

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra di Economia e Gestione delle Imprese

Analisi dei fattori di successo delle start up italiane: un modello imprenditoriale per la rinascita di domani

Prof. Maria Isabella Leone

RELATORE

Mattia Meinardi Matr. 233571

CANDIDATO

Anno Accademico 2020/2021

INDICE

PREMESSA.....	4
CAPITOLO 1	5
INTRODUZIONE ALLE GENERALITA' DELLE START UP.....	5
1.1 Definizione e tratti caratteristici delle start up innovative.....	5
1.1.2 L'innovazione: il fulcro del business model della start up.....	6
1.2 Condizioni fondamentali alla base del concetto di start up.....	7
1.2.1 Elementi distintivi rispetto alle PMI innovative.....	8
1.3 Agevolazioni predisposte in favore delle start up innovative.....	10
1.4 Il ciclo vitale delle start up	13
1.4.1 Ruolo e funzioni degli incubatori d'impresa	15
1.5 Fonti finanziarie alternative correlate alle diverse necessità di ogni fase vitale	18
1.5.1 Investitori informali: tratti caratteristici dei business angels.....	19
1.5.2 Il venture capital	20
1.5.3 Exit strategies	22
1.5.4 Una fonte di finanziamento alternativa: l'equity crowdfunding	23
CAPITOLO 2	26
I DRIVER DI SUCCESSO PER LE START UP.....	26
2.1 Risorse finanziarie	27
2.2 Imprenditorialità e background del titolare e del proprio team.....	33
2.3 Ecosistema di riferimento	38
CAPITOLO 3	44
IL PANORAMA ITALIANO: ANALISI IN CHIAVE NAZIONALE DEI FATTORI CONTINGENTI DI SUCCESSO.....	44
3.1 Tratti caratteristici delle start up italiane	44
3.1.1 L'attività di R&S: il motore del percorso di crescita.....	45
3.1.2 La distribuzione settoriale delle start up innovative.....	47
3.1.3 Il ruolo e la performance delle start up nel tessuto economico nazionale.....	49
3.2 Incidenza dei fattori contingenti di successo per le start up italiane	52

3.2.1 Risorse finanziarie	53
3.2.2 Imprenditorialità e background del titolare e del proprio team	58
3.2.3 Ecosistema di riferimento	63
CAPITOLO 4	68
DAL FALLIMENTO AL SUCCESSO: PROPOSTE MIGLIORATIVE A BENEFICIO DELLE FUTURE START UP	68
4.1 L'importanza della collaborazione statale	68
4.1.1 Tassazione ed incentivi: il fulcro del cambiamento	68
4.1.2 Le regulatory sandbox	72
4.2 Un'importante fonte di crescita per le start up: la creazione di un mercato secondario	75
4.2.1 La rivoluzione dell'attività di investimento in aziende non quotate: il caso di Directa Sim e CrowdfoundMe.....	78
4.3 Il legame impresa - università come incipit del progresso dei futuri startupper	79
CONCLUSIONI	82
BIBLIOGRAFIA	84
SITOGRAFIA	87
APPENDICE	88

PREMESSA

Le start up sono odiernamente la principale fonte di innovazione di qualsiasi sistema economico globale: lo scopo che getta le basi per la costituzione di tali organizzazioni è rappresentato da un progetto fortemente avanguardista che possa rendere obsoleto il prodotto, il servizio o la metodologia produttiva anteriormente utilizzata per soddisfare la domanda di un certo segmento di mercato. La componente innovativa è infatti una caratteristica insita nel DNA di ogni start up, indipendentemente da quale sia il mercato di sbocco dell'idea di business. È chiaro, dunque, che ogni sistema produttivo, per poter assorbire l'urto generato dalla competitività globale che caratterizza oggi l'intera economia reale, dovrebbe incentivare e promuovere lo sviluppo di tali organizzazioni, in modo da non rimanere ancorato ad un'offerta che, nel giro di pochi anni, potrebbe risultare a tal punto inattuale da essere inadatta alle nuove esigenze di mercato.

Le start up, date le loro peculiarità strutturali, sono però organizzazioni fragili sia da un punto di vista finanziario che organizzativo: da qui nasce la necessità di analizzare le dinamiche interne ed esterne al nucleo imprenditoriale che influenzano in maniera diretta e non la loro capacità di permanere all'interno del tessuto economico e produttivo. A tal proposito, l'elaborato intende in prima istanza fornire una panoramica complessiva degli aspetti generali che delineano e caratterizzano le start up innovative, per poi focalizzare lo studio sulle dinamiche che incidono in maniera decisiva sulla loro capacità di sviluppo. Nel terzo capitolo, in coerenza con l'obiettivo primordiale dell'analisi, si procederà alla verifica dei *drivers* che condizionano la probabilità di successo delle start up nell'ambito italiano, avvalendosi del supporto di esperti che quotidianamente si rapportano con tali organizzazioni, o comunque ne fanno parte in qualità di *founder*. All'interno dell'ultima sezione dell'elaborato si procederà, sulla base dei risultati conseguiti mediante un accurato studio delle suddette tematiche, a delineare una serie di proposte funzionali ad arginare l'influenza negativa che alcuni fattori, interni ed esterni alla struttura organizzativa, esercitano sulle imprese ad elevata intensità tecnologica che sono parte del sistema economico nazionale, così da favorire lo sviluppo di un ecosistema di start up rigoglioso che possa divenire la principale sorgente di progresso in ambito italiano.

CAPITOLO 1

INTRODUZIONE ALLE GENERALITÀ DELLE START UP

Il progresso, come sinonimo di evoluzione da un punto di vista imprenditoriale, viene generato dalla rottura di un paradigma produttivo esistente, soppiantato da un'idea a tal punto innovativa da farlo risultare del tutto obsoleto. Questo è lo scopo per cui le start up nascono e si sviluppano. Sorpassata la soglia della maturità, tali imprese, non essendo più considerate formalmente start up, attendono l'ingresso di un nuovo *player* che svolgerà esattamente lo stesso ruolo portato a termine in fase iniziale dalle precedenti, dando seguito ad un ciclo perpetuo, fonte assoluta di sviluppo.

1.1 Definizione e tratti caratteristici delle start up innovative

Il termine start up, nella sua accezione economica, è stato assorbito dal vocabolario finanziario italiano solamente con l'avvento della capillare diffusione di internet, diventando sinonimo di "matricola" nel linguaggio imprenditoriale. Non a caso, il termine di derivazione anglosassone significa propriamente "mettersi in moto", "partire". Nonostante ciò, per molto tempo, come sostenuto dal noto Steve Blank, pioniere dell'imprenditoria nel bacino economico della Silicon Valley, è mancata la formalizzazione di una vera e propria definizione adeguata che spiegasse in modo esaustivo chi veramente fossero questi operatori neocostituiti. L'opinione comune ha infatti condiviso per svariati anni l'idea che le stesse start up fossero delle versioni più ristrette di un'impresa di grandi dimensioni. Più propriamente esse possono essere definite delle organizzazioni temporanee che nascono al fine di ricercare un modello di business che sia ripetibile e scalabile (S. Blank 2012). La prima caratteristica si riferisce alla necessità delle start up di ideare un metodo operativo che sia replicabile nel tempo ed in luoghi diversi, e che garantisca all'impresa stessa, attraverso la dinamicità della sua struttura, la capacità di emergere all'interno del panorama economico di riferimento, apportando, qualora necessario, delle modifiche sulla base di *feedback* ricevuti dal target di clienti individuato. In tal senso, possibili fallimenti fronteggiati durante la costituzione del proprio *business model* rappresentano degli elementi fondamentali per mettere a punto il modello stesso, e dunque possono esser visti come componenti basilari all'interno del processo di creazione di una start up. Solo dopo aver designato correttamente il proprio *business model* l'impresa si dedicherà alla ricerca di un metodo di implementazione dello

stesso. Per quanto concerne il secondo aggettivo individuato da Blank per descrivere il *business model* della start up, esso sintetizza la necessità che il modello di business debba garantire all'impresa una grande rapidità nel crescere e sviluppare il proprio target di clienti, e dunque anche il volume delle vendite effettuate. L'attributo "scalabile", a tal proposito, individua la capacità della start up di sfruttare economie di scala, in maniera tale da poter investire un ammontare di risorse finanziarie inferiori rispetto a quanto non sarebbe tradizionalmente necessario per perseguire una crescita così dinamica. L'autore sottolinea inoltre il concetto di temporaneità nella sua descrizione di start up, evidenziando come la fase definita "start up" sia strettamente transitoria, in quanto rappresenta la prima tappa del percorso iniziale di crescita dell'azienda, che andrà a concludersi con l'affermazione e l'implementazione operativa del *business model* ideato. Da un punto di vista nazionale, la start up innovativa viene descritta esaustivamente dal Ministero dello Sviluppo Economico come "*Un'impresa giovane, ad alto contenuto tecnologico, con forti potenzialità di crescita*".

Sono facilmente rintracciabili all'interno di tale definizione i principali aspetti contingenti che, secondo Blank, caratterizzano il concetto di start up: anche in questo caso l'accento viene posto sulla capacità dell'impresa neocostituita di affrontare un percorso di crescita rapido e dinamico, capacità che Blank illustra in maniera più tecnica, soffermandosi maggiormente sulle due peculiarità che distinguono le start up dalle altre imprese.

1.1.2 L'innovazione: il fulcro del business model della start up

Come evincibile dalle suddette definizioni, le start up non sono dunque meramente delle società di nuova costituzione, bensì organizzazioni aventi una spiccata componente innovativa, la quale spesso si traduce in un'altrettanto elevata intensità tecnologica. In tal senso, il concetto di innovazione in ogni sua declinazione (di prodotto, di processo, radicale, incrementale ecc.) rappresenta una condizione necessaria non sufficiente al fine di determinare la vera e propria costituzione dell'impresa stessa, essendo questo un elemento intrinseco nella natura della start up. A conferma di quanto detto, è possibile far riferimento alla definizione riportata nel paragrafo precedente elaborata dal Ministero dello Sviluppo Economico, la quale sottolinea come la principale caratteristica di una start up sia proprio l'elevato contenuto tecnologico insito nel modello di business.

Come sostenuto dall'autore Eric Ries “*Una start up è un’istituzione umana concepita per offrire nuovi prodotti o servizi in condizioni di estrema incertezza*” (E. Ries, *The Lean Start Up: How Constant Innovation Creates Radically Successful Businesses*, 2011). È dunque la creazione di un prodotto o un processo ad alto contenuto innovativo, che, distruggendo i paradigmi produttivi esistenti, consente alla start up di dar vita ad un nuovo mercato, che in quanto tale presiede la caratteristica di essere fortemente incerto. Riprendendo le parole di Blank, è infatti possibile percepire quanto la “scalabilità” del *business model* dell’impresa neocostituita sia fortemente correlata alla creazione di un nuovo mercato, o comunque all’insediamento in uno di nicchia che sia poco sviluppato, sia da un punto di vista strutturale che concorrenziale: al contrario, se l’impresa approdasse all’interno di un segmento già ampiamente delineato e controllato da altre organizzazioni di dimensioni rilevanti, l’obiettivo di raggiungere in breve tempo economie di scala, valide a consentire alla start up di crescere vertiginosamente in maniera rapida, risulterebbe chiaramente un traguardo inarrivabile.

Ulteriori elementi che fanno riflettere sullo stretto legame intercorrente tra il *business model* della start up ed il concetto di innovazione si possono rintracciare in due obblighi normativi che le imprese neocostituite devono alternativamente rispettare al fine di essere catalogate come start up, e quindi beneficiare di numerosi vantaggi, sia in termini fiscali che economici. Esse, infatti, devono investire un determinato ammontare di risorse finanziarie in R&S, oppure devono dedicarsi all’assunzione di personale altamente qualificato. Il tutto nel rispetto di quanto sancito dalla normativa nazionale in materia (si affronterà nello specifico l’argomento dei requisiti delle start up nel paragrafo successivo).

1.2 Condizioni fondamentali alla base del concetto di start up

Ai sensi della normativa di riferimento formalizzata all’interno del DL 179/2012, una start up innovativa è una società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, che rispetti i seguenti requisiti oggettivi (MISE):

- 1) È un’impresa nuova o costituita da non più di 5 anni.
- 2) Ha residenza in Italia o in un altro paese dello Spazio Economico Europeo ma con sede produttiva o filiale in Italia.
- 3) Ha un fatturato annuo inferiore ai 5 milioni di euro.

- 4) Non è quotata all'interno di un mercato regolamentato o in una piattaforma multilaterale di negoziazione.
- 5) Non distribuisce e non ha distribuito utili.
- 6) Ha come oggetto sociale esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di un prodotto o servizio ad alto valore tecnologico.
- 7) Non è risultato di fusione, scissione o cessione di ramo d'azienda

Infine, una start up è innovativa se rispetta almeno 1 dei seguenti 3 requisiti oggettivi:

- 1) Sostiene spese in R&S e innovazione pari ad almeno il 15% del maggior valore tra fatturato e costo della produzione.
- 2) Impiega personale altamente qualificato (almeno 1/3 dottori di ricerca, dottorandi o ricercatori, oppure almeno 2/3 con laurea magistrale).
- 3) È titolare, depositaria o licenziataria di almeno un brevetto o titolare di un software registrato.

Chiaramente, l'impegno del titolare (o dei titolari) nel rispettare la suddetta disciplina determina la possibilità per l'impresa di essere iscritta all'interno della sezione speciale del Registro delle imprese dedicata appositamente alle start up, con il fine ultimo di beneficiare di alcune agevolazioni fiscali ed economiche, presentate e discusse successivamente.

1.2.1 Elementi distintivi rispetto alle PMI innovative

Nonostante si creda di frequente che tra tali due tipologie di imprese non intercorra alcuna differenza sostanziale, l'ordinamento giuridico italiano ha distinto in maniera accurata la disciplina riguardante le start up innovative da quella applicabile alle PMI innovative, le quali sottostanno invece al DL 3/2015. Stando a quanto riportato dal Registro delle imprese nazionale, i punti di divergenza delle direttive fondamentali, governanti l'ecosistema delle PMI innovative, che si discostano dai principi disciplinari delle start up innovative possono essere sintetizzati come segue:

- Le PMI innovative hanno la possibilità di quotarsi all'interno di piattaforme multilaterali di negoziazione (non però in mercati regolamentati).

Questo in quanto si è voluto garantire un accesso facilitato delle PMI al mercato dei capitali, in modo tale da favorire una crescita maggiormente dinamica di tali imprese. Il tutto è stato reso possibile attraverso piattaforme designate appositamente per avallare il

processo di quotazione delle PMI stesse, essendo queste caratterizzate da un alto livello di flessibilità regolamentare e da costi contenuti. Attualmente, come sottolineato dall'Osservatorio AIM sono numerose le PMI innovative che attraverso la piattaforma AIM¹ fanno ricorso al mercato dei capitali: esse costituiscono una rilevante parte del totale delle imprese presenti all'interno del listino AIM, essendo 55 su un totale di 134 società, e rappresentando ulteriormente il 25% della capitalizzazione complessiva della piattaforma.

- Non sono state sancite delimitazioni temporali al fine di poter rientrare all'interno della categoria delle PMI innovative, ma, dal momento che occorre che le imprese siano in possesso di un bilancio certificato, le direttive dettate dal DL 3/2015 non possono essere applicate a società di nuova costituzione.
- Da un punto di vista dimensionale le PMI innovative sono vincolate meno rigidamente rispetto alle start up, in quanto, ai sensi della raccomandazione 2003/361/CE, esse devono necessariamente possedere meno di 250 dipendenti ed un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di euro, o alternativamente devono detenere un attivo dello stato patrimoniale inferiore ai 43 milioni di euro.
- A differenza delle start up innovative, le PMI non sono vincolate da alcun divieto in tema di distribuzione degli utili realizzati.
- Per quanto concerne l'oggetto sociale, se le start up innovative sono fortemente vincolate ad afferire alla produzione di beni o servizi ad alto contenuto tecnologico, sulle PMI innovative non grava alcun obbligo di questo tipo.

Per quanto riguarda i criteri opzionali che le PMI devono rispettare al fine di essere coerenti con l'accezione di innovatività che gli conferisce l'ordinamento giuridico, essi risultano essere di gran lunga meno stringenti rispetto a quelli facenti capo le start up innovative. Le PMI innovative, infatti, al fine di poter essere classificate come tali devono rispettare almeno due delle tre seguenti imposizioni:

- 1) Almeno il 3% del maggiore tra costi e valore totale della produzione deve essere destinato ad attività di R&S.

¹ Segmento di mercato di Borsa Italiana, è stato costituito per garantire alle PMI interessate un percorso semplificato alla quotazione.

- 2) Il team impiegato deve necessariamente essere formato per 1/3 del suo totale da personale in possesso di laurea magistrale, oppure per 1/5 da dottorandi, dottori di ricerca o laureati con 3 anni di esperienza in attività di ricerca certificata.
- 3) Deve essere depositaria o licenziataria di privativa industriale, oppure titolare di un software registrato.

1.3 Agevolazioni predisposte in favore delle start up innovative

Le agevolazioni previste per le start up innovative sono state sancite dal DL 179/2012, ed ulteriormente dal DL 3/2015, con l'aggiunta di alcune iniziative di nuova stesura. La normativa in favore delle start up innovative si applica a partire dalla loro iscrizione nella sezione speciale del Registro delle imprese per un periodo non più duraturo di 5 anni, in coerenza con quanto dettato dal DL 179/2012.

Chiaramente la disciplina seguente riguarda tutte le start up indipendentemente dal settore economico di riferimento, a patto che l'oggetto sociale sia *“Lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di un prodotto o servizio ad alto valore tecnologico”* (MISE). Al fine di consentire una rapida diffusione delle start up ad alto contenuto tecnologico all'interno del tessuto economico nazionale, si è provveduto a dettare una serie di disposizioni facilitanti riassumibili come segue:

- Costituzione digitale e gratuita: mediante il Decreto del Ministro dello Sviluppo Economico emanato il 17 febbraio 2016 è stata introdotta la possibilità per le start up innovative, costituite in forma di s.r.l, la possibilità di redigere atto costitutivo e statuto attraverso un modello standard tipizzato, convalidandone il contenuto con firma digitale.
- Incentivi all'investimento nel capitale di start up innovative e PMI innovative: a partire dal primo Gennaio 2017, alle persone fisiche o giuridiche che effettuino investimenti nel capitale di rischio della start up innovative è stato concesso un importante sgravio fiscale. In tal senso, le persone fisiche possono godere di una detrazione dall'imposta lorda IRPEF pari al 30% dell'ammontare investito, fino ad un massimo di 1 milione di euro. Le persone giuridiche godono invece di una deduzione dall'imponibile IRES pari al 30% dell'ammontare investito, fino ad un massimo di 1.8 milioni di euro. Per beneficiare di questi incentivi, a partire dal 2017, è stato sancito l'obbligo per gli investitori di mantenere la partecipazione all'interno della start up innovativa per un minimo di tre

anni, favorendo in tal modo una reale possibilità di crescita per le imprese neocostituite (DL 179/2012 art. 29).

- Accesso gratuito e semplificato al fondo di garanzia per le PMI: quest'ultimo è un fondo a capitale pubblico che facilita l'accesso al credito attraverso la concessione di garanzie per un ammontare massimo di 2.5 milioni di euro (DL 179/2012 art. 30).

- Smart & Start Italia: rappresenta un incentivo messo a disposizione per promuovere la nascita e lo sviluppo delle start up innovative che si concretizza nell'erogazione di un finanziamento a tasso zero per progetti di sviluppo imprenditoriale con un programma di spesa compreso tra i 100 mila e 1.5 milioni di euro. Il finanziamento copre, senza alcun bisogno di garanzia, fino all'80% delle spese ammissibili. Tale percentuale può salire al 90% nel caso in cui la start up fosse interamente costituita da donne e/o da giovani con un'età inferiore a 35 anni, o ancora se tra i soci dell'azienda è presente un esperto con titolo di dottore di ricerca italiano che lavora all'estero ed ha intenzione di rientrare in Italia. Inoltre, le start up con sede in Abruzzo, Basilicata, Calabria, Campania, Molise, Puglia, Sardegna e Sicilia, possono godere di un contributo a fondo perduto pari al 30% del mutuo, e restituire così solo il 70% del finanziamento ricevuto.

Il finanziamento va reso in 10 anni a partire dal 12° mese successivo all'ultima quota erogata (Decreto MISE del 24 settembre 2014 – Smart & Start Italia).

- Servizi dell'Agenzia ICE (Agenzia per la promozione all'estero e internazionalizzazione delle imprese italiane): tale organo fornisce assistenza in materia normativa, societaria, fiscale, immobiliare, contrattualistica e creditizia. Le start up innovative hanno diritto a fruire dei beni e servizi a catalogo con uno sconto del 30% (esclusi i costi esterni). Inoltre, se l'azienda raggiungerà la soglia di 1000 euro di spesa (esclusi costi esterni e IVA) per servizi a catalogo acquistati nel corso dell'anno solare maturerà il diritto ad uno sconto del 10% sul costo dei servizi a catalogo che saranno erogati nell'anno successivo. L'Agenzia ICE è inoltre promotrice del Global Start up Program, il quale garantisce ad alcune imprese selezionate una formazione qualificata su tematiche inerenti all'internazionalizzazione ed un contributo economico per uno stage di 3-6 mesi presso incubatori esteri (DL 179/2012).

