizzo di qualsiasi additivo.

3.3 L'evoluzione finanziaria per Grom

I primi fondi finanziari con cui partono i due soci sono 32.500 euro a testa, qualche soldo messo dai cosiddetti Friends, Family and Fools e un prestito dalle banche di 60.000 euro. Il successo all'inizio è tanto e di certo non hanno incontrato difficoltà nel dover restituire le somme di denaro. Dal 2011 al 2014 il fatturato della catena oscilla tra i 23 e i 25 milioni di euro l'anno; la crescita annua si stabilizza attorno al 6% che risulta però essere poco per un'azienda appena nata. Si devono quindi apportare nuovi capitali per riuscire a svilupparsi più rapidamente. Nel 2013 Grom genera una perdita di 1 milione che diventano 2 milioni nel 2014, non c'è un incremento dei ricavi ma solamente perdite in aumento, il loro business dimostra quindi di non essere scalabile. Questo è dovuto al fatto che nascono forti polemiche per quanto riguarda ciò che dichiarano i due, ovvero che i prodotti siano a chilometro zero; il preparato non viene considerato artigianale perché prima lavorato in Piemonte e poi distribuito in tutto il mondo, gli ingredienti senza dubbio restano di prima qualità ma il prodotto non può essere considerato fresco. Il fatturato scende e tre soci industriali entrano in società. La giapponese Fukuoka che detiene il 7%; Illy che possiede il 5% dell'azienda con un aumento del capitale di 2,5 milioni di euro. Infine il fondo del Qatar Ikram Group con circa il 6%. In questo modo Grom raccoglie circa 5 milioni di euro. Si arriva nel 2015 alla perdita del marchio artigianale dai prodotti in seguito a una diffida da parte del Codacons che lo considera gelato industriale.

Nella relazione sulla gestione, c'erano dei riferimenti espliciti a nuove operazioni di carattere straordinario a sostegno delle esigenze finanziarie. C'era bisogno di una nuova ricapitalizzazione o di un ricorso al mercato dei bond. I due titolari, imprenditori hanno, infine, rinunciato a queste due possibilità cedendo il controllo dell'azienda ma mantenendone la gestione.

Oggi Unilever, la gigantesca multinazionale anglo-olandese, con un fatturato da oltre 50 milioni di euro, è riuscita a comprare anche Gromart S.p.a., controllante del marchio Grom, oltre a possedere già più marchi di gelato come Algida e Magnum. Non risulta più essere italiana nemmeno Grom, i fondatori capendo che non potevano più continuare a crescere da soli hanno deciso di vendere anche se il business continuerà a essere gestito dai due. Federico Grom e Guido Martinetti dichiarano: "Dopo aver puntato tutto sulla qualità del prodotto e aver dimostrato di poter creare un gelato con ingredienti di stagione e selezionati, si deve puntare sulla standardizzazione della qualità raggiunta altrimenti si resterà solo una catena di gelaterie senza una forte crescita". La verità sulla vendita è molto facile da capire; l'azionariato di Gromart S.p.a. non riusciva più a finanziare l'attività. L'azienda non poteva

crescere oltre per vie interne o per linea creditizia e la quotazione in Borsa Valori non avrebbe portato in casa nulla.

Grom rispetto a molte startup italiane, che poi hanno raggiunto il successo, non ha fatto uso di particolari finanziamenti da parte degli operatori di venture capital che lavorano nel territorio, anzi all'inizio il capitale era composto solo dagli apporti dei due fondatori. L'idea di espandersi per quanto riguarda il settore geografico e la gamma di prodotti offerti ha funzionato ma i due non sono riusciti a mantenere nel tempo la sussistenza finanziaria necessaria per vivere e hanno dovuto cedere il tutto a Unilever che garantirà il supporto finanziario necessario.

Come si è visto nel 2014 l'azienda aveva aumentato il fatturato grazie all'arrivo dei soci industriali che apportano capitali, ma aveva comunque avuto una perdita netta di 2,3 milioni. Di certo questo non faceva stare tranquilli gli azionisti che si trovavano a possedere azioni di un brand di successo che in realtà, anche se espansosi all'estero, non faceva prevedere nulla di buono per il futuro. Per continuare a vivere, soprattutto fuori dall'Italia, i due soci si sono resi conto che non c'era altra via d'uscita se non la vendita della società a Unilever, quindi si può considerare questo il partner giusto per riuscire ancora una volta a fare un ulteriore passo in avanti; visto il fatto che anche Unilever condivide i valori di cura della filiera agricola e della qualità.