- Trasformazione in PMI innovativa senza soluzione di continuità: il legislatore ha promosso per le start up innovative di successo, divenute quindi mature e che continuino a caratterizzarsi per una significativa componente innovativa, la possibilità di non perdere

il diritto ai benefici disponibili. Le start up innovative possono infatti trasformarsi in PMI innovative transitando di sezione all'interno del Registro delle imprese, in modo da garantirsi l'accesso a numerose misure previste a sostegno delle start up innovative che tal volta vengono analogamente applicate alle PMI innovative (DL 3/2015 art. 4).

- Esonero da diritti camerali ed imposte di bollo: start up innovative ed incubatori certificati, dalla loro iscrizione all'interno della sezione speciale del Registro delle imprese, sono esonerati dal pagamento dell'imposta di bollo e dei diritti di segreteria dovuti per gli adempimenti relativi alle iscrizioni nel Registro delle imprese, nonché al pagamento del diritto annuale dovuto in favore delle camere di commercio (DL 179/2012 art. 26).

- Raccolta di capitali tramite campagne di *equity crowdfunding*: nel 2013 l'Italia ha provveduto alla regolamentazione del mercato dell'*equity crowdfunding* mediante la creazione di un apposito registro di portali online autorizzati. La responsabilità di gestione e controllo di tale strumento è affidata alla Consob (DL 179/2012 art. 30).

- Deroghe alla disciplina societaria ordinaria: alle start up innovative costituite sotto forma di s.r.l è consentito creare categorie di quote dotate di particolari diritti (quote che non attribuiscono diritti di voto o che ne attribuiscono in misura proporzionale alla partecipazione), effettuare operazioni sulle proprie quote, emettere strumenti finanziari partecipativi ed offrire al pubblico quote di capitale (DL 179/2012 art. 26).

- Disciplina del lavoro flessibile: la start up innovativa può assumere personale con contratti a tempo determinato dalla durata massima di 24 mesi. Tuttavia, all'interno di questo arco temporale, i contratti potranno essere anche di breve durata e rinnovati più volte senza limiti sulle tempistiche di impiego e sul numero di proroghe. Inoltre, a differenza di quanto avviene per le altre imprese, le start up innovative con più di 5 dipendenti non sono tenute a stipulare un numero di contratti a tempo determinato calcolato in rapporto al numero di contratti attivi a tempo indeterminato (DLGS 81/2015 art. 21).

- Remunerazione attraverso strumenti di partecipazione al capitale: le start up innovative, come gli incubatori certificati, possono remunerare i propri collaboratori con strumenti di partecipazione al capitale sociale, attraverso schemi di *work for equity* (lavoro retribuito mediante quote del capitale di impresa). Peraltro, il reddito generato da tali strumenti non

concorre alla formazione del reddito imponibile, né ai fini fiscali né ai fini contributivi (DL 179/2012 artt. 26-28).

- Esonero dall'obbligo di apposizione del visto di conformità per compensazione: tale normativa prevede l'esonero dall'obbligo di apposizione del visto per la compensazione dei crediti IVA fino a 50.000 euro, misura che può comportare per le start up rilevanti benefici in termini di liquidità (DL 3/2015 art. 4).

- Proroga del termine per la copertura delle perdite: le disposizioni dettate prevedono che, in caso le perdite d'esercizio comportino una riduzione del capitale aziendale di oltre un terzo, in deroga a quanto sancito in materia dal Codice Civile, il termine entro il quale la perdita deve risultare diminuita a meno di un terzo viene posticipato al secondo esercizio successivo (invece del primo esercizio successivo). Inoltre, nel caso in cui le perdite riducano il capitale al di sotto del minimo legale, l'assemblea, in alternativa all'immediata riduzione del capitale e al simultaneo aumento dello stesso ad una cifra non inferiore al minimo legale, può deliberare il rinvio della decisione alla chiusura dell'esercizio successivo (DL 179/2012 art. 26).

- Deroga alla disciplina sulle società di comodo e in perdita sistematica: nel caso in cui le start up siano in perdita fiscale sistematica, contrariamente a quanto dettato per le società di comodo, non sono soggette a penalizzazioni fiscali, come ad esempio l'utilizzo limitato del credito IVA o l'applicazione della maggiorazione IRES del 10.5% (DL 179/2012 art. 26).

- *Fail fast*: in caso di insuccesso le start up innovative possono godere di procedure più rapide e meno gravose rispetto a quelle previste invece per altre attività. Esse, infatti, sono assoggettate in via esclusiva alla procedura di composizione della crisi da sovraindebitamento e di liquidazione del patrimonio con l'esonero particolare dalle procedure di fallimento, concordato preventivo e liquidazione coatta amministrativa (DL 179/2012 art. 31).

1.4 Il ciclo vitale delle start up

Tipicamente, il ciclo di vita di una start up si avvia nel momento in cui l'imprenditore (anche chiamato *startupper*) è riuscito a completare, solo ideologicamente e da un punto di vista meramente teorico, il proprio *business model* innovativo.

In tal modo si dà inizio alla prima fase caratteristica del ciclo vitale di una start up, denominata comunemente *bootstrapping stage* (Aidin Salamzadeh, Hiroko K. Kesim, *Startup Companies: Life Cycle and Challenges*, 2015). Durante questo stadio lo startupper si dedica allo studio del proprio modello di business, cercando di dimostrare la fattibilità del prodotto ed una sua relativa accettazione da parte dei clienti target individuati (C. G. Brush e al., *The use of bootstrapping by women entrepreneurs in positioning for growth*, 2006). Solitamente, all'interno di questo primo *stage* vitale non si necessitano ingenti risorse finanziarie. Nel caso in cui però l'imprenditore decida di sviluppare un prototipo di prodotto, si servirà tipicamente di capitali reperiti mediante *bootstrapping*, attività definita come un modo altamente creativo di acquisire finanziamenti necessari senza dover far ricorso ad un prestito formale (J. Freear e al., *Angles on angels: Financing technology-based ventures - a historical perspective*, 2002). Tali risorse derivano, infatti, o direttamente dai risparmi dell'imprenditore, o ancora da un sostegno da parte di quelle che in letteratura vengono tipicamente definite le 3F: *family, friends and fools* (letteralmente "famiglia, amici e folli").

Successivamente inizia la fase operativa dell'impresa, chiamata *Early Stage*, la quale a sua volta si suddivide in altre due fasi subordinate: la prima chiamata *Seed* e quella successiva chiamata invece fase di *Start-Up*. All'interno della fase *Seed* l'imprenditore si dedica principalmente ad apportare alcune modifiche di carattere tecnico al progetto, in modo da dimostrarne l'effettiva validità prima di inserire il prodotto o il servizio all'interno del mercato. Successivamente, quando il prodotto viene messo a punto e reso disponibile ai primi clienti, ci si addentra formalmente all'interno della fase di *Start-Up*, nel quale l'impresa inizia ad incassare le prime entrate, seppur contenute. È proprio nella fase di *Early Stage* che l'organizzazione necessita un forte sostegno, sia da un punto di vista finanziario che manageriale. In tal senso, la start up può essere assistita da figure di supporto come incubatori professionali, volti a facilitare il superamento di questo stadio critico in modo da poter proiettare efficientemente l'impresa nella fase successiva. La start up attraversa infatti un momento altamente delicato, caratterizzato sia da costi non indifferenti sia da un margine delle vendite basso, fattori che congiuntamente favoriscono l'insorgere della necessità per le stesse imprese neocostituite di essere affiancate e dirette da professionisti o manager esperti (E. Gualandri, V. Venturelli, *Business Angel: investitori a valore aggiunto*, 2011).

Successivamente, quando la start up inizia ad espandersi grazie ad un elevato tasso di crescita del numero di clienti, e quindi delle vendite realizzate, l'impresa fa il suo ingresso all'interno della fase di *Early Growth*. Qui, il rischio di fallimento correlato all'attività svolta tende gradualmente a diminuire, comportando la possibilità per la start up di ricorrere, almeno parzialmente, ad un autofinanziamento connesso ai ricavi generati dalle vendite.

Successivamente la start up fa il suo ingresso all'interno della fase di *Sustained Growth*, caratterizzata da una stabilizzazione del livello delle vendite ed un contestuale aumento della possibilità di autofinanziamento.

Nel caso in cui non sopraggiungano crisi all'interno del nucleo imprenditoriale, la start up si avvierà verso la fase finale di *Exit*. All'interno di questo stadio, che individua l'uscita dell'organizzazione dalla categoria di start up, l'imprenditore o il team titolare della start up procederà alla restituzione del capitale fornitogli inizialmente dagli

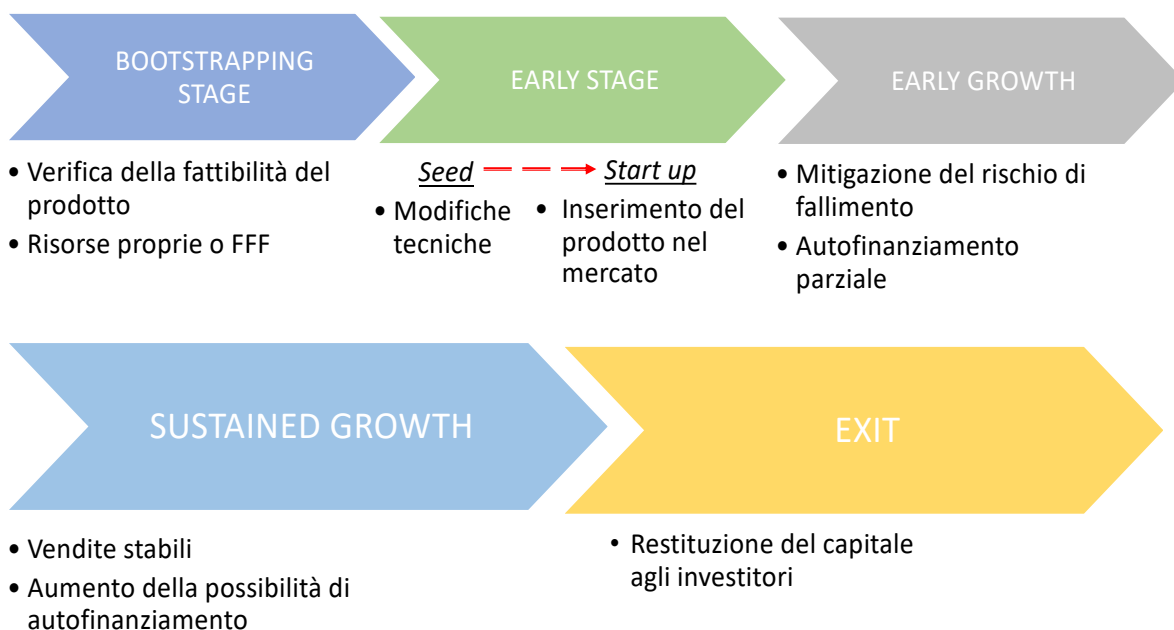


Grafico 1: Le fasi del ciclo vitale della start up, elaborazione autonoma.

investitori, processo che a sua volta può essere implementato mediante la scelta tra numerose alternative che verranno successivamente illustrate. Si potrebbe peraltro verificare internamente a questa fase una sostituzione della compagine imprenditoriale.

1.4.1 Ruolo e funzioni degli incubatori d'impresa

In coerenza con quanto proposto all'interno del paragrafo precedente, è opportuno andare ad elaborare una panoramica della figura dell'incubatore, soggetto cruciale a sostegno

della start up soprattutto nella fase di *Early Stage*. Sono infatti rari i casi in cui un imprenditore, attraverso le proprie competenze personali, riesce a portare autonomamente la propria idea innovativa all'interno del mercato (E. Gualandri, V. Venturelli, *Business Angel: investitori a valore aggiunto*, 2011). Quest'assunto risulta essere ancor più veritiero in quanto gran parte degli startupper, essendo particolarmente giovani, hanno un *background* carente da un punto di vista esperienziale e dunque, gran parte delle volte, non riescono a supportare singolarmente il processo di crescita della propria idea innovativa. A tal proposito, è necessario che gli stessi titolari dell'impresa neocostituita si affidino a figure fortemente competenti che possano, mediante il loro bagaglio culturale altamente specializzato, incrementare la probabilità di avanzamento della start up tra le differenti fasi compositive del processo evolutivo della stessa impresa.

Gli incubatori di imprese sono dunque strutture preposte ad incentivare e sostenere la nascita di nuove idee imprenditoriali, attraverso l'offerta di risorse fisiche, servizi logistici e assistenza manageriale, in modo tale da poter ulteriormente favorire l'accesso a canali privilegiati di finanziamento per le start up (C. Boschetti, A. Grandi, R. Grimaldi, *Risorse, competenze e incubatori di impresa*, 2015). Negli ultimi venti anni il ruolo degli incubatori è divenuto sempre più centrale all'interno del panorama economico nazionale, al punto di poter affermare la grande rilevanza che essi hanno nel favorire lo sviluppo tecnologico dei paesi, poiché velocizzano il processo di creazione di nuove imprese e ne limitano specularmente la probabilità di fallimento.

I servizi che le strutture incubatrici possono offrire alle imprese di nuova creazione sono diversi²:

- Accesso a risorse fisiche, in quanto favoriscono l'ingresso degli startupper ad infrastrutture, uffici e laboratori informatici.
- Accesso a risorse finanziarie, poiché rendono disponibili per i nuovi imprenditori fondi finanziari, attraverso risorse proprie o mediante il coinvolgimento di altri investitori esterni. Peraltro, gran parte di tali risorse vengono spesso impiegate nella fase *Seed* del processo evolutivo dell'impresa.
- Supporto amministrativo, in quanto, nonostante questa branca di attività non sia particolarmente complessa o tecnologicamente avanzata, si riesce a consentire agli

² Carlo Boschetti, Alessandro Grandi, Rosa Grimaldi, *Risorse, competenze e incubatori di impresa*, 2015 pp 336-338.

aspiranti imprenditori di gestire ed utilizzare in modo più efficiente le loro risorse temporali, favorendo la possibilità per gli stessi *founder* di dedicarsi prioritariamente agli elementi centrali della propria idea di business.

- Supporto strategico-gestionale, dal momento che gli incubatori possono supportare gli imprenditori nella stesura del proprio *business plan*, occupandosi anche di mansioni contabili, legali ed inerenti al reperimento di nuova forza lavoro. Gli incubatori possono peraltro offrire supporto gestionale attraverso il trasferimento delle loro competenze manageriali ai neoimprenditori.

- Accesso ai network, poiché favoriscono l'inserimento all'interno del nucleo imprenditoriale di soggetti esperti, necessari per lo sviluppo dell'idea di business. Frequentemente, infatti, gli startupper non dispongono di relazioni funzionali al progresso della propria idea, fattore che spesso risulta determinante per l'insuccesso del piano imprenditoriale. Gli incubatori, in tal senso, attraverso l'attività di *networking* possono favorire la nascita di alleanze strategiche tra imprese di nuova costituzione (che talvolta producono beni complementari), in modo da consentire un rapido trasferimento delle conoscenze e delle tecnologie, così da favorire una maggiore rapidità dei processi di apprendimento (C. Boschetti, A. Grandi, R. Grimaldi, Risorse, competenze e incubatori di impresa, 2015).

La remunerazione degli incubatori per le opportunità ed i servizi offerti può avvenire attraverso la ricezione di canoni prestabiliti, tariffe per consulenze di natura specifica, ma soprattutto attraverso il *capital gain*³ che essi conseguono successivamente alla cessione della propria quota di capitale acquisita *ex ante*, al momento della quotazione in borsa o della cessione dell'organizzazione ad imprese acquirenti.

Il programma di incubazione giungerà a termine nel momento in cui si ritiene che la start up sia in grado di procedere nel proprio percorso evolutivo in maniera autonoma.

Nel panorama italiano, la nascita dei primi incubatori è avvenuta negli anni Ottanta su iniziativa del settore pubblico, con il fine ultimo di promuovere lo sviluppo e l'imprenditorialità nelle aree economiche maggiormente svantaggiate della penisola (Banca D'Italia, Gli incubatori d'impresa in Italia, 2014). Nonostante l'intento primario sia stato quello di favorire il progresso all'interno delle zone più in difficoltà, il fenomeno

³ O anche "guadagno in conto capitale", individua il profitto generato dalla differenza tra il prezzo di acquisto di un titolo al tempo t ed il prezzo a cui lo si vende al tempo $t+1$.

che ha portato alla costituzione di imprese incubatrici nel territorio italiano è apparso nel tempo fortemente polarizzato: nel 2014 il 77.5% degli incubatori presenti in Italia era collocato nella zona centro settentrionale della penisola, mentre nel mezzogiorno si contavano solamente 13 dei complessivi 58 incubatori nazionali (Banca D'Italia, Gli incubatori d'impresa in Italia, 2014). Tutt'oggi, nonostante la situazione appaia meno critica rispetto a quella osservata negli anni precedenti, in virtù di un aumento del 21,9% di tali operatori all'interno della zona meridionale rispetto al 2017, la distribuzione delle imprese incubatrici appare comunque sbilanciata, poiché circa il 60% degli incubatori si localizza nel Nord Italia. Nel complesso, nonostante attualmente si sia registrato un aumento dei *player* operativi nel territorio pari al 15.2% rispetto al 2017, l'Italia sembra comunque situata in una posizione di svantaggio rispetto alle altre grandi potenze europee (Il sole 24 ore, Vale 391 milioni il business degli incubatori italiani, 2020).

1.5 Fonti finanziarie alternative correlate alle diverse necessità di ogni fase vitale

Nei paragrafi successivi si illustreranno le principali forme di finanziamento provenienti da investitori privati, correlate alle fasi del ciclo vitale della start up, poiché ognuna di queste comporta diverse esigenze sia a livello finanziario che di supporto al management. Nell'analisi si è scelto di tralasciare il finanziamento bancario, in quanto in gran parte dei casi per accedervi occorre che il debitore fornisca garanzie a supporto del prestito, discriminante che frequentemente disincentiva le imprese di nuova formazione ad optare per un finanziamento tramite banca. Ulteriormente, le start up, essendo per loro natura particolarmente innovative, presentano intrinsecamente una spiccata componente di rischio che ovviamente condiziona in modo sfavorevole la valutazione del merito creditizio effettuata dall'istituto bancario *ex ante* la cessione delle risorse.

Stadio di sviluppo aziendale	Tipologia di intervento	Livello di finanziamento	Tipologia di finanziatore
<i>Pre-Seed</i>	<i>Pre-Seed financing</i>	Molto basso	(3Fs) <i>Family/Friends/Fools</i>
<i>Seed</i>	<i>Seed financing</i>	Basso	<i>Business angels</i>
<i>Start-up</i>	<i>Start-up financing</i>	Medio	<i>Business angels/Venture capital</i>
<i>Early growth</i>	<i>Expansion financing</i>	Alto	<i>Venture capital</i>
<i>Sustained growth</i>	<i>Development capital, IPO</i>	Alto	<i>Venture capital/Buy Out</i>
<i>Maturity</i>	<i>Replacement/turnaround /buy out</i>	Alto	<i>Buy Out</i>

Tabella 1: Fonti finanziarie in relazione allo stadio vitale, E. Gualandri, V. Venturelli, Business Angel: investitori a valore aggiunto, 2011

In ultima istanza si vuole affrontare il tema dell'*Exit* start up, approfondendone le diverse modalità di implementazione.

1.5.1 Investitori informali: tratti caratteristici dei business angels

Tipicamente si sostiene che tali soggetti appartengano al segmento di mercato del cosiddetto venture capital “informale”, in quanto nascono con lo scopo di fornire ausilio, sia da un punto di vista tecnico manageriale che finanziario, durante le prime fasi del ciclo vitale di una start up. I *business angels* colmano quindi efficacemente un vuoto di offerta, rappresentato dalla mancanza di sostegno per le imprese neocostituite durante le prime fasi della loro creazione, poiché le altre figure che lavorano per garantire assistenza alle start up solitamente tendono a fornire supporto solo dopo, a partire dalla fase di *Start-up* vera e propria (E. Gualandri, V. Venturelli, Business Angel: investitori a valore aggiunto, 2011). In sostanza, i *business angels* sono quindi soggetti preposti a seguire le giovani imprese che abbiano forte potenziale di crescita nella loro fase di avviamento, apportando fondi all'interno dell'impresa neocostituita in cambio di una quota del capitale di rischio della stessa, in modo da poterne divenire azionisti a tutti gli effetti. Essi sono comunemente manager, professionisti o imprenditori che, mediante il loro bagaglio culturale ed esperienziale, contribuiscono alla crescita aziendale non soltanto da un punto di vista meramente finanziario. Durante le prime fasi del proprio ciclo vitale, infatti, le start up necessitano, più che di un elevato apporto di capitale all'interno del business, di figure che guidino le strategie di investimento e che favoriscano l'accesso a network relazionali adeguati. Non tutti i *business angels* sono però disposti o capaci di fornire assistenza al vertice manageriale di una start up: se è vero che gran parte di essi si dedica attivamente ad indirizzare la strategia operativa dell'impresa, altri invece prediligono rimanerne al di fuori, occupandosi principalmente delle necessità finanziarie della start up (C. Mason, T. Botelho, The role of the exit in the initial screening of investment opportunities: The case of business angel syndicate gatekeepers, 2016). Da qui nasce l'esigenza di classificare appropriatamente le varie tipologie di *business angels* sulla base delle differenze delle attività che essi svolgono per conto dell'azienda⁴.

⁴ Elisabetta Gualandri, Valeria Venturelli, Business Angel: investitori a valore aggiunto, 2011 p. 14

Si è soliti distinguere in primo luogo tra *business angels* finanziari ed industriali: i primi si occupano principalmente di investire risorse economiche all'interno dell'azienda, rimanendo fuori dall'ambito direttivo e dedicandosi solo alla supervisione e al controllo del business; i secondi, oltre ad apportare capitale all'interno del nucleo aziendale, partecipano attivamente all'attività gestionale, servendosi del loro know-how e delle loro competenze professionali per garantire un incremento della possibilità di successo dei progetti imprenditoriali.

Un'ulteriore differenziazione si fa tra *business angels* imprenditori (o professionisti), *business angels* occasionali e *virgin business angels*. Con riferimento ai primi, essi sono soggetti che si dedicano sistematicamente a ricercare progetti imprenditoriali che siano meritevoli di finanziamento. I secondi, invece, supportano le nuove imprese in via del tutto occasionale, cogliendo opportunità di investimento venute a galla attraverso conoscenze personali. Infine, i cosiddetti *virgin business angels*, sono tipicamente soggetti privi di competenze manageriali ed economiche che si dedicano alla ricerca di un progetto valido al fine di investire efficientemente le loro risorse finanziarie in eccesso.

1.5.2 Il venture capital

Nella prima metà degli anni Ottanta, con il termine "venture capital" si individuava la partecipazione al capitale di rischio, da parte di operatori specializzati, in imprese non quotate aventi un elevato potenziale di sviluppo in termini di prodotto, tecnologia o mercato di riferimento. Chiaramente, la partecipazione societaria veniva acquisita al fine di conseguire un elevato *capital gain* mediante la cessione futura delle quote stesse.

Le operazioni poste in essere dai fondi di venture capital si possono distinguere tendenzialmente in due differenti categorie: quella degli *early stage financing*, che rappresenta supporti finanziari erogati nei confronti delle start up nelle prime fasi del loro ciclo vitale, e quella degli *expansion financing*, usata tradizionalmente per indicare finanziamenti erogati nei confronti di imprese già sviluppate che necessitano di un'ulteriore iniezione di capitale per poter consolidare la propria crescita. Coerentemente con la definizione di private equity fornita dall'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venure Capital), mediante delibera del Consiglio Direttivo del 2004, la quale lo descrive come un'attività dedita ad investire all'interno di imprese non quotate con l'obiettivo di valorizzare l'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione

entro un periodo di medio lungo termine, è possibile statuire che l'attività di venture capital si concretizzi in una particolare attività di private equity, volta ad investire, e quindi supportare le start up durante le prime fasi del loro ciclo vitale.

A differenza dei *business angels*, i *venture capitalists* non si limitano ad impiegare solamente risorse personali. Dunque, al fine di esercitare la loro attività, si dedicano *ex ante* al reperimento di fondi finanziari, rivolgendosi prevalentemente a fondi istituzionali, come fondazioni bancarie, enti previdenziali, assicurazioni e banche.

L'attività di tali soggetti non si ferma ad un mero ausilio di carattere finanziario: da un punto di vista di *governance*, essi hanno un ruolo fortemente attivo nella strutturazione dei meccanismi di remunerazione del management e nella periodica supervisione che esercitano sull'evoluzione dell'impresa (Antonio Davila, George Foster, Mahendra Gupta, *Venture-Capital Financing and the Growth of Startup Firms*, 2000). Può infatti accadere che, successivamente alla scelta del personale della start up, i *venture capitalists* coinvolti nell'operazione distribuiscano parte delle quote di capitale acquisite precedentemente ad un ristretto numero di impiegati, riducendo così la possibilità che si verifichino atti di azzardo morale per promuovere una crescita dinamica della società, assumendo al contempo un eccessivo rischio operativo (Michael C. Jensen, William H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*, 1976). I *venture capitalists* si dedicano anche a mettere in contatto l'impresa con partner altamente specializzati che favoriscono l'accesso della start up a risorse esterne di rilevante importanza, in modo da ridurre così la dipendenza dell'organizzazione dalle risorse stesse. Il network relazionale nel quale le start up vengono inserite dai fondi di venture capital può garantire a queste ultime anche una stretta vicinanza con possibili partner di mercato, come altre start up o aziende stabili e mature, favorendo non solo un abbattimento dei costi di ricerca, ma anche un parziale vantaggio in termini di una diminuzione dei costi di transazione. I fondi di venture capital ricoprono quindi un ruolo di primaria importanza nella crescita delle start up, consentendo a queste ultime di crescere sia da un punto di vista strettamente economico, sia nel complesso in un'ottica strutturale. Ne consegue che una forte densità di tali soggetti all'interno di un sistema economico comporta un'elevata dinamicità in termini di progresso, e dunque una maggiore probabilità di sopravvivenza per le start up.

1.5.3 Exit strategies

Dopo aver superato con successo la fase di crescita sostenibile, la start up si addentra nella fase finale del proprio ciclo vitale, che determina l'uscita dell'organizzazione dalla fase di start up vera e propria. Nella fase di *Exit*, il *founder* si appresta a restituire ai propri investitori il capitale utilizzato durante le fasi precedenti, remunerandoli adeguatamente per l'impegno finanziario assunto. Al fine di portare a termine questo processo è possibile implementare una delle seguenti alternative, scelta di comune accordo tra le due parti, ovvero investitori ed ideatore del *business model*. Le operazioni più frequentemente attuate per implementare una fase di *Exit* sono⁵:

- IPO (*Initial Public Offering*): mediante l'IPO la start up viene quotata in borsa. Chiaramente, gli investitori saranno titolari di un pacchetto azionario più o meno rilevante a seconda dell'ammontare investito precedentemente. Essi, mediante un'operazione di vendita, potranno dunque liquidare istantaneamente l'investimento. Gli stessi contribuenti potrebbero optare per una strategia alternativa, la quale prevede il trattenimento delle azioni acquisite in sede di quotazione per provvedere in futuro alla loro liquidazione, con l'auspicio di poter generare da questa vendita un *capital gain* maggiore rispetto a quello che si sarebbe potuto ottenere dalla cessione istantanea delle azioni.

- *Buyback*: si verifica nel momento in cui l'imprenditore procede al riacquisto delle quote detenute dagli investitori coinvolti nel finanziamento dell'attività. Tale alternativa viene implementata dal titolare dell'impresa nel momento in cui valuta che l'acquisto delle quote sia temporaneamente conveniente da un punto di vista finanziario, aspettandosi quindi di poter conseguire dall'organizzazione un profitto maggiore con il trascorrere del tempo. La strategia di *buyback* viene attuata anche nella fattispecie in cui l'imprenditore vuole liberare la propria organizzazione dall'influenza gestionale degli investitori, ritenendo di detenere tutte le competenze necessarie per proseguire l'attività in maniera del tutto autonoma.

- *Acquisizione*: avviene nel momento in cui un'azienda matura compra l'intera quota della start up. In tal senso, la start up verrà o inglobata all'interno della società acquirente, o ancora verrà gestita in maniera assistente dalla società stessa. Quest'ultima,

⁵ Douglas J. Cumming, Jeffrey G. MacIntosh, *Venture Capital Exits in Canada and the United States*, 2003, pp. 60-62

in particolare, potrà dar luogo ad un cambio radicale della compagine imprenditoriale, o ancora potrà decidere di mantenere alla guida dell'impresa l'originario team della start up. Vi sono svariate motivazioni che possono condurre un'impresa matura a procedere all'acquisto di una start up di successo, prima tra tutte la volontà di acquisire *assets* tangibili e non dell'organizzazione ad alta intensità tecnologica. Alternativamente, l'acquisto della start up può essere effettuato in chiave prettamente strategica quando l'azienda acquirente opera all'interno dello stesso mercato di riferimento, o più frequentemente è attiva in un segmento di mercato complementare a quello della start up (Douglas J. Cumming, Jeffrey G. MacIntosh, *Venture Capital Exits in Canada and the United States*, 2003). L'impresa matura, infatti, può decidere di impossessarsi dell'intero capitale di rischio della start up al fine di evitare di dover competere in futuro con un concorrente potenzialmente minaccioso, o ancora con lo scopo di escludere *ex ante* la possibilità di dover sottostare al forte potere contrattuale che l'impresa acquisita avrebbe potuto esercitare in mancanza dell'operazione di acquisto (qualora la start up si sia insediata all'interno di un mercato a monte della catena produttiva rispetto a quello nel quale opera l'impresa matura).

1.5.4 Una fonte di finanziamento alternativa: l'equity crowdfunding

Il termine *crowdfunding* sta ad indicare un processo mediante il quale più persone (“*crowd*”, letteralmente “folla”) conferiscono somme di denaro (“*founding*”), anche in un ammontare di modesta entità, al fine di finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere, ricevendo talvolta in cambio una ricompensa che, a sua volta, può essere di diversa natura (CONSOB, *Equity crowdfunding: cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una start up innovativa tramite portali online*, nd). A tal proposito, si parla di *equity crowdfunding* quando, mediante l'investimento effettuato, si riceve in cambio una partecipazione all'interno del capitale di rischio della società finanziata, più o meno corposa a seconda dell'ammontare ceduto. Tale forma di finanziamento può essere particolarmente utile per le società di nuova costituzione, poiché consente di ottenere fondi da una pluralità di persone in maniera istantanea: ciò che ha fortemente spinto ad un maggiore utilizzo di questo canale di reperimento di risorse è stata principalmente la facilità con cui qualunque tipo di investitore potesse cedere somme di capitale, anche molto modeste, in maniera agevole, mediante l'utilizzo

di apposite piattaforme *on line* (portali di equity crowdfunding). Nella grande maggioranza dei paesi europei, nei quali è possibile reperire risorse mediante portali di *equity crowdfunding*, non è stata prevista un'apposita disciplina per regolare il fenomeno in questione, in quanto si è spesso scelto di optare per l'adozione della normativa generale esistente in materia di appello al pubblico risparmio. L'Italia, contrariamente alle altre nazioni occidentali, è stato il primo paese in ambito europeo a dedicarsi alla stesura ed alla successiva adozione ed implementazione di una normativa specifica ed organica relativa al solo *equity crowdfunding*, contenuta all'interno del "Decreto crescita bis" ed il Regolamento CONSOB. Questo, al fine di favorire la crescita delle imprese di nuova costituzione ed anche lo sviluppo delle piccole e medie imprese, che a loro volta compongono gran parte del tessuto produttivo nazionale. Successivamente alla crisi del 2008, infatti, tali soggetti hanno dovuto affrontare una crescente difficoltà in termini di barriere all'entrata per accedere ad ogni tipologia di finanziamento bancario. A tal proposito, nel complessivo disegno del legislatore, *l'equity crowdfunding* è stato visto come uno strumento volto a favorire uno sviluppo dinamico delle start up innovative, attraverso regole e modalità di finanziamento in grado di sfruttare le grandi potenzialità di internet (CONSOB, Equity crowdfunding: cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una start up innovativa tramite portali online, nd).

Al fine di acquisire le dovute informazioni, necessarie per valutare i vari strumenti finanziari emessi da start up innovative, gli investitori possono consultare appositi portali *on line* nei quali sono contenute schede detentrici aspetti informativi rilevanti. Tali piattaforme sono a loro volta vigilate dalla CONSOB, in modo da favorire una complessiva diminuzione dell'asimmetria informativa⁶. Chiaramente, effettuare un investimento mediante l'utilizzo di piattaforme di *equity crowdfunding*, nonostante queste siano ampiamente vigilate, comporta l'assunzione di una serie di rischi per l'investitore: in primo luogo non si hanno informazioni di carattere prettamente economico per poter effettuare una valutazione razionale della società che si intende finanziare, dal momento che solitamente le imprese che accedono a tali piattaforme per reperire fondi sono spesso state costituite da molto poco tempo. Ulteriormente, l'attività

⁶ Con il termine "asimmetria informativa" si è soliti indicare un gap in termini di conoscenze ed informazioni rilevanti tra coloro che dirigono attivamente un'organizzazione ed i soggetti investitori.

economica svolta da tali soggetti gran parte delle volte detiene un'elevata componente tecnologica, che contribuisce a rendere l'investimento nel capitale di rischio ancor più incerto in termini di ritorno economico. In secondo luogo, il profitto derivante dall'investimento viene parzialmente limitato dalla normativa dettata dal “Decreto crescita bis”, la quale stabilisce che, fin tanto che la società emittente possiede i requisiti di start up innovativa (preservabili per un massimo di 4 anni dalla data di iscrizione nella sezione speciale del Registro delle imprese), non ha il permesso di optare per una distribuzione degli utili in favore dei propri investitori. Inoltre, i soggetti finanziatori fronteggiano il cosiddetto “rischio di liquidità”⁷, poiché gli strumenti acquistati all'interno delle piattaforme autorizzate di *equity crowdfunding* non sono né negoziati, né negoziabili in mercati organizzati fin tanto che la società nella quale è stato effettuato l'investimento rientra nella categoria di start up innovativa (art. 25 Decreto crescita bis).

⁷ Per “rischio di liquidità” si intende la difficoltà di trasformare prontamente in moneta un determinato strumento finanziario, senza dover perdere necessariamente una parte dell'investimento effettuato *ex ante*.

CAPITOLO 2

I DRIVER DI SUCCESSO PER LE START UP

Quando si parla di driver di successo per le start up, o alternativamente di fattori critici, si intende inquadrare tutte quelle circostanze che possono condizionare in maniera significativa la probabilità di permanenza nel mercato di una determinata impresa. In particolare, l'analisi di tali fattori risulta essere centrale in tema di start up in quanto gran parte di esse, durante le prime fasi del ciclo vitale, tende ad estinguersi prematuramente in virtù di una crescente difficoltà nel gestire efficientemente dinamiche organizzative e competitive.

Secondo Startup Genome⁸, infatti, il tasso di mortalità delle start up assume valori molto elevati, essendo poche le imprese di nuova costituzione che riescono ad evitare il fallimento nei primi anni del loro percorso vitale.

La letteratura internazionale fornisce rilevanti spunti in materia di fattori critici di successo per le start up innovative, ma data la complessità del tema, e soprattutto le diversità in termini di contesto economico e politico caratteristiche di ciascuna ricerca, risulterebbe inopportuno generalizzare ogni singolo aspetto contingente per l'intero panorama mondiale delle start up. I *driver* di successo di tali organizzazioni, infatti, potrebbero differire da nazione a nazione, a causa dell'esistenza di discrepanze riguardanti fattori macroeconomici, come ad esempio il tasso di crescita economica, fattori politici, come la tassazione o gli incentivi statali messi a disposizione per le imprese, nonché fattori puramente imprenditoriali (Amarjit Gill, Nahum Biger, Barriers to small business growth in Canada, 2012).

Si è quindi deciso di analizzare quegli elementi rilevanti che influenzano il percorso vitale delle start up, e dunque la loro profittabilità, più frequentemente citati e ritenuti maggiormente influenti nel determinare l'esito di riuscita o di fallimento del *business model* di tali imprese. Durante l'analisi di questi fattori critici si cercherà, per quanto possibile, di fornire delle evidenze empiriche riguardanti il contesto estero, trattando l'ambiente delle start up italiane nel capitolo successivo.

È chiaramente desumibile come quindi non basti solamente allinearsi alle caratteristiche basilari che una start up deve possedere al fine di poter iniziare il proprio percorso di

⁸ Azienda fondata da JF Gauthier e da Marc Penzel, è un'organizzazione leader nel settore della consulenza strategica, volta ad accelerare la crescita ed il successo delle start up ad alto contenuto innovativo.

crescita, come un *business model* di successo, che sia scalabile e ripetibile ed avente intrinsecamente una spiccata componente innovativa, bensì occorre tener conto e gestire in chiave strategica alcune dinamiche che possono presentarsi, in linea generale, all'interno di ogni start up, indipendentemente sia dal sistema economico e culturale di appartenenza sia dalle caratteristiche del mercato di riferimento.

2.1 Risorse finanziarie

Il finanziamento esterno per le start up rappresenta uno dei fattori cruciali, in quanto garantisce all'impresa la capacità di sviluppare il proprio *business model* non solo durante le prime fasi del suo ciclo vitale ma anche successivamente, quando i profitti derivanti dall'attività imprenditoriale risultano comunque insufficienti per provvedere ad un autofinanziamento dell'organizzazione stessa. Finanziare la propria start up si dimostra però una delle sfide più difficoltose per gli imprenditori, poiché molti investitori esterni sono restii ad apportare risorse all'interno di attività fortemente rischiose che non garantiscono loro un ritorno certo e sostenibile. Tale criticità, riconducibile alla difficoltà di reperire fondi, si è ancor più acuita in seguito alla crisi del 2008, la quale ha determinato l'insorgere di un crescente ostacolo per gli imprenditori nell'ottenere finanziamenti tramite il canale bancario. A tal proposito, le banche hanno adottato parametri di selezione nei confronti dei soggetti in deficit sempre più stringenti, escludendo a priori la possibilità di concedere risorse a startupper con un'idea di business particolarmente innovativa, che, in quanto tale, detiene una componente di rischio intrinseca molto rilevante, poiché risulta difficile, quasi impossibile, prevedere se la stessa idea di business possa essere profittevole o meno (Tobias Stucki, Success of start-up firms: the role of financial constraints, 2014). Inoltre, il fenomeno del *credit crunch* bancario nei confronti delle start up è andato via via aumentando in virtù di una crescente necessità per le istituzioni bancarie di "proteggere" il prestito concesso mediante garanzie reali, spesso non detenute dai neoimprenditori.

Non a caso, le imprese con *assets* fisici, che in quanto tali sono anche facilmente liquidabili, hanno una maggiore capacità di attrarre e quindi utilizzare risorse esterne per lo sviluppo della propria attività, contrariamente invece a gran parte delle start up, che, detenendo per lo più *assets* intangibili come proprietà intellettuali, il cui valore è difficilmente stimabile *ex ante* la vendita, o capitale umano altamente specializzato,

hanno una minore probabilità di accedere al credito (Paroma Sanyal, Catherine L. Mann, *The financial structure of startup firms: The role of assets, information, and entrepreneur characteristics*, 2010).

Soffermandosi maggiormente sulle dinamiche bancarie, che hanno una forte influenza sul tasso di permanenza nel mercato delle start up, è possibile affermare che, essendo spesso gli startupper imprenditori alle prime armi, qualora riuscissero ad accedere ad un finanziamento di carattere bancario (principale alternativa ai fondi di venture capital) il costo del capitale applicato al contratto di credito sarebbe sicuramente molto elevato, dal momento che le stesse istituzioni bancarie deterrebbero poche informazioni storiche da analizzare durante il processo di *screening*⁹, valido a stimare il merito creditizio del prestatore di fondi. L'elevato tasso di interesse volto a remunerare il credito ottenuto rappresenterebbe per le start up un ulteriore ostacolo nella realizzazione di un *business model* scalabile, che consentirebbe alla stessa impresa neocostituita di potersi sostenere autonomamente da un punto di vista economico nel medio lungo termine.

La crescente avversione al rischio delle banche ha inoltre determinato un incremento drastico della competizione tra le start up innovative per accedere ai finanziamenti erogati da fondi di venture capital, causando un aumento generale della selezione all'ingresso effettuata dagli stessi *venture capitalists*. Chiaramente, la dipendenza delle start up in termini di reperimento di risorse finanziarie nei confronti di tali soggetti ha condotto ad una crescita asimmetrica degli ecosistemi di start up a livello internazionale: le aree geografiche dove l'attività di venture capital era maggiormente diffusa e ricca di investitori hanno potuto sostenere una crescita dinamica delle proprie imprese innovative, eliminando o riducendo notevolmente la competizione estera in tema di start up. Peraltro, lo sviluppo dei fondi di venture capital appare strettamente correlato alle politiche governative in tema di tassazione, che, se eccessivamente stringenti, comportano lo sviluppo di una repulsione da parte degli investitori nel partecipare al capitale di rischio di società di nuova costituzione (James Okrah, Alexander Nepp, Ebenezer Agbozo, *Exploring the factors of startup success and growth*, 2018). A tal proposito, in ambito italiano è opportuno ricordare la detrazione del 30% sull'imponibile IRES ed IRPEF di cui godono rispettivamente persone giuridiche e fisiche, volta ad incentivare un maggior

⁹ Mediante l'attività di screening le banche provvedono a raccogliere una serie di dati storici per valutare, ex ante la cessione del prestito, il merito creditizio del possibile debitore.

intervento economico da parte di investitori esterni nelle start up innovative. Le politiche statali possono infatti essere promotrici o elementi ostacolanti nelle opportunità di finanziamento o di investimento, incidendo quindi sulla salute, sulla produttività e sulla capacità di evoluzione delle imprese appartenenti al tessuto economico nazionale.