In un articolo pubblicato da Milano Finanza che risale al 2 Ottobre 2015⁹, Andrea Montanari afferma che il controvalore¹⁰ dell'operazione di transizione di Grom non è stato reso noto ma è molto facile ipotizzarlo. Basta prendere come riferimento l'*enterprise value*¹¹ assegnato a Grom dal gruppo Illy nel 2011 quando questa entrò nel capitale di Grom rilevandone il 5% per 2,5 milioni. All'epoca il valore della società era quindi di 50 milioni; cifra nettamente superiore rispetto al valore che la società presentava nel 2015 al momento dell'acquisizione da parte di Unilever. Negli anni precedenti alla transizione inoltre alcuni fondi di investimento si sono fatti avanti mettendo a disposizione un *enterprise value* di 30 milioni. Visto il fatto però che negli anni 2013 e 2014 il trend degli esercizi fiscali si era presentato negativo, in

⁹ www.milanofinanza.it

¹⁰ Controvalore dell'investimento rispetto al totale dell'attivo del Fondo Principale.

¹¹ Misura del valore di una società, noto anche come "valore d'impresa".

A seconda del livello di indebitamento della società, due sono le modalità di calcolo di Enterprise Value (EV):

1) nel caso di società indebitate: $EV = \text{capitalizzazione di borsa} + \text{indebitamento netto}$;

2) nel caso di società non indebitate: $EV = \text{capitalizzazione di borsa} - \text{liquidità netta}$. Il valore della società così calcolato rappresenta il prezzo che dovrebbe pagare chi volesse acquisire la società senza debiti (www.borsaitaliana.it).

termini di margine e risultato netto, è plausibile mantenere il controvalore dell'operazione tra 30 e 35 milioni. Questo sottolineato anche dal fatto che al 30 Settembre 2014 Grom aveva dei debiti nei confronti del sistema bancario di 7,2 milioni e una posizione finanziaria netta negativa di 5,5 milioni, a fronte di un patrimonio netto di 4,6 milioni. I motivi dell'acquisizione vanno evidenziati da questa data in poi in quanto era stato approvato un bilancio con un giro d'affari di 27,6 milioni, +4,8% rispetto all'anno precedente, l'EBITDA¹² era di -240 mila euro e la perdita di 2,4 milioni, in crescita però rispetto al rosso di 1,7 milioni dell'esercizio fiscale precedente. Come riferito da Milano Finanza, nella relazione sulla gestione già nel 2013 si faceva un esplicito riferimento a nuove operazioni di carattere straordinario a sostegno delle esigenze finanziarie. Ciò sta a significare o una nuova ricapitalizzazione o il ricorso al bond.

I due imprenditori, titolari di una quota del 41,3%, hanno però rinunciato a queste due opzioni e hanno preferito accettare l'offerta del colosso anglo-olandese Unilever cedendo così il controllo della catena di tutte le loro 74 gelaterie in Italia e all'estero che tuttavia continuano a gestire.

Va anche ricordato che in tutti questi anni la società, i soci e il management hanno investito le risorse nello sviluppo industriale e nell'espansione internazionale. Basti sapere che nei piani futuri di Grom e Martinetti c'erano l'arrivo negli Emirati Arabi e a Los Angeles, Chicago e altre località della Florida e del Nevada. Questo richiedeva massicci capitali come anche l'idea di diversificare l'offerta al pubblico con l'approdo dei loro punti vendita nei centri commerciali e nelle stazioni ferroviarie. Altro obiettivo sul versante industriale era quello dell'allargamento al business dei gelati confezionati; si pensa fosse anche un modo per superare la sconfitta subita da parte del Codacons che aveva diffidato l'azienda Grom dall'utilizzo della definizione "gelato artigianale". Proprio Unilever, grande colosso presente in più di 190 Paesi, con più di 400 marchi e un bacino di 2 miliardi di consumatori al giorno, è riuscito ad accelerare la diversificazione produttiva e l'ampliamento della presenza a livello globale realizzando questi obiettivi senza confondere il marchio Grom con quello dei gelati confezionati Algida o con quello americano di Ben&Jerry's. Resta certo che l'acquisto da parte di Unilever ha segnato un insindacabile successo imprenditoriale per i due soci torinesi