È possibile osservare una stretta correlazione esistente tra sviluppo nazionale dell'ecosistema delle start up e rilevanza, in termini di fondi apportati, delle società di venture capital. Chiaramente, all'aumentare della significatività degli investimenti

effettuati dai *venture capitalists* all'interno del perimetro nazionale, aumenta specularmente anche la dimensione, e quindi la produzione delle imprese neocostituite. La classifica elaborata da Startup Genome riporta gli ecosistemi di start up maggiormente dominanti all'interno del panorama mondiale, includendo al suo interno anche i principali poli innovativi europei per i quali risulta interessante analizzarne l'evoluzione correlata all'entità di investimenti apportati dalle società di venture capital presenti all'interno del relativo perimetro territoriale. Il Report 2020 considera al suo interno svariati fattori nella stima degli ecosistemi più dinamici in termini di sviluppo, al fine di fornire una valutazione comparata e globale di quali siano quelli che meglio si adattano alle dinamiche che investono il panorama delle start up, incrementandone conseguentemente la probabilità di successo. Prendendo come elementi d'analisi i principali ecosistemi di start up europei riportati all'interno del report di Startup Genome, comparabili reciprocamente in quanto appartenenti allo stesso sistema di riferimento politico ed economico UE, è possibile notare come i dati relativi agli investimenti in start up effettuati da società di venture capital a livello

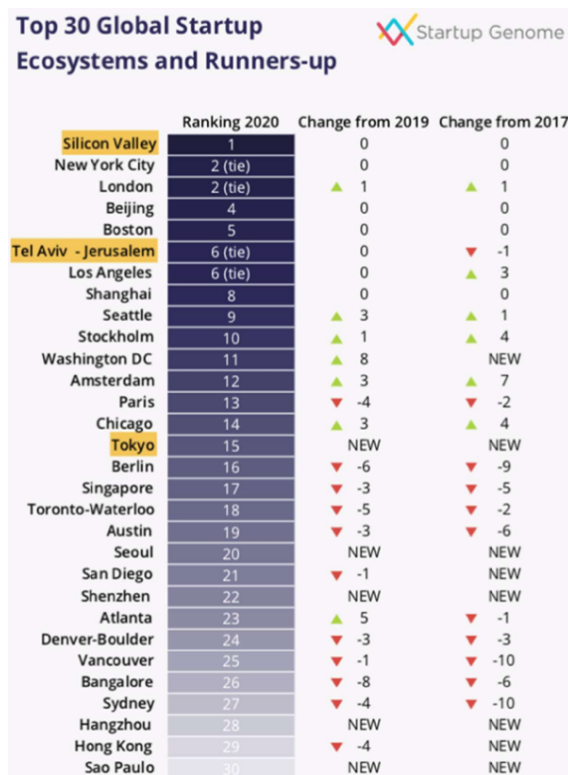


Grafico 1: I 30 migliori ecosistemi di start up a livello globale, Startup Genome, Report 2020

Paese / Anno	2017	2018	2019	Media
Svezia	0,052	0,093	0,076	0,074
Paesi Bassi	0,069	0,046	0,094	0,069
Francia	0,055	0,063	0,085	0,067
Germania	0,040	0,045	0,055	0,046

Tabella 1: Livello complessivo di investimenti in venture capital in %PIL nazionale, OECD *Statistics*, dati dal 2017 al 2019

nazionale, ponderati per la relativa produzione interna, riflettano la scala in termini di importanza riportata nel grafico di Startup Genome.

Le risorse finanziarie rappresentano ulteriormente un fattore contingente di successo per le start up innovative in quanto, data l'elevata componente tecnologica caratteristica della loro attività, tali imprese necessitano di investimenti iniziali particolarmente corposi per poter avviare il loro modello di business (Sandra Fielden, Marilyn Davidson, *Barriers encountered during micro and small business start-up in North-West England*, 2000). Da tale assunto, che sottolinea una forte correlazione esistente tra la necessità di finanziamento ed il grado di innovatività del *business model* della start up, deriva una spiccata propensione per i *founder* del panorama economico odierno ad evitare, *ex ante* la ricerca del capitale necessario per avviare l'attività, di sviluppare, anche solo concettualmente, un'idea di prodotto revisionabile successivamente durante la fase di *Early Stage*, data la crescente difficoltà che essi fronteggiano nell'acquisizione di finanziamenti.

L'elevato grado innovativo, se da una parte rappresenta un elemento scoraggiante per gli startupper con un'idea di business potenzialmente vincente in quanto sinonimo di investimenti iniziali sostanziosi, dall'altro lato rappresenta invece un elemento attrattivo per gli investitori esterni alla ricerca di ritorni economici a tal punto cospicui da giustificare l'elevato grado di rischio dell'investimento. Il potenziale *cash flow* generato dall'impiego di fonti finanziarie all'interno del capitale di rischio delle start up, è infatti positivamente correlato al grado di innovatività del *business model*, in quanto all'aumentare di questo, aumenta specularmente anche la probabilità che l'impresa neocostituita irrompa all'interno del proprio mercato di riferimento, soppiantando paradigmi produttivi esistenti in maniera rapida ed efficiente e conseguendo quindi profitti elevati in un lasso di tempo relativamente ristretto (Nancy Bocken, *Sustainable venture capital, catalyst for sustainable start-up success?*, 2015).

L'aumento della dipendenza degli startupper dalle fonti di finanziamento esterne, eccetto quelle derivanti dal canale bancario, ha ulteriormente incrementato la rilevanza dei fondi di venture capital in tema di reperimento di risorse: gran parte delle start up affronta prematuramente minacce di fallimento poiché risulta difficile trovare potenziali investitori al di fuori dei *venture capitalists* interessati a finanziare la loro attività. Questo accade in virtù del fatto che l'asimmetria informativa intercorrente tra ideatori del *business model* e potenziali investitori è molto elevata in mancanza di un intervento di fondi di venture capital. In tal senso, i *venture capitalists* contribuiscono alla diffusione di informazioni valide a garantire alla start up in questione un facile accesso a canali di finanziamento alternativi, volti ad agevolare il percorso di crescita della stessa impresa nonché a favorire un incremento della sua probabilità di permanenza all'interno del proprio mercato di riferimento (Joel A.C. Baum, Brian S. Silverman, Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups, 2004).

Il capitale apportato in sede di costituzione all'interno dell'organizzazione figura di grande importanza anche in virtù del fatto che il quantitativo di risorse a disposizione della start up in fase iniziale può essere una rappresentazione grezza della sua capacità di retribuire il personale coinvolto nella realizzazione del progetto, in quanto accade frequentemente che, per mancanza di liquidità, le start up ricorrano al cosiddetto “*work for equity*”, che prevede una remunerazione delle risorse effettuata mediante la cessione di quote in sede di aumento di capitale. L'investimento iniziale può quindi anche essere un valido indicatore dell'abilità della start up di attrarre forza lavoro altamente qualificata nel medio lungo termine (Moshe Sharir, Miri Lerner, Gauging the success of social ventures initiated by individual social entrepreneurs, 2006).

L'elevata necessità di operare con collaboratori esperti è rintracciabile nella componente innovativa che deve caratterizzare il *business model* della start up, che a sua volta comporta una crescente difficoltà in termini di gestione ed implementazione dello stesso modello di business in capo ai titolari nonché al team operativo dell'impresa, che deve quindi essere composto indubbiamente da soggetti muniti di un bagaglio di competenze molto ampio. Da qui deriva un grande bisogno per le start up di dotarsi di risorse finanziarie addirittura durante la fase *Seed*, tali da poter consentire alla stessa

organizzazione di poter procedere con successo lungo gli stadi seguenti del proprio ciclo vitale mediante l'impiego di dipendenti altamente qualificati.

Un ulteriore problema che ha comportato un incremento della difficoltà per le start up in termini di reperimento delle risorse finanziarie, adeguate per l'implementazione del proprio piano operativo, si concretizza nel fatto che la grande maggioranza dei fondi di venture capital adotta una politica d'investimento focalizzata, vale a dire incentrata nell'analisi di solamente alcuni settori industriali stabiliti *ex ante* in fase di costituzione del fondo (Nancy Bocken, Sustainable venture capital, catalyst for sustainable start-up success?, 2015). Ne deriva che svariate idee imprenditoriali di grande potenziale sono spesso trascurate in virtù di una mancata diversificazione strategica dei fondi di venture capital all'interno di un perimetro territoriale, elemento che comporta una frequente estinzione di start up meritevoli nelle prime fasi del loro ciclo vitale se non affini, in termini di caratteristiche del business, alle politiche di investimento dei fondi circostanti. L'evidenza empirica più evidente, che conferma questa correlazione esistente tra settori di investimento prediletti dalle società di venture capital e settori industriali maggiormente sviluppati nel panorama economico reale, è rappresentata dal caso della Silicon Valley. Quest'ultima, infatti, risulta essere la dimora dei più grandi colossi della tecnologia moderna, come Apple, Google, HP ed Intel, ospitando al contempo grandi fondi di venture capital, quali TDK Ventures, HGGC, Tau Ventures, Fenox Venture Capital, nonché tutte società accomunate da una strategia di investimento mirata a garantire risorse economiche ad imprese di nuova costituzione, che operino in business caratterizzati da un grado di innovatività particolarmente elevato nella branca dell'elettronica. Non a caso, sin dal 1990, le imprese localizzate all'interno della Silicon Valley provvedevano ad esportare più di 11 miliardi di dollari di prodotti elettronici al di fuori dei confini nazionali, ovvero quasi un terzo del totale nazionale (AnnaLee Saxenian, Inside-Out: Regional Networks and Industrial Adaptation in Silicon Valley and Route 128, 1996), a conferma di quanto siano incidenti sull'economia reale le politiche di investimento dei fondi atti a finanziare le start up.

Dunque, in linea generale, è possibile statuire che, nel momento in cui un'organizzazione può far affidamento su una quantità maggiore di risorse finanziarie per sviluppare il suo modello di business, la probabilità che essa emerga all'interno del proprio contesto di riferimento incrementa sensibilmente (Marika R. Miettinen, Hannu Littunen, Factors

Contributing to the Success of Start-Up Firms Using Two-Point or Multiple-Point Scale Models, 2013).

L'ammontare di capitale di cui l'impresa necessita per portare avanti la propria attività, senza dover affrontare minacce rilevanti che potrebbero comprometterne la permanenza nel mercato, è peraltro sensibilmente variabile a seconda del contesto di riferimento della start up (Donald A. Duchesneau, William Gartner, A Profile of New Venture Success and Failure in an Emerging Industry, 1990). A tal proposito, è possibile affermare che le risorse necessitate da una start up sono maggiori nel caso in cui il suo ambiente di riferimento sia maturo e dominato da poche imprese di grandi dimensioni, poiché la stessa impresa neocostituita dovrà fronteggiare una concorrenza elevata a partire dall'inizio della propria operatività nel settore. Viceversa, le start up che si insediano in ambienti nuovi, con un elevato potenziale di sviluppo e che sono inoltre presidiate da imprese di modeste dimensioni, aventi una scarsa fama tra il pubblico di clienti target, necessitano di un quantitativo di risorse molto più contenuto rispetto alle precedenti.

2.2 Imprenditorialità e background del titolare e del proprio team

Come parzialmente menzionato in precedenza, il capitale umano a disposizione della start up costituisce un ulteriore fattore cruciale in quanto può condizionarne le sorti in termini di successo o fallimento. Infatti, detenere un *background* di spessore non è solo una caratteristica che facilita il progresso nel percorso vitale dell'organizzazione, bensì, spesso, le competenze dell'organo direttivo della start up sono elementi necessari per dar vita strutturalmente al *business model* ideato in fase di *Bootstrapping*.

Detenere un bagaglio di competenze ampio garantisce inoltre all'impresa neocostituita di poter accedere a fonti di finanziamento esterne in maniera più agevole, in quanto i potenziali finanziatori tenderanno a riporre maggiore credibilità in soggetti qualificati che, in quanto tali, deterranno una più elevata capacità nell'effettuare investimenti produttivi, o comunque nell'impiegare le fonti acquisite in maniera prudente, senza logorare la propria capacità creditizia (Yuji Honjo, Masatoshi Kato, Hiroyuki Okamuro, R&D investment of start-up firms: does founders' human capital matter?, 2014).

Altro aspetto che contraddistingue il capitale umano dell'impresa è sicuramente l'età dell'imprenditore titolare della start up. In tal senso, esiste una correlazione che lega la probabilità di successo dell'impresa neocostituita con l'età dello startupper (Marika R.

Miettinen, Hannu Littunen, Factors Contributing to the Success of Start-Up Firms Using Two-Point or Multiple-Point Scale Models, 2013): l'anzianità dell'imprenditore implica una serie di condizioni che influenzano fortemente il percorso vitale della start up. È maggiormente frequente, infatti, che un *founder* di età relativamente giovane sia intraprendente, determinato e tenace. Dall'altra parte deterrebbe un'esperienza gestionale limitata, associata, se non in casi particolarmente eccezionali, ad una scarsa disponibilità di capitale da investire all'interno della propria attività. Contrariamente, un imprenditore in età avanzata, se da una parte possiede un bagaglio di competenze ed esperienze maggiormente significative congiunto spesso ad una maggiore disponibilità economica, dall'altra potrebbe avere delle mancanze in termini spirito d'iniziativa ed energie necessarie per poter portare avanti la propria idea di business. Di conseguenza, è possibile dedurre che il *trade off* ottimale che dovrebbe caratterizzare la figura dello startupper sia rappresentato dalla fascia d'età media, che garantisce al titolare dell'impresa neocostituita quell'equilibrio di mezzo nelle caratteristiche sopra menzionate, valido ad apportare all'interno dell'organizzazione tutte quelle qualità indispensabili per consentirle di evitare di uscire dal mercato in maniera del tutto prematura. Secondo uno studio condotto da Kathryn Watson, Sandra Hogarth-Scott e Nicholas Wilson su una relativamente vasta popolazione di start up inglesi, vi è infatti un'evidenza empirica che illustra il fatto che, start up fondate e gestite da uomini appartenenti ad una fascia d'età media, che abbiano anche avuto un'esperienza pregressa in ambito manageriale, hanno una maggiore probabilità di permanere all'interno del mercato¹⁰.

È chiaro, dunque, che la figura dello "startupper vincente" deve inglobare una lunga serie di caratteristiche qualitative ed integrarle l'un l'altra in maniera sinergica: solamente mediante la combinazione armonizzata di tutte queste componenti l'individuo titolare della start up apporterà all'interno della stessa organizzazione un vantaggio competitivo sostanziale. A tal proposito, Sandra L. Fielden, Perer J. Makin e Marilyn J. Davidson, al fine di trasmettere quanto siano importanti le qualità dello startupper, non tanto nella loro singolarità quanto nel loro insieme, definiscono quattro tipologie di imprenditori che deterrebbero un elevato potenziale di successo se solo possedessero aspetti caratteriali complementari a quelli già detenuti. La prima categoria di *founder* è denominata

¹⁰ Kathryn Watson, Sandra Hogarth-Scott, Nicholas Wilson, Small Business Start-Ups: Success Factors and Support Implications, International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research, 1998.

“*personal achiever*”, in quanto la motivazione trainante di tale tipologia di individui è la necessità di raggiungimento di un determinato obiettivo. I *personal achievers* sono però soggetti che, alle volte non detenendo competenze sufficienti, altre volte promuovendo uno sviluppo della propria organizzazione eccessivamente frettoloso, finiscono dovendo terminare prematuramente la loro attività, non avendo garantito a quest’ultima una gestione prudente ed allo stesso tempo efficiente. La seconda tipologia di insieme di startupper viene chiamata “*empathic salesperson*”, poiché tali imprenditori detengono la convinzione che una vendita dinamica dei propri prodotti sia l’unico elemento determinante del successo, o in sua mancanza del fallimento della start up. Essi spesso però trascurano gli altri aspetti della gestione aziendale e risultano peraltro incapaci di far fronte alla crescita ed allo sviluppo organizzativo. La terza classe è rappresentata dai cosiddetti “*expert idea generator*”, i quali detengono grandi capacità nell’individuare nicchie o nuove strategie di mercato, ma tendono dall’altra parte a non dar fiducia alle proprie idee, in virtù di un loro soffocamento da parte di persone o circostanze esterne al nucleo organizzativo. Infine, vi sono i “*real manager*”, ovvero individui che detengono competenze tali da poter avere una visione complessiva razionale del proprio business nonché dei relativi bisogni ad esso associati, ma, in virtù della loro natura di matrice puramente manageriale, tendono a gestire in modo troppo rigido e schematico le dinamiche quotidiane, offuscando contestualmente il potenziale di crescita della start up¹¹.

Da tale analisi deriva una forte necessità per lo startupper di munirsi di competenze complementari, che possano essere quindi combinabili reciprocamente in modo tale che il valore complessivo, in termini di vantaggio competitivo, apportato dall’unione di tali qualità sia maggiore rispetto al valore unitario di ciascuna di esse.

La ricchezza del *background* accademico dello startupper, nonché della sua esperienza pregressa in ambito imprenditoriale, appare ancor più rilevante se si considera il fatto che le imprese di nuova costituzione, molto frequentemente, affrontano grandi concorrenti con una maggiore maturità in termini di conoscenza del settore, fornitori aventi un forte potere contrattuale, consumatori scettici sul carattere di innovatività che investe il prodotto commercializzato ed, ulteriormente, ambienti poveri in termini di risorse. Tali

¹¹ Sandra L Fielden, Peter J. Makin, Marilyn J. Davidson, Barriers encountered during micro and small business start-up in North-West England, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 2000.

criticità incidono pesantemente sulla probabilità di fallimento delle start up e dunque meritano di essere gestite in maniera efficiente, mediante una strategia studiata ed implementata dal vertice dirigenziale (Allen C. Amason, Rodney C. Shrader, George H. Tompson, *Newness and novelty: Relating top management team composition to new venture performance*, 2006). Chiaramente, in mancanza di un'adeguata preparazione, contenere una molteplicità di fattori la cui variabilità d'azione ed incidenza sul nucleo imprenditoriale appare molto elevata, risulterebbe difficile per lo startupper, dal momento che tali criticità esterne tendono a propagarsi in maniera fulminea a scapito della start up, comportando spesso un'uscita dal mercato altrettanto rapida della stessa. In tal senso, appare necessario che il top management dell'impresa si focalizzi sullo studio di una strategia d'entrata che miri ad una differenziazione spiccata di prodotto, dal momento che le stesse start up non possono sostenere, per via degli alti investimenti iniziali e della scarsità delle risorse disponibili, una competizione incentrata sul prezzo con le imprese *incumbent*. Il tutto appare maggiormente raggiungibile ed implementabile solamente attraverso le competenze e le abilità dello startupper e del suo *team* operativo (Allen C. Amason, Rodney C. Shrader, George H. Tompson, *Newness and novelty: Relating top management team composition to new venture performance*, 2006).

Inoltre, se si assume che l'imprenditore ed i relativi collaboratori conoscano ed affinino le loro abilità manageriali solamente attraverso la sopravvivenza e la crescita dell'organizzazione, risulta fortemente incidente l'esperienza pregressa non solo del titolare, ma anche di coloro che intervengono nella gestione della start up, che implica, come detto precedentemente, l'appartenenza ad una fascia d'età più avanzata.

Peraltro, la preparazione accademica e pratica dello startupper e del suo *team* garantiscono all'impresa neocostituita di muoversi all'interno del proprio mercato di riferimento in maniera dinamica ed imprevedibile, così da ridurre le minacce provenienti dall'ecosistema esteriore. Il tutto è reso possibile da una maggiore dimestichezza nel rendere la comunicazione interna rapida e diretta, favorendo quindi un processo decisionale breve, veloce ed efficiente (Per Davidsson, *Small Firm Growth*, 2010).

È opportuno precisare, dunque, che occorre focalizzare l'analisi non solo sulla figura dello startupper, ma anche su coloro che collaborano con questo: gran parte delle start up non nascono dallo sforzo o dall'idea imprenditoriale di un singolo, bensì prendono forma in virtù di una dedizione collettiva nell'implementazione di un certo *business model*.

Secondo uno studio condotto su un campione di 340 start up tedesche ad alto contenuto innovativo, infatti, si è potuto notare come il 68% di tali organizzazioni siano state addirittura fondate, quindi gestite fin dall'origine, da due o più individui¹². Le imprese di nuova costituzione, non a caso, prima di iniziare a diffondere il proprio prodotto all'interno del mercato di riferimento necessitano una grande quantità di tempo e risorse da investire, aspetto che implica necessariamente l'impegno di una pluralità di persone nell'attuazione dell'idea di business. La necessità di dotarsi di un supporto, in termini di forza lavoro coinvolta nella realizzazione del progetto innovativo, deriva dal fatto che gli imprenditori, durante la fase di avvio del *business model*, affrontano svariati problemi di matrice diversa: frizioni di natura tecnologica, giuridica, manageriale ed anche complicanze legate alla gestione delle relazioni esterne. Conseguentemente, appare necessario diversificare i vari collaboratori sotto il profilo delle competenze, in modo da promuovere una maggiore abilità e rapidità nella risoluzione di imprevisti. In aggiunta, un gruppo di lavoro relativamente esteso può facilitare la costituzione di *network* in diverse tipologie di ambienti circostanti, consentendo alla start up di beneficiare di una serie di vantaggi derivanti dalle proprie relazioni esterne (Thomas Lechler, Social Interaction: A Determinant of Entrepreneurial Team Venture Success, 2001). A tal proposito, è possibile affermare che la dimensione del *team* operante all'interno della start up appare positivamente correlata alla sua stessa crescita. Quest'effetto viene spiegato agevolmente dal fatto che, un numero maggiore di membri coinvolti nella gestione dell'impresa implica una più elevata probabilità che tutti i deficit di competenze di ciascun elemento siano compensati da altri soggetti (Per Davidsson, Small Firm Growth, 2010). Nel complesso, l'argomentazione principale a favore dei vantaggi apportati dal *team* d'impresa si basa sugli effetti positivi di una combinazione di individui con personalità, caratteristiche, conoscenze e abilità diverse.

Tuttavia, l'aspetto della complementarità, inerente alla composizione del *team* operativo, non è l'unico da tenere in considerazione in fase di costituzione della squadra. È infatti opportuno specificare che le imprese di nuova costituzione riescono ad abbattere notevolmente la probabilità di un possibile fallimento mediante la costituzione di una struttura organizzativa flessibile, che sia in grado di rispondere repentinamente a possibili mutamenti derivanti dal contesto esterno. La centralità di formare una struttura flessibile

¹² Thomas Lechler, Social Interaction: A Determinant of Entrepreneurial Team Venture Success, 2001.

viene confermata empiricamente dall'esistenza di una correlazione positiva osservabile tra probabilità di successo dell'impresa ed assenza di dipendenti con competenze estremamente specialistiche (Donald A. Duchesneau, William Gartner, *A Profile of New Venture Success and Failure in an Emerging Industry*, 1990), la quale mostra come competenze elevate, seppur non eccessivamente focalizzate, siano maggiormente utili ed efficienti nell'elaborazione di una risposta adeguata a cambiamenti istantanei della sfera ambientale. Ciononostante, un abbassamento del livello di specializzazione dei collaboratori comporta inevitabilmente uno svantaggio importante, rintracciabile in un decremento della produttività.

Un ulteriore aspetto positivo legato alla presenza di un *team* operativo che sia diversificato in termini di competenze, è rappresentato dal fatto che quest'ultimo possa essere uno strumento volto ad evitare una serie di interventi esterni finalizzati alla risoluzione di problemi di carattere organizzativo e strategico. È infatti molto frequente che le imprese di nuova costituzione si rivolgano ad individui specializzati nella gestione delle suddette dinamiche, come incubatori o acceleratori, offrendo loro partecipazioni al proprio capitale di rischio, o ancora pagando ingenti somme di denaro in cambio della loro prestazione. Quest'ultima fattispecie, in particolare, può comportare l'insorgere di difficoltà subordinate ad una carenza di risorse, dal momento che le start up, soprattutto durante i primi stadi del loro ciclo vitale, provvedono ad effettuare un razionamento di capitale in maniera capillare. È chiaramente desumibile che, qualora l'organo dirigenziale dell'organizzazione sia costituito da una pluralità di individui aventi competenze complementari e sinergiche, sarà possibile per la start up evitare l'intervento di risolutori esterni che compromettano parzialmente la sua solidità patrimoniale, influenzando quindi sulla sua capacità di permanere nel mercato.

2.3 Ecosistema di riferimento

Come deducibile da quanto esposto nel paragrafo descrittivo dei fattori contingenti di successo per le start up, i due *driver* precedentemente trattati sono formalmente affiancati nonché influenzati in maniera diretta dall'ambiente di riferimento dell'impresa neocostituita. L'azienda, infatti, non dovrebbe essere concepita come un operatore a sé stante che svolge la propria attività all'interno di un settore industriale, bensì come parte di un ecosistema più esteso, che spinge le imprese a costituire tra loro legami competitivi

o cooperativi volti a garantire una piena soddisfazione dei bisogni dei clienti target (James Frederick Moore, *Predators and Prey: A New Ecology of Competition*, 1999). Da quest'analisi emerge la centralità del panorama circostante come elemento influente sulla profittabilità del *business model* della start up. Essendo inoltre il sistema economico odierno particolarmente competitivo e globalizzato, sarebbe impossibile per qualsiasi tipologia di impresa operare individualmente, escludendo *ex ante* la possibilità di formare alleanze strategiche con altre imprese operanti nel medesimo settore, o comunque in settori complementari.

Chiaramente, contestualizzando il concetto di ecosistema nell'ambito delle start up innovative, è possibile affermare che quest'ultimo sia costituito non soltanto da altri operatori industriali, bensì anche da numerosi altri soggetti ed infrastrutture il cui intento è quello di favorire la nascita e lo sviluppo di progetti ad alto contenuto tecnologico. Secondo Boyd Cohen, infatti, gli ecosistemi imprenditoriali sono un agglomerato diversificato di attori distinti e reciprocamente dipendenti, che giacciono all'interno di un'area territoriale ben definita, e che potenzialmente potrebbero arrecare forti cambiamenti all'intero sistema economico (Boyd Cohen, *Sustainable valley entrepreneurial ecosystems*, 2005). È deducibile quindi come l'ambiente esterno alla start up possa essere considerato come un insieme di una grande molteplicità di soggetti, che contribuiscono, in maniera diretta o indiretta, ad influenzare il percorso di formazione e di sviluppo delle imprese neocostituite. Tali attori, come parzialmente accennato, possono essere di varia natura: Stati sovrani, altre imprese, cultura imprenditoriale, fattori di supporto come incubatori, acceleratori o centri di ricerca di poli universitari. Peraltro, il cosiddetto "effetto *network*" generato da una crescente presenza di tali soggetti internamente ad una certa area, implica il fatto che l'apporto in termini di benefici economici di ogni start up all'interno di un perimetro territoriale aumenti al crescere della grandezza dell'ecosistema di cui è parte. Dunque, la loro produzione incrementa sensibilmente in virtù di una crescita dell'efficienza, della grandezza e del numero delle suddette organizzazioni che compongono l'ecosistema nel suo insieme (Startup Genome, *Global Startup Ecosystem Report*, 2020).

Nascere e progredire all'interno di un ambiente di riferimento dove i suddetti operatori sono efficienti, in termini di supporto all'attività imprenditoriale, implica una maggiore capacità per le imprese di nuova costituzione di crescere in maniera dinamica, attraverso

il superamento di tutte quelle criticità che affliggono generalmente l'interesse delle start up, come ad esempio il sostenimento di elevati investimenti iniziali, la mancanza di forza lavoro competente nonché lo sviluppo di *network* collaborativi con altre organizzazioni. In tal senso, occorre abbandonare quell'ottica di gestione che prevede un focus d'analisi su quello che occorre all'interno e all'esterno dell'azienda, in modo tale da adottare un approccio orientato alla costituzione di legami che diano vita ad un *network* efficiente nel favorire un progresso esponenziale dell'attività imprenditoriale, e che spieghino in parte le forti divergenze in termini di sviluppo che si sono verificate nell'ultimo ventennio, non solo tra Stati completamente diversi in termini di caratteristiche politiche ed economiche, ma anche tra forze nazionali sottostanti ad uno stesso sistema di riferimento. Basti pensare, in merito a quest'ultimo caso, all'asimmetria in termini di evoluzione che ha investito i differenti ecosistemi di start up innovative dei vari paesi UE. È infatti osservando il fenomeno di sviluppo di tali contesti da una prospettiva che centralizza l'importanza delle interrelazioni tra soggetti costituenti uno stesso *network* che è possibile fornire una spiegazione alla performance divergente di regioni che apparentemente sembrano avere le medesime peculiarità strutturali e politiche, tali da poter essere messe reciprocamente a confronto. Sono dunque le caratteristiche dell'ambiente di riferimento che alimentano uno sviluppo diversamente bilanciato tra regioni: nel momento in cui il contesto imprenditoriale risulta ricco di fattori di produzione, nonché di aziende dedite alla loro distribuzione, le imprese che ne fanno parte beneficiano delle cosiddette "*agglomeration economies*" (AnnaLee Saxenian, *Inside-Out: Regional Networks and Industrial Adaptation in Silicon Valley and Route 128*, 1996). Di fatto, come precisato in precedenza, non sono solamente le aziende a delineare la forma di un ecosistema di riferimento. Dunque, il progresso asimmetrico che ha interessato gran parte dei sistemi economici mondiali non può essere giustificato solamente da una maggiore densità di organizzazioni o di fattori produttivi all'interno di una determinata area territoriale, bensì è conseguenza di una serie più complessa di dinamiche strutturali. Al di là delle *partnership* che possono instaurarsi tra più operatori, sicuramente costruttive nel favorire un rapido progresso degli stessi, vi è un altro elemento di centrale importanza che delinea la "bontà" dell'ambiente circostante, rintracciabile nella cultura imprenditoriale diffusa nel perimetro territoriale di riferimento: l'orientamento alla collettività, che prescinde e va oltre la competizione tra imprese, basato su un continuo processo di apprendimento

tra organizzazioni, anche rivali, su pratiche collaborative e su una comunicazione orizzontale, contribuisce a fornire una giustificazione razionale e completa all'evoluzione divergente dei vari contesti mondiali di start up (AnnaLee Saxenian, *Inside-Out: Regional Networks and Industrial Adaptation in Silicon Valley and Route 128*, 1996). Infatti, privilegiare una mentalità di matrice individualista, i cui obiettivi si concretizzano nel limitare le interazioni con altre organizzazioni, promuovere una rigida gerarchia all'interno del nucleo organizzativo e favorire lo sviluppo di un processo di comunicazione di carattere verticale, contribuisce a limitare notevolmente il potenziale di sviluppo di ogni impresa appartenente ad un determinato contesto di riferimento. In particolare, l'adozione di quest'ultima ottica operativa comporterebbe per un'impresa alle prime armi, che per l'elevato grado di innovatività caratteristico del proprio *business model* deve anche attirare l'interesse del pubblico di clienti target, oltre che razionare capillarmente il capitale a disposizione, doversi trovare a fronteggiare un eccessivo livello di competitività che, in gran parte dei casi, si traduce in un insuccesso prematuro della start up stessa. Peraltro, anche qualora la natura individualista del *modus operandi* non comprometta in maniera decisiva l'esistenza della start up, inciderebbe comunque marcatamente sulla sua capacità di adattamento ai cambiamenti molto frequenti del mercato globalizzato odierno. Contrariamente, gli ecosistemi industriali costituiti da imprese che adottano un approccio maggiormente incentrato sulla formazione di *network* strategici, sulla valorizzazione e sulla condivisione della conoscenza, sviluppano una maggiore dimestichezza nella gestione dei mutamenti strutturali del mercato, nonché una migliore capacità di far fronte alla forte competizione che caratterizza l'interesse dei sistemi economici mondiali odierni, essendo questi strettamente interconnessi e dipendenti l'uno dall'altro (AnnaLee Saxenian, *Inside-Out: Regional Networks and Industrial Adaptation in Silicon Valley and Route 128*, 1996).

Spostando il focus d'analisi su un ulteriore soggetto, parte dell'ecosistema delle start up nell'accezione più estensiva del termine, è possibile affermare che lo Stato, mediante l'attuazione di manovre di politica fiscale ed economica, incide in maniera significativa sulla struttura, sulla dimensione e sulla produttività delle nuove imprese. Non a caso, come parzialmente accennato in precedenza, politiche governative eccessivamente stringenti ostacolano non solo la banale creazione di organizzazioni novelline ad alto contenuto tecnologico, ma anche la costituzione di poli finanziari volti a supportare

economicamente le stesse start up (James Okrah, Alexander Nepp, Ebenezer Agbozo, *Exploring the factors of startup success and growth*, 2018). È chiaro, dunque, che gli stati sovrani dovrebbero prediligere l'attuazione di manovre che incentivino lo sviluppo di un ecosistema di riferimento dinamico ed efficiente, alleviando la stretta fiscale non solo specificatamente sulle start up, consentendo così a queste di preservare una struttura finanziaria sana e sostenibile, ma anche su tutti quei soggetti il cui intento sarebbe quello di favorire la creazione e lo sviluppo di imprese ad alto contenuto innovativo.

Infatti, la produttività, e quindi l'apporto in termini di benefici economici all'interno del PIL nazionale da parte delle start up ad alto contenuto tecnologico, può fortemente variare a seconda della quantità di strutture di supporto volte a facilitare il loro processo di sviluppo. In tal senso, le imprese incubatrici, essendo centrali per ogni ecosistema mondiale, offrono alla start up una superiore capacità di controllo di risorse critiche e scarse ed una dimensione organizzativa maggiormente sviluppata, caratterizzata da una superiore capacità di combinazione delle risorse disponibili. In questa prospettiva, il valore che l'incubatore può generare nei confronti della start up può essere rintracciato nella sua capacità di trasferirle risorse e/o competenze. Peraltro, non necessariamente l'incubatore trasferisce risorse o competenze interne alla propria catena del valore: il modello di incubatore che pare oggi presentare le migliori performance è infatti caratterizzato da un *network* di relazioni che consentono il trasferimento di risorse e competenze senza che necessariamente vi debba essere un controllo proprietario dell'incubatore su di esse. L'idea di fondo è che l'incubatore attivi meccanismi per stimolare partnership tra start up e imprese di successo, facilitando il flusso di conoscenza e di talento tra di esse ed instaurando relazioni tecnologiche e di mercato (C. Boschetti, A. Grandi, R. Grimaldi, *Risorse, competenze e incubatori di impresa*, 2015).

Per quanto concerne altre strutture, determinanti per la buona riuscita del processo di sviluppo della start up, i poli universitari svolgono un ruolo di grande importanza nei vari ecosistemi di riferimento: le imprese che operano internamente a settori caratterizzati da un elevato grado tecnologico potranno beneficiare di una stabilità di lungo periodo solamente attraverso l'innovazione e l'acquisizione di nuove competenze. In tal senso, i rapporti intercorrenti tra centri universitari ed imprese risultano decisivi, in quanto consentono la valorizzazione delle attività intangibili, elementi fondamentali soprattutto per le start up ed altre imprese innovatrici. L'integrazione impresa-università garantisce

peraltro la possibilità per le start up di sviluppare una conoscenza di base che autonomamente non potrebbero conseguire a causa di motivi di carattere finanziario (Markus Perkmann, Andy Neely, Kathryn Walsh, How Should Firms Evaluate Success in University-Industry Alliances? A Performance Measurement System, 2011).

Lavorando a stretto contatto con il mondo accademico sono infatti conseguibili una serie di benefici generali, dal momento che l'ambiente universitario è sorgente di nuove tecnologie e tecniche produttive che potrebbero valorizzare l'impresa in futuro.

Accostando la propria immagine ad un ateneo di grande spessore, è inoltre possibile garantire alla propria organizzazione una maggiore affidabilità e fama riconosciuta dal pubblico di clienti target, dal momento che il suddetto legame favorisce una maggiore probabilità per la start up innovativa di acquisire fiducia da parte dei potenziali clienti in un lasso di tempo più ristretto, limitando contestualmente la possibilità che l'impresa fronteggi limiti al proprio sviluppo che possano condurla al fallimento. Lavorare al fianco delle università, infatti, migliora l'immagine della società per i dipendenti, i futuri partner, i clienti e soprattutto rende facile attrarre ed assumere brillanti neolaureati.

Nonostante le alleanze strategiche con le università possano apportare alle start up ad elevato contenuto tecnologico tutti i vantaggi sopra menzionati, è opportuno sottolineare quanto sia difficile la formazione di questi rapporti: tra imprese ed atenei intercorrono una serie di caratteristiche strutturali opposte, facenti capo l'uno e l'altro soggetto, come ad esempio una diversa cultura organizzativa ed istituzionale o un disallineamento degli incentivi e delle difficoltà riguardanti il campo del *project management*, che ostacolano il processo di formazione di legami collaborativi (Markus Perkmann, Andy Neely, Kathryn Walsh, How Should Firms Evaluate Success in University-Industry Alliances? A Performance Measurement System, 2011).

Alla luce di quanto rilevato dalla letteratura concernente le tematiche trattate, nel capitolo successivo si provvederà ad effettuare l'analisi in chiave nazionale dei fattori che condizionano il ciclo vitale delle start up, verificando, coerentemente con l'obiettivo dell'elaborato, la loro influenza sulla probabilità di successo dei *players* italiani.

CAPITOLO 3

IL PANORAMA ITALIANO: ANALISI IN CHIAVE NAZIONALE DEI FATTORI CONTINGENTI DI SUCCESSO

In questo terzo capitolo, partendo da quanto analizzato in precedenza inerentemente ai tre *driver* di successo menzionati, l'elaborato intende in prima istanza delineare i tratti caratteristici delle strat up italiane, nonché evidenziare l'importanza di tali attori all'interno dell'intero sistema economico di riferimento nazionale. Successivamente si vuole effettuare un'analisi di tutti e tre i fattori contingenti di successo precedentemente rilevati mediante l'indagine condotta con riferimento alla letteratura esistente, rapportandoli contestualmente al panorama italiano delle start up, al fine di verificare quanto siano effettivamente presenti ed incidenti durante la vita delle imprese nazionali di nuova costituzione.

3.1 Tratti caratteristici delle start up italiane

Analizzare ed evidenziare i tratti peculiari dell'interezza delle start up, che compongono il panorama italiano delle imprese neocostituite, risulta centrale al fine di gettare le basi per la comprensione dei fattori che incidono sul loro percorso vitale, dal momento che portare a galla le caratteristiche distintive delle start up italiane è funzionale per poter procedere successivamente ad una più accurata lettura in chiave nazionale degli stessi *driver* che condizionano la nascita ed il percorso di sviluppo delle imprese.

L'attenzione alla stesura di un'apposita normativa volta a moderare, incentivare e promuovere il percorso di crescita delle imprese di nuova costituzione in ambito italiano, e quindi la formazione di un vero e proprio ambiente di riferimento, risulta essere abbastanza recente, poiché il testo giuridico nazionale tratta per la prima volta la tematica delle start up a partire dal 2012. Inoltre, il decreto emanato è stato successivamente integrato da una serie di disposizioni in materia che risultano essere ancor più giovani. Chiaramente, nonostante siano state formalizzate in dottrina solamente poco meno di un decennio fa, le start up, in quanto concettualmente imprese di nuova costituzione ad alta intensità tecnologica, hanno iniziato ad emergere concretamente all'interno del perimetro nazionale tempo prima rispetto all'avvenuto riconoscimento normativo, dando vita parallelamente ad un proprio ambiente di riferimento. Nonostante ciò, sarebbe comunque incorretto attribuire al sistema italiano una mancata prontezza nella formalizzazione di

tali organizzazioni, in quanto, se si sposta il focus d'analisi al di fuori dei confini nazionali, è possibile osservare che negli stessi Stati Uniti, che rappresentano il bacino territoriale maggiormente favorevole per la nascita e lo sviluppo delle start up, è stata proposta una normativa volta a moderare e circoscrivere la fattispecie delle imprese di nuova costituzione ad alto contenuto tecnologico solamente un anno prima rispetto a quanto avvenuto in Italia.

3.1.1 L'attività di R&S: il motore del percorso di crescita

La costituzione di un ambiente imprenditoriale più dinamico e orientato all'innovazione è un fattore di importanza cruciale per attrarre e trattenere in Italia capitale umano e finanziario da tutto il mondo, generare nuove opportunità per fare impresa, incentivare l'occupazione e fornire uno stimolo alla mobilità sociale (MISE, Relazione annuale al Parlamento, 2020). A tal proposito, il settore della ricerca ed innovazione riveste un ruolo centrale per la crescita economica e per la competitività di un paese, poiché fortemente incidente nel favorire la costituzione del suddetto ambiente imprenditoriale. Nonostante alcune regioni italiane abbiano fatto progressi importanti, emerge tuttora il persistere di un ritardo rispetto ad altre regioni europee da un punto di vista di impieghi, di accesso a risorse umane fortemente specializzate e di spesa per la ricerca ed innovazione, che determina un più generale scostamento dell'ecosistema di innovazione nazionale dalle

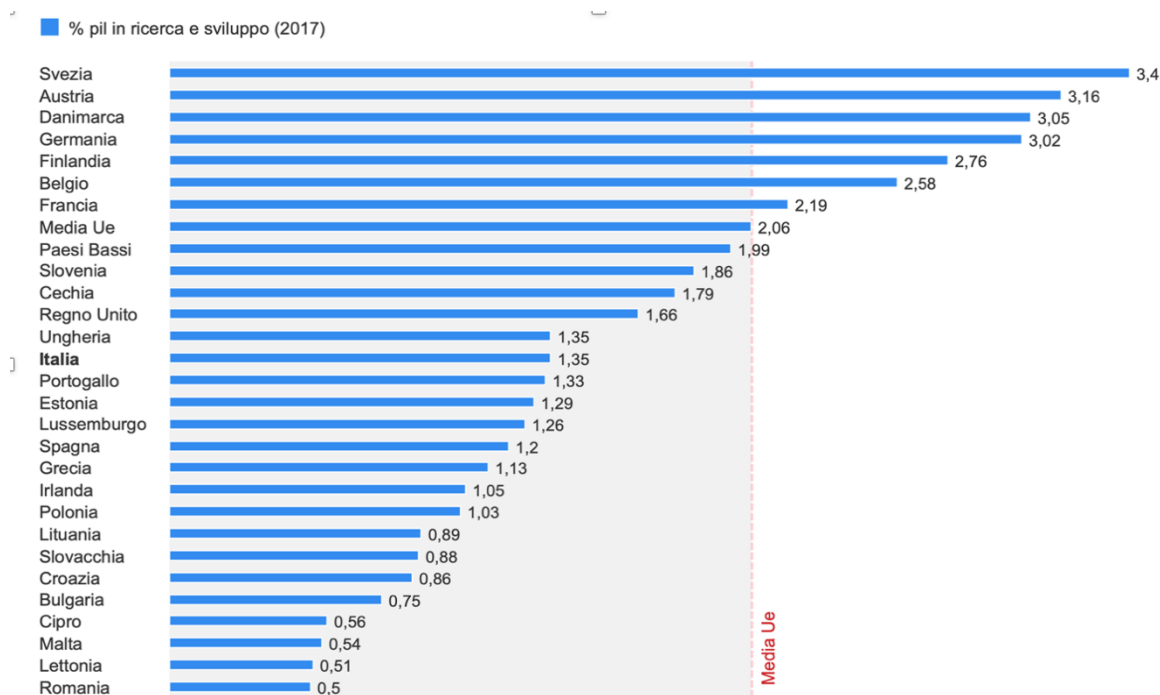


Grafico 1: Spesa in % del PIL in R&S delle nazioni UE, Eurostat, elaborazione Agi – Openpolis, 2020

altre principali controparti europee (E. Gualandri, V. Venturelli, D. Capponocelli, P. Caselli, U. Kacollari, Nasce l'impresa. Le start up e le PMI innovative, 2016). Da qui è desumibile come la dedizione alla crescita del settore di R&S sia una forte discriminante nella valutazione del potenziale di sviluppo di un contesto imprenditoriale.