¹² Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation (EBITDA) rappresenta una misura di margine operativo lordo. Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation (EBITDA) è una misura ampiamente utilizzata nel calcolo dei flussi di cassa per l'impresa. EBITDA rappresenta una misura di margine operativo lordo (MOL). EBITDA consente di verificare se la società realizza profitti positivi dalla gestione ordinaria. Sommando a EBIT il valore degli Ammortamenti si perviene alla misura di EBITDA (www.borsaitaliana.it).

dimostrato dal fatto che anche il Guardian riporta che nel primo trimestre del 2015 le vendite sono aumentate del +2,8%, nei mercati emergenti come BRIC e solo in Cina addirittura del 5.4%. Grom ha fatto molto parlare di se in Italia come startup perché ha cambiato il modo di concepire il gelato; portando con i suoi punti vendita e un marketing da maestro una grande scia di effetti collaterali, anche di tipo socioeconomico come ad esempio la creazione del primo contratto di categoria per gelaterie fatto apposta per Grom.

Importante è riportare la riflessione fatta da Stefano Giubertoni, top manager del settore Largo Consumo: “I numeri dicono che il concept è stato un successo , ma il business model no. Per svilupparsi nel retail aprendo propri negozi con proprio personale servono margini altissimi, finanza e management. Farlo da soli da Mappano è impossibile perché troppo labour intensive e cash consuming. I fondi scappano da queste opportunità. Infatti redditività poca o nulla negli ultimi anni e solo Illy è intervenuta con una operazione di *portage*¹³, sperando si sviluppessero trainando le forniture di cioccolato e canditi Domori e Agrimontana. Con valutazione peraltro fuori dal creato. Saranno i Ben&Jerry italiani. Premium italian ice cream. È il destino di chi vuol fare retail in Italia: finanza e competenze specifiche non ci sono. Paese di industriali, non di commercianti. Sappiamo fare prodotti, meno venderli. Bravi loro a vendere prima di bruciarsi col cerino in mano. Meglio i soldi e qualcuno che svilupperà la tua creatura che avere il 100% di un’azienda che ti muore in mano“.

¹³ Un portage è un'operazione in cui titoli di una società vengono ceduti ad un terzo ad un determinato prezzo con un accordo di riacquisto ad un data futura ed ad un prezzo predeterminato.

CONCLUSIONI

Il presente lavoro ci ha dato una definizione di startup chiarendone il significato che a volte può sembrare piuttosto ambiguo e andando a capire quali sono le principali caratteristiche della startup. Gli imprenditori, visto il fatto che il nostro mondo è in continua evoluzione, cercano sempre di avviare nuove attività o espandere la propria impresa. Infatti abbiamo visto come il fenomeno in Italia sia in continua crescita negli anni grazie anche a un continuo rinnovo in ambito legislativo che facilita la nascita di nuove imprese.

La maggiore difficoltà che una startup può incontrare sembra proprio essere quella del finanziamento dell'attività che si vuole avviare. I mezzi propri, per la maggior parte delle volte, sono scarsi e quindi si ricorre a finanziamenti esterni oppure si decide di cedere l'attività come nel caso di Grom.

Abbiamo visto come anche nel nostro Paese sia possibile finanziare progetti imprenditoriali con forme alternative al credito bancario e come queste forme si siano ben organizzate anche in associazioni. L'ultimo elemento analizzato è poi quello dei mini-bond; dove per mini non si intende il taglio delle emissioni ma le caratteristiche delle imprese emittenti: è riservato infatti alle PMI non quotate.

Nell'immaginario di molte persone la parola startup può rievocare alla mente storie di società milionarie fondate da personaggi geniali e bizzarri che fanno nascere la loro idea in un garage, ma questa storia cinematografica non è la realtà, questa può essere un'eccezione, esistono moltissime altre forme di startup, anche se con storie meno affascinanti.