Come mostrato dal grafico 1, gli ultimi dati disponibili risalenti al 2017, mostrano come l'Italia spenda una frazione del PIL nazionale in attività di R&S inferiore rispetto alla media UE, la quale si attesta al 2.06%, collocandosi numericamente addirittura al di sotto di alcuni sistemi economici emergenti dell'est Europa, come la Repubblica Ceca, la Slovenia o l'Ungheria. Ciononostante, se si allarga l'oggetto d'analisi alla differenza di spesa in R&S registrata nell'arco temporale che va dal 2008 al 2017, sempre in ambito nazionale, si è osservato un aumento consistente dei fondi destinati a tale attività pari allo 0.19% rispetto al PIL (Agi – Openpolis, Report Ricerca e Sviluppo, 2020). Infatti, si è potuto contestualmente assistere ad una crescita numerica delle imprese neocostituite ad alta intensità tecnologica, coerenti con i requisiti di start up dettati dal Ministero dello Sviluppo Economico: nel 2014, stando a quanto riportato dai dati divulgati dallo stesso MISE, erano solamente 1.719 le start up iscritte all'interno della sezione speciale del Registro delle imprese, numero abbastanza contenuto se comparato alle 11.899 unità registrate nel quarto trimestre del 2020 (MISE, Cruscotto di Indicatori Statistici - Dati nazionali, 2020). Addentrandosi maggiormente nel contesto italiano, la discrepanza in termini di fondi apportati dalle singole regioni nel settore R&S riflette accuratamente la polarizzazione, in termini di localizzazione, delle start up nazionali.

Come visibile dai dati riportati in tabella 1, le due regioni che presentano una densità territoriale di start up maggiormente significativa sono rispettivamente la Lombardia ed il Lazio, le quali nel complesso ospitano il 38.66% dell'intera spesa delle nuove organizzazioni ad alta intensità tecnologica. Parallelamente, Lombardia e Lazio sono le due regioni italiane che assorbono un maggior quantitativo di risorse finanziarie dedite ad attività di R&S rispetto alle altre aree, dal momento che acquisiscono rispettivamente il 20.6% ed il 13.7% del totale della spesa in R&S effettuata nel complesso dall'intera spesa del sistema economico nazionale (ISTAT). Dopotutto, come affermato dal Ministero dello Sviluppo Economico nella Relazione annuale al Parlamento del 2020 *“L'elevata concentrazione di imprese in queste aree è probabilmente attribuibile alla presenza di una moltitudine di fattori abilitanti per il mondo dell'innovazione e della*

nuova imprenditoria, tra cui una maggiore interconnessione, servizi bancari e finanziari sviluppati e centri di ricerca, incubatori e acceleratori dotati di network estesi”.

Classifica	Regione	N. startup innovative 4° trim 2020	% rapporto startup innovative sul totale nazionale
1	LOMBARDIA	3218	27,04
2	LAZIO	1383	11,62
3	CAMPANIA	1053	8,85
4	VENETO	974	8,19
5	EMILIA-ROMAGNA	932	7,83
6	PIEMONTE	659	5,54
7	SICILIA	549	4,61
8	TOSCANA	540	4,54
9	PUGLIA	503	4,23
10	MARCHE	341	2,87
11	TRENTINO-ALTO ADIGE	285	2,40
12	CALABRIA	253	2,13
13	FRIULI-VENEZIA GIULIA	251	2,11
14	ABRUZZO	214	1,80
15	UMBRIA	194	1,63
16	LIGURIA	187	1,57
17	SARDEGNA	158	1,33
18	BASILICATA	108	0,91
19	MOLISE	75	0,63
20	VALLE D'AOSTA	22	0,18

Tabella 1: Distribuzione territoriale delle start up italiane, MISE, Cruscotto di Indicatori Statistici - Dati nazionali, 2020

Al contrario, nonostante da un punto di vista territoriale sia la regione italiana più ristretta, la Valle D'Aosta risulta essere l'area meno coinvolta nella destinazione di fondi nell'area di R&S, dal momento che solamente lo 0.48% delle risorse viene destinato all'implementazione di tale attività (ISTAT). Inoltre, si presenta come una regione avente un divario numerico, in termini di densità di start up, molto significativo rispetto a tutte le altre, poiché solamente lo 0.18% dell'interessa delle imprese di nuova costituzione alberga in Valle D'Aosta, a conferma di quanto l'attività di R&S sia determinante per la promozione di un percorso di crescita imprenditoriale dinamico.

3.1.2 La distribuzione settoriale delle start up innovative

Spostando il focus sull'operatività delle start up da un punto di vista settoriale, è possibile notare dalla tabella 2 come anche in questo caso ci sia una forte concentrazione di imprese di nuova costituzione internamente ad alcune tipologie di attività. Prendendo infatti in

considerazione i dati divulgati dal Ministero dello Sviluppo Economico, concernenti un'approfondita suddivisione delle start up innovative sulla base del settore economico di appartenenza, è possibile osservare come il contesto italiano sia caratterizzato da una forte polarizzazione anche in termini di *core business* di ciascun'impresa. A tal proposito, si può notare come la grande maggioranza delle start up abbia scelto ambienti di riferimento di natura altamente innovativa: i settori operativi più gettonati dalle start up italiane risultano essere quello informatico, relativo alla produzione di software, alla consulenza ed allo sviluppo di altre attività complementari, nonché la branca di attività incentrata sulla ricerca scientifica, dal momento che complessivamente operano nei suddetti contesti di riferimento il 74,38% delle start up italiane, ovvero 8.851 operatori sul totale di 11.899. Inoltre, come riportato nella Relazione annuale al Parlamento del MISE relativa al 2020 *“Dall’analisi dei tag autodescrittivi dichiarati dalle imprese innovative all’interno della vetrina startup.registroimprese.it, risulta che il 43% delle start up innovative operanti nei servizi ha dichiarato tag riferibili alle Tecnologie 4.0”*, a conferma di quanto possa essere incidente, anche internamente all’ecosistema delle start up italiane, l’elevata intensità tecnologica che contraddistingue il *business model* di tali operatori.

COMPARTO	Dettaglio principali DIVISIONI	N. startup innovative 4° trim2020	% rapporto startup innovative del comparto sul totale del territorio
Agricoltura e attività connesse	TOTALE	90	0,76
Attività manifatturiere, energia, minerarie	C 26 Fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ott...	320	2,69
	C 28 Fabbricazione di macchinari ed apparecchiature nca	374	3,14
	C 32 Altre industrie manifatturiere	188	1,58
	TOTALE	2045	17,19
Costruzioni	TOTALE	118	0,99
Commercio	TOTALE	367	3,08
Turismo	TOTALE	67	0,56
Trasporti e Spedizioni	TOTALE	25	0,21
Assicurazioni e Credito	TOTALE	28	0,24
Servizi alle imprese	J 62 Produzione di software, consulenza informatica e attività...	4342	36,49
	J 63 Attività dei servizi d'informazione e altri servizi infor...	1086	9,13
	M 72 Ricerca scientifica e sviluppo	1664	13,98
	TOTALE	8851	74,38
Altri settori	TOTALE	274	2,30
Non Classificate	TOTALE	34	0,29
Totale complessivo	TOTALE	11899	100,00

Tabella 2: Distribuzione settoriale delle start up italiane, MISE, Cruscotto di Indicatori Statistici – Dati nazionali, 2020

3.1.3 Il ruolo e la performance delle start up nel tessuto economico nazionale

Al fine di inquadrare il ruolo svolto dalle start up all'interno del panorama economico italiano, occorre analizzare l'interezza delle stesse imprese da un punto di vista prettamente economico ed occupazionale. La rilevanza delle organizzazioni di nuova costituzione ad alta intensità tecnologica è infatti via via incrementata parallelamente all'evoluzione nazionale che si è affrontata in termini normativi e strutturali in favore delle start up, la quale ha favorito un loro percorso di crescita che tutt'oggi non accenna ad arrestarsi. Si registra infatti un valore aggregato della produzione pari a circa 1.2 miliardi di euro, calcolato sul 63.5% del totale delle start up innovative per cui sono disponibili i dati di bilancio 2018, che evidenzia un sensibile incremento rispetto alla performance registrata negli anni precedenti. Secondo quanto attestato dai dati di bilancio del 2015 delle start up iscritte nella sezione speciale del Registro delle imprese, infatti, il valore della produzione complessiva relativa a quell'anno ammontava a 600 milioni di euro, circa la metà rispetto a quanto rilevato nel triennio successivo (MISE, Relazione annuale al Parlamento, 2020). Ad oggi, il valore aggregato della produzione delle start up nazionali è risultato essere pari a poco meno di 1.4 miliardi di euro (MISE, Cruscotto di Indicatori Statistici – Dati nazionali, 2020), nonché lo 0.08% del PIL nazionale. È dunque deducibile come la quota di produzione apportata dalle start up all'interno del sistema economico sia cresciuta in maniera molto dinamica nell'arco dei 5 anni di riferimento, dal 2015 al 2020. Tuttavia, se si osserva il dato rapportandolo all'interezza della produzione nazionale, esso risulta abbastanza contenuto non solo in termini assoluti ma anche relativi, in quanto di contro, le nuove società di capitali non facenti parte della categoria di start up innovative, producono, da un punto di vista economico, di gran lunga di più rispetto alle stesse start up: quest'ultime detengono una media, in termini di valore della produzione, pari a 184.737,36 euro, che, se confrontata con quella delle nuove società di capitali pari a 343.609,72 euro, risulta essere drasticamente minore.

Inoltre, mettendo a confronto il valore medio corrente della produzione con quello mediano, il primo pari a 184.737,36 euro, mentre il secondo pari a 39.532 euro (MISE, Cruscotto di Indicatori Statistici – Dati nazionali, 2020), è possibile dedurre come gran parte delle stesse start up che operano internamente ai confini nazionali si trovino ancora in una fase embrionale, caratteristica che lascia ben sperare in proposito ai grandi margini di progresso che il panorama italiano delle imprese neocostituite ad alta intensità

tecnologica detiene. Un ulteriore dato che conferma quanto la produzione aggregata delle start up sia fortemente polarizzata verso pochi operatori, è la percentuale di organizzazioni in perdita rispetto al totale esistente: essa si attesta al 52.6%, valore che, se comparato con la proporzione di nuove società di capitali di carattere non innovativo che fronteggiano una situazione patrimoniale e finanziaria negativa, pari al 30.9% del totale¹³, fa ulteriormente riflettere su come, in linea generale, le imprese ad alto contenuto tecnologico, in virtù del fatto che il loro accesso al mercato risulta essere molto lento e macchinoso, devono spesso superare serie difficoltà economiche durante i primi anni di vita.

Spostando il focus d'analisi sui principali indicatori finanziari riportati in tabella 3, si può infatti evincere come intercorrano delle sostanziali differenze in termini di redditività tra le start up innovative e le nuove società di capitali: nel complesso, ROE e ROI risultano assumere un valore negativo rispetto alle altre società di capitali, a conferma del fatto che la grande maggioranza delle start up italiane opera in condizioni finanziarie non ottimali.

Anno bilancio 2019	Startup innovative		Nuove società di capitali	
	Totale	Solo in utile	Totale	Solo in utile
ROI	-0,04	0,11	0,02	0,06
ROE	-0,12	0,23	0,05	0,15
Indipendenza finanziaria	0,36	0,33	0,42	0,46
Valore aggiunto/valore produzione	0,24	0,35	0,27	0,29

Tabella 3: Indicatori di redditività: confronto tra start up e nuove società di capitali, MISE, Cruscotto di Indicatori Statistici – Dati nazionali, 2020

Prendendo però in considerazione solamente le società in utile, sia dell'una che dell'altra categoria, si può senz'altro affermare che le start up innovative, in virtù dell'elevata componente tecnologica caratterizzante il loro *business model*, riescono a generare dei ritorni maggiormente significativi rispetto alle altre società, a conferma del fatto che, come statuito nel capitolo precedente, all'aumentare del grado di innovatività del modello di business dell'impresa aumenta specularmente anche la probabilità che essa generi un *cash flow* positivo e consistente (Nancy Bocken, Sustainable venture capital, catalyst for sustainable start-up success?, 2015). Chiaramente, tale assunto risulta essere ancor più veritiero se si osserva il valore aggiunto generato dalle start up in utile rispetto a quello

¹³ Dati risalenti al 2019 reperiti da MISE, Cruscotto di Indicatori Statistici – Dati nazionali, 2020

prodotto dalle altre società di capitali, la cui natura non è delineata da un *business model* altamente progressista.

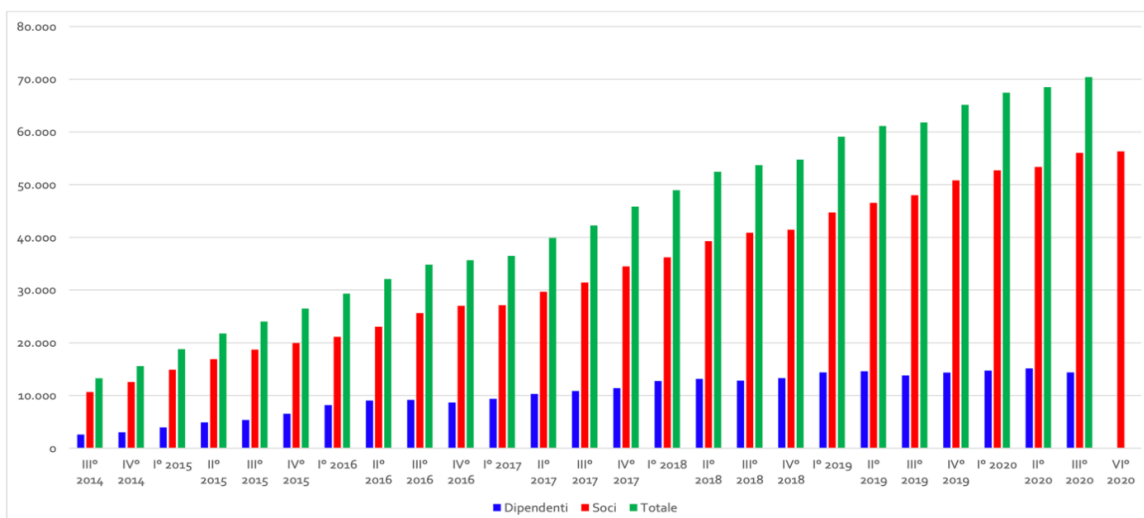


Grafico 2: Incremento occupazionale delle start up italiane, MISE, Cruscotto di Indicatori Statistici - Dati nazionali, 2020

Spostando il focus d'analisi sulla forza lavoro coinvolta internamente all'interrezza delle start up italiane, è possibile desumere dal grafico 2 come la totalità degli operatori che si occupano della gestione delle imprese di nuova costituzione ad alto contenuto tecnologico sia incrementata notevolmente a partire dal 2014, passando da poco più di 10.000 unità ad un totale di circa 70.000 unità registrate nel 2019. Ancora una volta, se si osserva il progresso che ha investito le start up italiane nel corso del tempo, è possibile affermare che si è assistito ad un'evoluzione molto dinamica che ha caratterizzato il loro segmento, mentre, se si procede ad una lettura delle statistiche prendendo come termine di paragone le società di capitali di nuova costituzione che non presentano un *business model* altamente innovativo, emergono delle criticità che fanno riflettere sullo sviluppo corrente dello stesso contesto di riferimento delle start up: osservando i dati relativi ai dipendenti delle start up italiane, emerge che nel terzo trimestre del 2020 essi sono pari a solo 14.377 unità, mentre quelli operanti internamente alle nuove società di capitali risultano essere 224.662 (MISE, Cruscotto di Indicatori Statistici – Dati nazionali, 2020). Ponderando tali due valori per il relativo numero di imprese, in quanto in mancanza di tale bilanciamento il dato riportato non avrebbe alcuna valenza, emerge che il valore medio riguardante le startup innovative è di 3.09 dipendenti cada organizzazione, mentre quello inerente alle nuove società di capitali è pari a 5.26 unità. Osservando poi il valore mediano, esso risulta essere pari ad 1 per le nuove aziende ad alto contenuto tecnologico, mentre pari a 2 per

le altre imprese oggetto d'analisi. È dunque chiaro come sia la prima che la seconda statistica siano funzionali per risaltare quanto il progresso che sta investendo le startup italiane nel complesso sia da una parte dinamico, se valutato in termini assoluti, dall'altra non sufficientemente propulsivo per poter affermare la persistenza di una sua fase di consolidamento. Al contrario, è possibile evincere come l'interezza delle startup che fanno parte del tessuto economico nazionale si sia addentrata solamente in una prima fase di sviluppo, che parallelamente evidenzia come le stesse organizzazioni siano parzialmente meno incidenti nell'economia italiana rispetto a quanto sia possibile osservare in altri contesti di riferimento europei.

Non a caso, prendendo come termine di paragone l'ecosistema di start up svedese, il più rigoglioso in Europa coerentemente con quanto riportato nel Report 2020 di Startup Genome, è possibile osservare un maggior coinvolgimento, da un punto di vista di forza lavoro, nella crescita delle imprese di nuova costituzione ad alto contenuto innovativo: la Svezia, già nel 2017, contava all'incirca 20 start up ogni 1000 lavoratori (Alberto Brambilla, Così la Svezia è diventata il paradiso terrestre delle startup, 2017).

3.2 Incidenza dei fattori contingenti di successo per le start up italiane

Nei paragrafi successivi l'elaborato intende far emergere degli aspetti rilevanti del panorama delle start up italiane, al fine di mostrare quanto siano incidenti sulla nascita, nonché sullo sviluppo delle imprese neocostituite ad alta intensità tecnologica, le dinamiche portate a galla attraverso l'analisi generale effettuata nel capitolo precedente sui *driver* che condizionano il successo delle stesse start up.

Come evidenziato anteriormente, essendo l'argomento oggetto di ricerca particolarmente nuovo da un punto di vista nazionale, al fine di rendere l'analisi maggiormente veritiera e completa, si è cercato di affiancare al materiale disponibile pareri di esperti operanti nell'ecosistema delle start up nazionali, i quali, rapportandosi di frequente con le dinamiche ordinarie e non che caratterizzano il contesto di riferimento italiano delle start up, hanno contribuito, mediante la partecipazione ad interviste effettuate per la stesura di quest'elaborato, a fornire delle evidenze preziose sulla base delle loro esperienze pregresse.

3.2.1 Risorse finanziarie

Il contesto delle startup italiane risulta avere ampi margini di progresso, collocandosi, da un punto di vista prettamente di sviluppo, al di sotto di numerose nazioni facenti parte dell'Unione Europea. Il lungo percorso che l'Italia deve affrontare per dar vita ad un ambiente di riferimento maggiormente rigoglioso per le proprie imprese ad alto contenuto tecnologico viene esplicitato parzialmente dalle risorse finanziarie che a livello nazionale vengono destinate allo sviluppo delle start up: osservando i dati riportati internamente alla tabella 4, è chiaramente desumibile come la quantità di spesa destinata alla crescita di tali imprese, ponderata per la relativa produzione nazionale, sia, per ciascun anno di riferimento, molto minore rispetto a quella effettuata dagli altri Stati affini a quello italiano da un punto di vista economico e strutturale.

Paese/Anno	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Media
Francia	0,023	0,031	0,028	0,039	0,039	0,055	0,063	0,085	0,045
Germania	0,021	0,026	0,023	0,029	0,035	0,040	0,045	0,055	0,034
Spagna	0,020	0,017	0,027	0,040	0,040	0,047	0,044	0,044	0,035
Italia	0,006	0,005	0,003	0,004	0,005	0,006	0,011	0,014	0,007

Tabella 4: Livello complessivo di investimenti in venture capital in %PIL nazionale, OECD *Statistics*, dati dal 2012 al 2019

Nonostante siano stati effettivamente fatti dei progressi sugli investimenti effettuati, dal momento che l'anno 2019 è terminato con 46 operazioni di venture capital concluse in più rispetto a quanto accaduto nell'anno precedente, per un totale complessivo di 597 milioni, nonché con un aumento parallelo delle risorse messe a disposizione dai *business angels*, pari a 53 milioni rispetto ai 40 spesi nel 2018, l'ambiente delle start up italiane preserva comunque un carattere di forte arretratezza rispetto agli altri contesti di riferimento europei (Il sole 24 ore, *Venture Capital, 2019 anno record in Italia, 2020*). Il *gap* intercorrente tra l'ambiente italiano e quello estero viene ulteriormente confermato dalle statistiche relative all'anno 2020, dalle quali risulta che le risorse investite dai fondi di venture capital internamente ai confini nazionali si attestano a 0.6 miliardi di euro, che, se confrontati con quanto speso invece da Francia e Germania, rispettivamente 3.9 e 4.3 miliardi, risultano un ammontare abbastanza contenuto (EY – *Strategy and Transactions, EY Venture Capital Barometer 2020 – Italia, 2021*). Ad avvalorare l'assunto che le risorse

finanziarie siano un fattore determinante per la nascita ed il progresso delle start up anche in ambito italiano, è la correlazione esistente tra la distribuzione regionale delle risorse investite e lo sviluppo, sempre da un punto di vista regionale, delle stesse start up nazionali. Complessivamente, infatti, il 73.9% del totale dell'ammontare degli investimenti dei fondi di venture capital italiani risulta essere stato speso in Lombardia e nel Lazio. Allo stesso modo, Valle D'Aosta, Molise e Basilicata, ovvero le regioni meno sviluppate in tema di start up, risultano completamente assenti dalla distribuzione nazionale delle risorse effettuata dai *venture capitalist*¹⁴.



Grafico 3: Andamento del credito bancario in rapporto al prodotto, Banca D'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, 2020

Se si assume inoltre che nell'ultimo decennio si è assistito ad una stretta del credito bancario italiano, come evidenziato dal grafico 3, il quale riporta una netta diminuzione dei prestiti fino a raggiungere i livelli registrati durante la crisi finanziaria del 2007-2008, si può percepire come l'operatività degli investitori diversi dalle banche sia sempre più un elemento cruciale per le start up per poter reperire risorse finanziarie. Chiaramente, dal momento che le start up innovative per loro natura operano “fuori dai tradizionali schemi”, in un contesto di totale incertezza, appartengono ad un *cluster* di soggetti con rischio creditizio elevato, il quale implica una parziale eliminazione di tali imprese dalla stessa selezione creditizia effettuata dagli organi bancari. Tutto ciò avviene, come

¹⁴ I dati relativi agli investimenti regionali sono stati reperiti da EY Venture Capital Barometer 2020 – Italia

affermato da Gianluca Serale, CFO di Aquaseek¹⁵, in virtù del fatto che le nuove imprese ad alta intensità tecnologica, nella grande maggioranza dei casi, risultano avere un *business plan* fortemente instabile in quanto è pressoché impossibile dimostrare *ex ante* che l'idea innovativa sia redditizia, fattore che spinge le istituzioni bancarie ad essere restie nell'apportare capitali all'interno di tali imprese. A conferma di quanto poco sostegno diano le banche alle start up innovative si è osservato come solamente uno degli imprenditori intervistati, Leonardo Gagliardi, presidente di Safe Structures Company s.r.l.s¹⁶, sia ricorso al credito bancario per finanziare la propria idea di business. Leonardo Gagliardi ha inoltre riportato che, oltre a fornire una grande quantità di garanzie a supporto del prestito, ha dovuto sostenere degli oneri sul debito particolarmente elevati tali da comportare una grande incidenza sulla salute patrimoniale e finanziaria della propria start up, dando prova concreta all'assunto fatto a riguardo nel precedente capitolo. Inoltre, dal momento che un finanziamento di carattere bancario presuppone il pagamento di una rata periodica successivamente all'effettiva erogazione del prestito, la quale comporta un peso non indifferente sulla condizione patrimoniale e finanziaria dell'organizzazione, Gianluca Serale afferma che gli startupper fanno sempre più ricorso ai fondi di venture capital in fase di reperimento delle risorse, poiché, essendo questo un finanziamento simile a quello che si potrebbe ottenere tramite l'emissione di *bond*, risulta essere meno gravoso in termini finanziari per la start up, dal momento che non prevede una restituzione del capitale sotto forma di importi prestabiliti da corrispondere periodicamente. È chiaro che, alla luce di quanto illustrato all'interno del grafico 3, dal momento che il finanziamento influenza il percorso di formazione delle start up, non sarebbe stato possibile promuovere una loro crescita senza un sostegno economico complementare a quello bancario. A tal proposito, è opportuno ricordare che, sulla base di quanto riportato all'interno della tabella 4, si è potuta osservare una crescente spesa effettuata a livello nazionale nei confronti delle start up, sostenuta, come affermato da Edoardo Gava, *investment associate* presso MIP – Milano Investment Partners¹⁷ e da

¹⁵ Gianluca Serale: CFO di Aquaseek, una start up innovativa con sede a Torino sviluppatrice della tecnologia "Breathe", generatore atmosferico di acqua impiegante come input produttivo l'aria.

¹⁶ Leonardo Gagliardi: presidente di Safe Structures Company s.r.l.s, start up innovativa situata a Roma, specializzata in servizi ingegneristici ad elevato contenuto tecnologico.

¹⁷ Edoardo Gava: *investment associate* presso MIP – Milano Investment Partners, fondo di venture capital situato a Milano, specializzato in investimenti erogati a start up in fase di *sustained growth*.

Lorenzo Palombi, *legal counsel* presso LVenture Group¹⁸, da un contestuale aumento dei *player* operanti nello stesso ambiente nazionale relativo al finanziamento. Non a caso, parallelamente ad una sostanziosa crescita del supporto economico di cui poter beneficiare, le start up sono quasi duplicate dal 2016 ad oggi, passando da 6.363 unità (MISE, Relazione Annuale al Parlamento, 2016) agli 11.899 operatori registrati nel quarto trimestre del 2020 (MISE, Cruscotto di Indicatori Statistici - Dati nazionali, 2020), a conferma di quanto le risorse finanziarie siano incidenti nel processo di formazione delle nuove imprese ad alta intensità tecnologica. La centralità che investe l'operatività dei fondi di venture capital nel promuovere la nascita, nonché un percorso di sviluppo di successo delle start up nazionali, si deduce anche, coerentemente con quanto statuito nel precedente capitolo, dalla stretta correlazione intercorrente tra strategia d'investimento dei fondi e natura del *business model* delle stesse start up: se da una parte risulta che il settore maggiormente gettonato dalle nuove imprese ad alta intensità tecnologica sia quello informatico, relativo alla produzione di software, alla consulenza ed allo sviluppo di altre attività complementari, come riportato all'interno della tabella 2, dall'altra risulta che la grande maggioranza dei fondi di venture capital sia stata concentrata nel business delle FinTech¹⁹ nazionali (EY – Strategy and Transactions, EY Venture Capital Barometer 2020 – Italia, 2021). Non a caso, la politica di investimento dei fondi di venture capital è un'importante discriminante nella decisione del fondo stesso di apportare risorse all'interno delle start up: come affermato da Edorardo Gava, infatti, spesso alcuni fondi sono vincolati ad operare all'interno di un certo settore nel rispetto di una precisa strategia, concordata e messa per iscritto in fase di costituzione, il cui rispetto viene inoltre garantito da appositi organi di sorveglianza interni. Da qui deriva la grande influenza che esercitano i *venture capitalist* nella costituzione e nella crescita delle start up nazionali: in linea generale, come detto in precedenza, è possibile che una mancata diversificazione strategica dei fondi internamente ad un certo perimetro territoriale comporti l'estinzione, o ancora la mancata costituzione di start up aventi un'idea di business potenzialmente vincente, la quale però non risulta affine alle politiche d'investimento dei fondi italiani circostanti.

¹⁸ Lorenzo Palombi: *legal counsel* presso LVenture Group, fondo di venture capital e private equity quotato nel segmento MTA di Borsa Italiana, avente sede a Roma; investe prevalentemente in start up digitali con l'obiettivo di accelerarne il processo di crescita, collaborando peraltro con LUISS EnLabs.

¹⁹ Anche chiamata tecnofinanza, consiste nell'erogazione di prodotti o servizi finanziari mediante le più avanzate tecnologie ICT.

Peraltro, a conferma di quanto sia stato rilevato precedentemente dalla letteratura esistente, Edoardo Degli Innocenti, fondatore e direttore di Arithmos Trading LTD²⁰, afferma che la natura innovativa del *business model* della start up, che implica la necessità per la stessa impresa di operare all'interno di un contesto di riferimento inesplorato, spesso comporta il bisogno di dotarsi di un quantitativo di risorse cospicuo in modo da poter fronteggiare le dinamiche imprevedute che si manifestano lungo il percorso di crescita, fattore che accresce notevolmente la dipendenza delle stesse start up dalle risorse finanziarie.

Come riportato dalla letteratura analizzata, le start up hanno una grande necessità di acquisire fin dall'inizio un ammontare di capitale non indifferente, in quanto, come sottolineato da Lorenzo Palombi, anche nel contesto italiano molte start up per loro natura preservano un forte deficit di cassa durante i prime 3 o 5 anni di vita, che, se non colmato mediante una ricapitalizzazione di privati o di fondi istituzionali, comprometterebbe la capacità della stessa impresa di permanere all'interno del proprio mercato di riferimento. Tale assunto viene confermato mediante l'osservazione dell'indicatore sull'indipendenza finanziaria riportato all'interno della tabella 3, il quale indica la proporzione di attivo finanziata mediante capitale proprio: se si confronta il dato relativo alle start up innovative con quello riguardante le nuove società di capitali, si può agevolmente desumere come le start up abbiano una maggiore difficoltà rispetto alle altre imprese di generare ritorni economici attraverso l'ammontare di capitale proprio.

Inoltre, appare opportuno ricordare che, in mancanza di un quantitativo di capitale adeguato, le start up potrebbero riscontrare un drastico rallentamento della loro produttività: Gianluca Serale sostiene a tal proposito che se tali organizzazioni dovessero disporre di una modesta quantità di risorse, probabilmente si troverebbero a non poter acquistare i dovuti strumenti necessari per portare avanti la loro idea di business, dinamica che, se analizzata congiuntamente alla necessità per le start up di generare quanto più rapidamente profitti in modo da potersi sostenere in maniera autonoma, risulta di grande incidenza sulla probabilità che l'impresa fronteggi difficoltà sostanziali.

²⁰ Edoardo Degli Innocenti: fondatore e direttore di Arithmos Trading LTD, una start up innovativa operante nell'industria del trading algoritmico; fa inoltre parte dell'organo giudicante relativo al Premio Gaetano Marzotto, primo premio predisposto in Italia in favore dell'innovazione, nonché uno dei più importanti incentivi al mondo.

In coerenza con quanto riportato internamente al precedente capitolo, la grande influenza che esercitano le risorse finanziarie sulla capacità dell'impresa di nascere ed emergere all'interno del tessuto economico nazionale si rintraccia anche nel fatto che, come affermato da Edoardo Gava, nonostante alcune start up innovative, trovandosi in una fase avanzata del ciclo vitale provvedono, se scartate, a fare ulteriori round di investimento per tentare di reperire risorse, molte altre organizzazioni in fase iniziale, se rigettate in un primo momento dagli investitori, rinunciano subito a concretizzare la loro idea di business. Tale dinamica implica inevitabilmente che molti potenziali startupper nel perimetro di riferimento nazionale, scoraggiati dal non essere riusciti subito a persuadere potenziali investitori, non riescono nemmeno a dare un accenno di vita al proprio *business model*. Inoltre, sempre in riferimento a questa problematica, una parte sostanziosa dei progetti nazionali che fanno richiesta di finanziamento presso investitori esterni spesso vengono scartati in virtù del fatto che molti *founder* italiani, svolgendo gran parte delle volte un'attività lavorativa a tempo pieno, non vogliono abbandonare il loro impiego per dedicarsi interamente all'idea di business innovativa. Tutto ciò, in linea con quanto affermato da Lorenzo Palombi, comporta una repulsione da parte degli investitori nel concedere le dovute risorse finanziarie per sviluppare il *business model* in questione. Per concludere, sulla base di quanto reperito mediante le informazioni raccolte dall'esperienza pregressa degli intervistati, è stato riportato dall'interezza di questi ultimi che le risorse finanziarie detengono un grado di incidenza massimo sulla probabilità di successo delle start up in ambito italiano.

3.2.2 Imprenditorialità e background del titolare e del proprio team

L'esperienza pregressa nonché il *background* accademico dello startupper e del *team* operante all'interno dell'impresa vengono considerati, anche in ambito nazionale, fattori che incidono in maniera significativa sulla capacità della start up di crescere e svilupparsi fino a raggiungere la propria *maturity*. Non a caso, stando a quanto riportato dall'interezza degli esperti consultati, la composizione strategica di un *team* operativo congiunta ad una buona maturità del titolare sono ambedue elementi che hanno un grado di influenza massimo sulla probabilità che la start up prosegua in maniera dinamica nel suo percorso di crescita. Per quanto concerne la rilevanza dell'esperienza pregressa, nonché del bagaglio di competenze detenuto dallo startupper, Lorenzo Palombi di LVenture Group

afferma: “I migliori founder che abbiamo avuto occasione di finanziare sono stati quelli che hanno avuto esperienze passate, poiché anzitutto hanno la capacità di non ricadere negli errori che li hanno portati al fallimento, e poi hanno anche la maturità per gestire al meglio le dinamiche di mercato: capita molto spesso che startupper inesperti si pongano l’obiettivo futile di far piacere al mercato il prodotto sviluppato, incaponendosi sulla propria idea senza valutare la possibilità di fare dei possibili pivot²¹ per trovare un altro prodotto che già in partenza stimoli l’interesse dei clienti target. In questo senso, la chiave del successo è rappresentata dal giusto trade off tra esperienza, resilienza e competenze, per lo più soft skills, non solo dell’imprenditore ma anche del suo team”. Da tale assunto è chiaramente desumibile come uno dei fattori maggiormente rilevanti che delinea la figura dello startupper, nonché il suo bagaglio di esperienze pregresse, sia la fascia d’età a cui lo stesso founder appartiene. A tal proposito, si può agevolmente comprendere come la suddetta descrizione esalti implicitamente la centralità dell’età dello startupper: come sostenuto da Michele Lepore, fondatore e CEO di Sicurezza 4.0 Startup di Sapienza Università di Roma²², coerentemente con quanto emerso tacitamente dalla dichiarazione di Lorenzo Palombi, se da una parte un giovane si contraddistingue per un grande ottimismo, coraggio ed una propensione al rischio spiccata, dall’altra, l’appartenenza ad una fascia d’età relativamente bassa implica inevitabilmente la scarsa presenza di esperienze passate durature o quantomeno rilevanti. Peraltro, l’appartenenza ad una fascia d’età piuttosto che ad un’altra, come precedentemente statuito, sottintende una serie di fattori che possono incidere fortemente sia sulla capacità della start up di progredire nel proprio percorso di crescita, sia sui suoi tratti caratteristici, strutturali e finanziari. In coerenza con tale assunto, Gianluca Serale ha sottolineato come l’azienda venga plasmata sulla base dell’attitudine dello startupper, che varia a seconda se questo sia giovane o si trovi in un’età più avanzata. A tal proposito, si è potuto osservare come ad esempio solamente i due founder di età più avanzata hanno finanziato la propria idea di business mediante l’apporto di risorse proprie o attraverso un prestito bancario, fattore

²¹ Consiste in una modifica sostanziale apportata al *business model*, al prodotto o al servizio fornito al mercato.

²² Michele Lepore: fondatore e CEO di Sicurezza 4.0 Startup di Sapienza Università di Roma, start up innovativa operante nel settore della sicurezza digitalizzata, la quale sviluppa codici informatici ed app per la semplificazione dei servizi in materia di salute e sicurezza sul lavoro, fornendo parallelamente appositi corsi di formazione. Dal 2016 Michele Lepore è inoltre Professore di “Diritto delle Politiche Sociali e del Lavoro” presso l’Università LUMSA di Roma.

che conferma il fatto che, spesso, un maggior grado di anzianità dello startupper si traduce in una maggiore possibilità per quest'ultimo di ricorrere a fonti economiche personali, o comunque di poter accedere in maniera più agevole al finanziamento bancario, in quanto l'anzianità è inevitabilmente sinonimo di una maggiore esperienza che gli organi bancari potrebbero valutare come discriminante incidente durante il processo di *screening*. Non a caso, ambedue i suddetti startupper hanno rivelato come il fatto di essersi trovati in un'età avanzata sia stato per certi versi un vantaggio, in quanto hanno potuto beneficiare del loro bagaglio di esperienze passate per concretizzare la loro idea di business. Leonardo Gagliardi, presidente di Safe Structures Company s.r.l.s, afferma infatti: “*Un founder più anziano detiene sicuramente, attraverso la sua esperienza, una maggiore dimestichezza nel gestire dinamiche di mercato incerte. Tutto ciò me lo hanno confermato i miei trascorsi in ambito imprenditoriale*”.

Al contrario, come statuito da Massimo Berardi, libero professionista attivo nel settore finanziario, manageriale e in quello della consulenza strategica²³, imprenditori giovani, in virtù di una scarsa esperienza, dedicano poco tempo alla stesura di un *business plan* avente un grado di rischio calcolato, poiché si inibiscono facilmente al sopraggiungere dei primi segnali di successo della propria idea di business. Parallelamente, invece, startupper in età più avanzata difficilmente commettono quest'errore.

A tal riguardo, Massimo Berardi sostiene peraltro che in Italia si presti molta attenzione al fattore età, in quanto risulta raro che un giovane imprenditore, cosciente dei propri limiti esperienziali, qualora decida di fondare una propria start up non si preoccupi di farsi affiancare da figure di supporto, come acceleratori o incubatori. Non a caso, l'età media dei *founder* italiani risulta essere abbastanza elevata, caratteristica che è indubbiamente un fattore positivo, dal momento che l'ambito italiano è ulteriormente dominato da una burocrazia invadente che può essere gestita solamente con un bagaglio di esperienze sostanzioso.

Coerentemente con quanto riportato all'interno del precedente capitolo, è emerso che, anche nel contesto nazionale, il *background* di esperienze e di competenze dello startupper e del suo *team* manageriale risulta essere una discriminante molto incidente nell'accesso ai canali di finanziamento. Michele Lepore afferma infatti che, da un punto

²³ Massimo Berardi: nel corso della sua carriera professionale ha ricoperto numerosi ruoli in diverse società, operando come investitore, socio, general manager e consulente a seconda dei contesti. È peraltro attivo, da un punto di vista lavorativo, sia in ambito italiano che all'interno dell'ecosistema estero.

di vista meramente bancario, aver fatto un certo percorso accademico ed aver avuto un vasto numero di esperienze lavorative contribuisce sicuramente ad alimentare la probabilità di successo nella richiesta di finanziamento. Parallelamente, addentrandosi invece nelle dinamiche che investono i processi di selezione effettuati dai fondi di venture capital nazionali, è possibile affermare che, anche in questo ambiente, il livello di competenze ed esperienze che caratterizzano la figura del *founder* e del suo *team* risulta essere una discriminante molto incidente nel processo di valutazione del richiedente. A tal proposito, Edoardo Gava ha dichiarato che il *background* dello startupper e della sua squadra è una caratteristica di pari importanza all'idea di business in fase di *screening*, in quanto il *business model* può mutare a seconda delle dinamiche che investono l'ambiente esterno, ma, qualora la start up fosse gestita da un gruppo valido, avrebbe comunque buone probabilità di successo indistintamente dall'idea che guida la sua operatività. In aggiunta, a conferma di ciò, Edoardo Degli Innocenti ha sottolineato come alcuni investitori operanti all'interno del territorio nazionale fissino delle barriere all'entrata stringenti, riguardanti ad esempio il titolo di studio minimo che deve possedere uno startupper al fine di poter procedere ad effettuare una richiesta formale di finanziamento, che chiaramente fungono da deterrente per molti potenziali *founder*.

Spostando il focus d'analisi sulla prospettiva dell'investitore, è chiaro che l'impiego di capitale nella start up sia finalizzato ad ottenere un ritorno economico quanto più elevato possibile. Da tale assunto, Lorenzo Palombi sottolinea la centralità di un'apposita pianificazione di *exit* che il *founder* ed il proprio *team* devono provvedere ad effettuare per incentivare i fondi di venture capital a concedere loro le dovute risorse economiche, in quanto le strategie di uscita sono molto incidenti sul margine di profitto che ogni investitore può conseguire dal suo impiego nel capitale di rischio della start up. Egli afferma che è proprio durante questa fase che risultano particolarmente rilevanti le competenze e l'esperienza di tutti coloro che gestiscono l'organizzazione, in quanto la programmazione dell'*exit* deve esser fatta in un'ottica puramente strategica, dal momento che occorre necessariamente centrare il giusto *timing* per effettuare l'operazione in maniera vantaggiosa: l'idea o il prodotto che delineano il *core business* della start up devono aver suscitato abbastanza interesse da risultare attraenti per chi, successivamente, acquisterà le quote dell'impresa in fase di IPO, o ancora provvederà ad acquisirla. Da tutto ciò, è dunque desumibile come le competenze detenute dai soggetti che

costituiscono il nucleo della start up siano incidenti, anche in maniera indiretta, nel processo iniziale di acquisizione delle risorse.

Sempre inerentemente all'importanza di un'efficiente programmazione, realizzabile solo con competenze ed esperienze significative, Massimo Berardi ha asserito che in ambito italiano molti sono stati i casi di fallimento per una mancata stesura di un piano previsionale. A tal proposito egli afferma: *“Tante start up si sono trovate a dover sostenere una struttura di costi troppo elevata se comparata ai ricavi generati dalla vendita dei prodotti, che ha comportato l'insorgere di una serie di difficoltà insostenibili di carattere finanziario. Un imprenditore esperto, invece, avvalendosi del supporto di un team competente, si dedica attivamente alla pianificazione dei diversi scenari affrontabili, stabilendo ex ante, per ciascuno di essi, le possibili ripercussioni che l'impresa andrà a subire”*.