La cosa forse più importante che il caso Grom come startup nata in Italia ci può far capire è che qualsiasi idea si abbia anche se considerata banale, anche se si possiede un capitale ridotto e nessuna particolare conoscenza in un determinato settore, può comunque realizzarsi concretamente dando un guadagno economico, creando nuovi posti di lavoro, e creando un buon prodotto riuscendo quindi a soddisfare anche gli altri. Anche se l'azienda alla fine è stata ceduta non è da considerarsi una sconfitta questa per il mercato italiano; difatti la stessa Unilever dichiara che tutti i suoi manager e laureati in marketing non saprebbero costruire un brand premium come lo è Grom e quindi è costretta ad andare a cercarlo a Torino.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

CHIODA, E., et al., 2016. *Startup: sogna, credici, realizza. Dall'idea al successo*. Milano: Hoepli Editore.

ARLOTTA, C., et al., 2014. *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa*. Milano: FrancoAngeli.

ANSELMO, P., et al., 2008. *Guida Pratica allo sviluppo di progetti imprenditoriali*. KPMG.

GUALANDRI, E. e VENTURELLI V., 2011. *Nasce l'impresa, Start-up: dal progetto al mercato*. Confindustria Modena.

GUALANDRI, E. e VENTURELLI V., 2011. *Nasce l'impresa, Business Angels: investitori a valore aggiunto*. Confindustria Modena.

CENCIARINI, A., R., et al., 2006. *Un ponte per la crescita*. Roma: Gangemi editore.

ONETTI A., et al., 2012. *Startups in Italy, Facts and Trends. Mind the bridge survey 2012*. San Francisco. Disponibile su < http://mindthebridge.com/wp-content/uploads/2015/11/Mind-the-Bridge-Survey_2012_ENG.pdf > [data di accesso: 22/09/2017].

GIUDICI G., et al., 2017. *3° Report italiana sui Mini-Bond*. Milano: Dipartimento di ingegneria gestionale. Disponibile su < www.osservatoriominiBond.it > [data di accesso: 25/09/2017].

FURLAN A., 2016. *Genialità o esperienza? L'innovatività delle nuove imprese*. FrancoAngeli.

Disponibile su < www.francoangeli.it/Riviste/Scheda_Rivista.aspx?IDarticolo=58186 > [data di accesso: 22/09/2017].

MIANI S., et al., 2015. *Strumenti finanziari a supporto dello sviluppo delle PMI*. Milano: Franco Angeli.

Disponibile su < www.francoangeli.it/Ricerca/Scheda_Libro.asp?CodiceLibro=365.1105 > [data di accesso: 26/09/2017].

IOZZIA G., 2015. *Grom a Unilever, un successo per il made in Italy e una sconfitta per l'Italia*. EconomyUp, 1 Ottobre. Disponibile su < www.economyup.it/blog/grom-a-unilever-un-successo-per-il-made-in-italy-e-una-sconfitta-per-l-italia/ > [data di accesso: 26/09/2017].

LEPIDO D. *Le imprese regine del cambiamento*. Il sole 24 ORE. Disponibile su < <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/dossier/Economia%20e%20Lavoro/2010/start-up-italia/storie-aziende/aziende-regine-cambiamento.shtml?uuid=3d9fdf5e-faf5-11de-81dc-6b0fd287bccb> > [data di accesso: 26/09/2017].

ABATE D., 2016. *Come diventare un imprenditore e avviare una startup di successo*. HOW2 Edizioni.

MONTANARI A., 2015. *Perché Grom può valere da 30 a 35 milioni*. Milano Finanza, 2 Ottobre. Disponibile su < www.milanofinanza.it/news/perche-grom-puo-valere-da-30-a-35-milioni-201510021422593890 > [data di accesso: 26/09/2017].

SCARCI E., 2016. *Grom riparte con la cura Unilever*. Il sole 24 ORE, 5 Maggio. Disponibile su < www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2016-05-05/grom-riparte-la-cura-unilever-063629.shtml?uuid=ADmz32 > [data di accesso: 26/09/2017].

Conteggio parole (esclusa bibliografia): 14.589.