Sempre in linea con quanto discusso all'interno del capitolo precedente, anche le start up italiane non vengono fondate da un singolo, bensì nascono dall'impegno di una pluralità di soggetti. A tal proposito occorre fare una distinzione tra soci e dipendenti: i primi assumono ovviamente oneri sia da un punto di vista lavorativo che economico, mentre i secondi sono parte integrante del *team* operativo della start up e spesso non rientrano nella compagine proprietaria dell'organizzazione. Dalle statistiche nazionali è possibile affermare che in ambito italiano è maggiormente rilevante la proprietà, e quindi il numero di soci coinvolti nel progetto, piuttosto che i dipendenti della start up: il numero medio dei primi si attesta a 4.78 individui per ogni organizzazione, mentre il valore medio dei secondi è pari a 3.09 (MISE, Cruscotto di Indicatori Statistici - Dati nazionali, 2020). I dati confermano ampiamente quanto è emerso dai vari confronti avuti con gli startupper nazionali, dal momento che gran parte dei *founder* ha affermato di non essere particolarmente propensa ad assumere personale ulteriore in aggiunta ai proprietari. A tal proposito, Massimo Berardi afferma: *“In Italia non si dà troppa attenzione alla costituzione di un team solido di persone aventi competenze sinergiche. Si dà più che altro importanza al prodotto o all'idea di business, sottostimando ingenuamente il rilievo della complementarità dei ruoli. Spesso capita che siano presenti più soci, fattore che tra l'altro comporta un rallentamento notevole dei processi decisionali, a scapito della costituzione di un team valido”*. Coerentemente con quanto riportato nel precedente capitolo, anche in ambito italiano è necessario focalizzarsi non solo sulla costituzione di

una squadra in assoluto, ma anche sul grado di sinergia e complementarità delle competenze ed attitudini dei suoi membri, in quanto l'elevata intensità tecnologica del *business model* della start up genera una serie di dinamiche molto complesse e differenti tra loro. Dunque, in assenza di un *team* che sia altrettanto diversificato, si rischia di avere una visione molto limitata, che pone degli ostacoli importanti lungo il percorso di sviluppo della start up. Viceversa, in linea con quanto statuito da Gianluca Serale, qualora la gestione dell'organizzazione sia affidata ad una pluralità di soggetti aventi nel complesso capacità complementari, c'è una maggiore probabilità che essi si compensino reciprocamente, consentendo all'impresa di avere una prospettiva sul da farsi di gran lunga più accurata.

Parallelamente, però, occorre che tutti i membri del *team* d'impresa siano affini sotto alcuni aspetti personali, in quanto le dinamiche che affliggono quotidianamente l'inezienza delle nuove imprese ad alta intensità tecnologica sono logoranti per tutti coloro che fanno parte del nucleo gestionale della start up, e, in assenza di coesione, potrebbero comportare una rottura o un indebolimento della stessa organizzazione. In particolare, Massimo Berardi sostiene che sia di fondamentale importanza che ci sia armonia internamente al *team* della start up sotto due differenti aspetti: propensione a rischio dei membri e obiettivi che si vogliono realizzare mediante l'operatività dell'impresa.

3.2.3 Ecosistema di riferimento

L'ecosistema nel quale le start up nascono e affrontano un proprio percorso di sviluppo, come evidenziato nel precedente capitolo, influenza in maniera significativa il margine di progresso di ogni organizzazione che ne è parte. A tal proposito, è opportuno ricordare che con il termine ecosistema si intende individuare quell'insieme di soggetti che incidono in maniera diretta o indiretta sul percorso vitale delle imprese ad alto contenuto innovativo, aumentando o diminuendo notevolmente la probabilità che esse emergano all'interno del tessuto economico nazionale. Nell'ambito dell'ecosistema di riferimento delle start up, si rintracciano una molteplicità di soggetti costitutivi, quali lo Stato, altre imprese, figure di supporto come incubatori, acceleratori o centri di ricerca universitari, ed infine la tipologia di cultura imprenditoriale maggiormente diffusa nel territorio di riferimento, che a sua volta può essere alternativamente di natura individualista o focalizzata ad incentivare la collaborazione tra operatori.

Come riportato in precedenza, le politiche statali possono rappresentare un ottimo incentivo o un grande deterrente per l'attrazione di capitali a beneficio delle imprese. A tal proposito, l'incentivo predisposto in favore delle start up innovative, in vigore da Gennaio 2017, che prevede una detrazione fiscale per investitori che partecipino al capitale di rischio delle start up innovative pari al 30% sull'imposta IRPEF o IRES, a seconda della natura dello stesso investitore (giuridica o fisica), come affermato da Edoardo Gava, ha avuto un ottimo impatto sulla propensione di tali soggetti ad apportare risorse all'interno delle organizzazioni ad elevato contenuto tecnologico. In particolare, si è dimostrato un provvedimento molto vantaggioso per il segmento dei *business angels*. In aggiunta, Edoardo Degli Innocenti ha dichiarato che uno sgravio fiscale concesso ad ogni tipologia di investitore possa chiaramente tradursi in una maggiore disponibilità economica per quest'ultimo da impiegare all'interno del contesto imprenditoriale nazionale, il che si traduce agevolmente in un contestuale aumento delle opportunità di finanziamento a beneficio delle start up. Tutto ciò risulta essere ancor più vantaggioso per le nuove imprese se si assume che ci sia un'offerta di fondi inferiore rispetto a quanto domandato dalle start up innovative italiane in termini di risorse finanziarie. A conferma di quanto il ruolo statale sia incidente nella costituzione di un solido e numeroso ecosistema di imprese ad alto contenuto innovativo, l'interessa degli esperti intervistati ha riportato quanto l'eccessiva burocratizzazione presente nel contesto italiano abbia in qualche modo ostacolato pesantemente sia il processo di costituzione dell'organizzazione, sia il suo successivo sviluppo, confessando che il supporto normativo predisposto per le start up innovative non solo risulta abbastanza carente, ma anche di difficile implementazione. La cavillosità delle disposizioni statali in favore delle start up innovative implica chiaramente l'insorgere di una serie di dinamiche formali che complicano molto la conduzione dell'impresa, compromettendone quindi la velocità di sviluppo: come riportato da Massimo Berardi, gli startupper spesso devono necessariamente sacrificare parte del loro tempo per portare a termine una serie di processi e procedimenti, trascurando inevitabilmente la gestione operativa dell'impresa, che invece, soprattutto in fase iniziale, deve essere curata nel minimo dettaglio. Peraltro, egli afferma che spesso, nel processo di erogazione di risorse economiche, o incentivi statali di ogni natura, viene attribuita un'eccessiva importanza agli aspetti formali della documentazione richiesta, non riponendo la giusta attenzione alla valutazione delle

caratteristiche dell'impresa, come l'idea, la composizione del *team* o il *business plan*, che dovrebbero invece essere considerate discriminanti decisive in fase di *screening* di ogni startup.

Per quanto concerne la cultura imprenditoriale, la grande prevalenza di PMI nel tessuto economico nazionale, associata ad una scarsa diffusione di *corporate* di dimensioni più rilevanti, è inevitabilmente sinonimo di una predisposizione degli imprenditori italiani ad adottare un approccio gestionale di natura prevalentemente individualista. Come confermato dalle statistiche nazionali, infatti, nel 2017 l'82% dei lavoratori nazionali era impiegato all'interno di piccole e medie imprese presenti nel territorio (Il Sole 24 ore, Pmi, quanto conta in Italia il 92% delle aziende attive sul territorio?, 2019), a riprova di quanto sia frammentato il tessuto economico nazionale da un punto di vista strutturale. Non a caso, solamente uno degli esperti intervistati ha sottolineato l'importanza che rivestono le *partnership* di mercato sulla salute e sul progresso della start up. In ambito italiano, infatti, come sostenuto da Leonardo Gagliardi, la collaborazione con *players* appartenenti allo stesso mercato, o a mercati complementari, viene tendenzialmente vista in maniera diffidente dai *founder*, fattore che implica una minore inclinazione degli imprenditori nazionali a dedicare del tempo alla costituzione di alleanze strategiche che potrebbero risultare benefiche.

A tal proposito, Massimo Berardi sottolinea il fatto che l'interezza del *team* manageriale della start up dovrebbe dedicarsi a tempo pieno allo sviluppo del *core business* d'impresa, tralasciando completamente l'implementazione di attività marginali a basso valore aggiunto. Da qui si rintraccia la centralità delle *partnership* tra imprese, poiché funzionali a salvaguardare quanto più tempo e denaro possibile per l'implementazione dell'attività economica primaria della start up. Inoltre, Massimo Berardi sostiene che la cultura di matrice puramente individualista diffusa internamente al territorio nazionale spesso implica il fatto che molti startupper italiani ricorrano all'ausilio di terze parti con grande ritardo, compromettendo alle volte la solidità dell'organizzazione: accade frequentemente che le start up siano particolarmente brillanti sotto alcuni aspetti, ma molto carenti in tanti altri ambiti, peculiarità che inevitabilmente incide sul margine di progresso che investe la stessa impresa ad alto contenuto innovativo, poiché è necessario, per garantire buona sorte alla start up, dedicarsi attivamente a tutte le diverse dimensioni compositive del *business model*. Tenendo conto quanto siano numerose e complesse le svariate attività che si

svolgono internamente all'organizzazione, sarebbe del tutto impossibile che un singolo riesca a portarle tutte a termine con successo individualmente.

Spostando il focus d'analisi sulle figure di supporto presenti all'interno del perimetro nazionale, è possibile statuire che gli incubatori siano, stando a quanto riportato dall'interezza degli esperti, fortemente incidenti sul percorso di crescita delle start up. A tal proposito, Leonardo Gagliardi e Gianluca Serale sottolineano il fatto che gli stessi incubatori consentono alle start up di accedere ad una molteplicità di risorse di ogni natura fondamentali per la costituzione ed il progresso dell'impresa, favorendo inoltre l'ingresso delle organizzazioni neocostituite ad un *network* di operatori particolarmente rigoglioso. In aggiunta, per uno degli esperti l'incubatore è risultato di grandissimo aiuto, in quanto ha facilitato notevolmente il processo di acquisizione di risorse finanziarie in fase di costituzione della start up. Addentrandosi maggiormente nel contesto degli incubatori certificati italiani, osservando le statistiche relative alla loro presenza nel territorio nazionale, è possibile osservare come ci sia una densità molto maggiore di tali soggetti nelle aree territoriali che, secondo quanto analizzato in precedenza, risultano essere maggiormente rigogliose per la nascita e la crescita delle start up innovative, a conferma della forte incidenza di tali *player* sulla capacità di nascita e sviluppo delle imprese ad alta intensità tecnologica. Complessivamente, infatti, dei 38 incubatori presenti nel territorio, solo in Lombardia e nel Lazio se ne contano 14 (MISE, Relazione annuale al Parlamento, 2020), ovvero circa il 36% del totale, caratteristica che contribuisce a motivare la migliore *performance* di questi due microsistemi rispetto alle altre regioni italiane. Coerentemente con i dati discussi in precedenza, inerenti la diffusione delle start up da un punto di vista regionale, la distribuzione geografica degli incubatori riflette l'asimmetria in termini di sviluppo che investe l'interezza della penisola: parallelamente ad una maggior presenza di tali strutture di supporto nel centro nord Italia, si può osservare dai dati nazionali una loro assenza nelle aree meridionali, dal momento che l'organico degli incubatori presenti nel Mezzogiorno conta solamente 3 dei 38 *player* attivi (MISE, Relazione annuale al Parlamento, 2020).

Passando alla valutazione dell'incidenza che le strutture di ricerca accademiche hanno nel progresso delle start up innovative anche in ambito nazionale, dai pareri raccolti è emerso che l'interezza degli esperti attribuisce una grande rilevanza al contatto tra start up ed università: come dichiarato da Leonardo Gagliardi e da Gianluca Serale, dai centri

accademici è possibile reperire risorse umane altamente qualificate, che, mediante la loro formazione hanno una maggiore dimestichezza nel gestire le dinamiche complesse che investono la start up lungo l'intero percorso di sviluppo. In aggiunta, Gianluca Serale afferma che una stretta relazione tra start up ed università può comportare per l'organizzazione la possibilità di accedere a strutture e strumenti che, se si dovesse provvedere ad acquistare in sede di costituzione, si affronterebbero serie difficoltà finanziarie che potrebbero incidere sulla salute dell'organizzazione.

Inoltre, coerentemente con quanto rilevato dall'analisi della letteratura esistente, le università contribuiscono a fortificare la credibilità di un progetto innovativo, abbattendo notevolmente lo scetticismo dei clienti *target*. A tal proposito, Michele Lepore di Sicurezza 4.0 Startup di Sapienza Università di Roma afferma: *“Essere affiancato dal contesto universitario nello sviluppo del mio progetto ha contribuito a fortificare l'immagine del brand, il quale ha quindi acquisito una maggiore stabilità da un punto di vista reputazionale”*.

Se si assume inoltre il fatto che il motore di sviluppo delle start up sia la componente innovativa presente nel *business model*, si può desumere quanto i centri di ricerca universitari, che pongono al centro della propria operatività il concetto di innovazione in tutte le sue declinazioni, siano generatori di una molteplicità di idee imprenditoriali con forte potenziale che potrebbero essere sfruttate dalle start up nazionali. A tal proposito, Massimo Berardi sostiene che in Italia il rapporto impresa-università sia molto poco sviluppato e rappresenti un punto di forte debolezza dell'ecosistema delle start up nazionali. In tal senso, egli afferma che il contatto tra le due entità avviene occasionalmente, non essendo presente un programma sistematico che favorisca un legame solido e continuo nel tempo.

CAPITOLO 4

DAL FALLIMENTO AL SUCCESSO: PROPOSTE MIGLIORATIVE A BENEFICIO DELLE FUTURE START UP

Alla luce di quanto emerso nel precedente capitolo in termini di criticità che compromettono in maniera diretta o indiretta il percorso vitale delle start up nazionali, si è deciso di stilare, all'interno di quest'ultima parte, una serie di proposte riguardanti possibili modifiche che possano limitare l'instabilità arrecata da tali fattori al complesso italiano di organizzazioni di nuova costituzione ad alta intensità tecnologica, causandone spesso un fallimento prematuro o ancora un mancato sviluppo. Nella stesura delle *best practices* applicabili al contesto italiano si è deciso di riportare, in coerenza con quanto discusso anteriormente, provvedimenti riguardanti problematiche che caratterizzano la sfera personale dello startupper e manovre a sostegno di elementi critici che invece si rintracciano nelle dinamiche esterne, non riguardanti direttamente l'imprenditorialità e le capacità dei *founder*.

4.1 L'importanza della collaborazione statale

Dall'analisi effettuata sui *drivers* che condizionano il percorso vitale delle start up nazionali, è emersa con grande vigore l'incidenza della figura statale: l'interessa degli intervistati ha ricordato, a tal proposito, quanto l'assistenza pubblica italiana a sostegno delle start up sia del tutto inefficiente, ed in quanto tale, contribuisce a rendere il territorio nazionale un ambiente inospitale per l'avvio di un progetto imprenditoriale. Sulla base di ciò, l'elaborato intende illustrare degli accorgimenti, inerenti al tema della tassazione e del supporto economico, che l'organo statale potrebbe tenere in considerazione per garantire alle nuove imprese innovative di poter crescere in maniera dinamica, senza dover affrontare ostacoli che possano limitarne lo sviluppo o comprometterne la stabilità.

4.1.1 Tassazione ed incentivi: il fulcro del cambiamento

Nonostante siano stati promulgati dei provvedimenti statali in materia di tassazione e stimoli fiscali in favore delle start up innovative a partire dalla loro formalizzazione giuridica avvenuta nel 2012, la spinta nazionale fin qui promossa si è dimostrata

inefficace per consentire alle imprese italiane ad alto contenuto tecnologico di emergere e competere nell'odierno mercato globalizzato.

Per quanto concerne il supporto puramente economico che lo Stato Italiano fornisce alle start up innovative, è possibile sostenere che, sulla base di quanto confessato dall'interezza dei *founder* intervistati, occorrerebbe l'implementazione di manovre valide ad elidere, quantomeno parzialmente, le difficoltà strutturali affrontate dagli startupper in tema di reperimento di risorse tramite organi bancari. Occorre infatti compensare necessariamente l'offerta di capitali provenienti da fondi di venture capital, poiché essa risulta molto carente se rapportata alla crescita dinamica che sta investendo l'ecosistema delle start up italiane. Nonostante effettivamente sia stata predisposta in favore delle imprese neocostituite ad alta intensità tecnologica la possibilità di accedere al fondo di garanzia pubblico per le PMI, come esposto nel primo capitolo dell'elaborato, spesso, la "cauzione statale" non si rivela sufficiente a garantire un lineare accesso al credito, dal momento che le stesse istituzioni bancarie tendono ad attribuire un'affidabilità limitata alla copertura pubblica. A tale proposito, Leonardo Gagliardi ha rivelato come il processo di acquisizione di risorse tramite il canale bancario sia stato lento e macchinoso, in virtù del fatto che la garanzia offerta dallo Stato Italiano non è stata sufficiente ad assicurargli un fluido accesso al credito, poiché è stato necessario provvedere parallelamente alla predisposizione di ulteriori coperture a supporto della richiesta di finanziamento. In linea con quanto detto, Gianluca Serale ha confermato l'importanza che investe l'operatività governativa per sopperire alla carenza di offerta di fondi, sostenendo che occorrerebbe promuovere una maggiore partecipazione in termini quantitativi, da parte dell'organo statale, al capitale di rischio delle start up innovative, attuando contestualmente un processo di selezione meno focalizzato sull'effettivo rispetto di procedure formali e di carattere burocratico. Attribuendo infatti un peso maggiore all'idea di business, nonché alla struttura organizzativa della start up durante la fase di *screening*, per decidere tra quali soggetti richiedenti allocare il capitale a disposizione, lo Stato potrebbe sicuramente massimizzare l'efficacia delle risorse cedute, finanziando con un ammontare maggiore solamente le organizzazioni più meritevoli e riuscendo quindi anche a diminuire contestualmente il livello di rischio associato all'interezza delle garanzie erogate. Non a caso, l'eccessiva importanza che investe la corretta formalizzazione della richiesta di accesso alle risorse statali, dirette o indirette che siano, come affermato da Massimo

Berardi e da Leonardo Gagliardi, implica spesso il fatto che anche imprese non meritevoli, il cui obiettivo non è realmente lo sviluppo di un prodotto o servizio ad alto contenuto tecnologico, riescano a beneficiare comunque degli incentivi pubblici, erodendo così il quantitativo economico messo a disposizione per la nascita e lo sviluppo di start up innovative effettivamente virtuose.

Se la spesa pubblica risulta essere un fattore di primaria importanza per garantire all'ecosistema delle start up italiane un cambio di rotta radicale, che sia sinonimo di una forte accelerazione in termini di sviluppo, un elemento altrettanto rilevante in questo senso si rintraccia nel trattamento fiscale facente capo le start up innovative.

A tal proposito, con riferimento alle politiche tributarie adottate dello Stato Italiano, Edoardo Degli Innocenti ricorda quanto sia del tutto poco strategico limitare, addirittura durante la fase di crescita iniziale, la capacità evolutiva delle start up innovative: da un punto di vista meramente economico, il margine di contributo fiscale ottenibile mediante la tassazione di tali soggetti imprenditoriali appare del tutto irrilevante, in quanto la condizione patrimoniale e finanziaria delle nuove imprese tecnologiche, come mostrato nel precedente capitolo, tende ad essere critica per svariati anni dall'avvenuta costituzione societaria. Al contrario, spostando l'ottica d'analisi al punto di vista delle start up innovative, si può agevolmente dedurre quanto esse trarrebbero un vantaggio molto rilevante da una pressione fiscale nulla o quantomeno di intensità debole. In tal senso, Edoardo Degli Innocenti sostiene che la probabilità che tali imprese crescano in maniera più dinamica e salutare incrementerebbe esponenzialmente, generando quindi, conseguentemente ad una forte espansione, anche un maggiore indotto economico futuro a beneficio delle casse statali. A tal proposito Edoardo Gava afferma: *“Appare poco utile tassare un'azienda che è nata da altrettanto poco tempo, dal momento che tale organizzazione contribuirà in maniera molto limitata in termini quantitativi alla salute del bilancio pubblico. Sarebbe sicuramente più intelligente attendere ed elidere quindi la stretta fiscale in un primo momento per consentire alla startup di dotarsi di tutti i fattori di produzione necessari per crescere, non solo da un punto di vista dimensionale, ma anche in un'ottica puramente finanziaria, in modo da ottenere successivamente un beneficio maggiore potendo raccogliere dalla start up un ammontare di risorse sicuramente più cospicuo, che sia inoltre meno incidente sulla capacità della stessa organizzazione di permanere all'interno del mercato”*.

Osservando da un ulteriore punto di vista l'incidenza che le politiche tributarie potrebbero avere nella promozione di un complesso di start up nazionali fortemente all'avanguardia, sulla base di quanto concluso mediante l'analisi effettuata anteriormente, che fa emergere la centralità delle risorse economiche come fattore determinante per la costituzione e la crescita di start up, Michele Lepore afferma che occorrerebbe rafforzare la gamma di incentivi fiscali predisposti in favore dell'interesse degli investitori esterni: in tal modo si riuscirebbe a conseguire lo sviluppo di una maggiore propensione di tali soggetti a partecipare in maniera dinamica all'evoluzione delle nuove organizzazioni innovative. Analogamente, Massimo Berardi ed Edoardo Gava, sottolineando l'importanza di una politica tributaria sostenibile in favore dei soggetti economici del tessuto nazionale che operano nel campo della tecnologia e dell'innovazione, hanno affermato che sarebbe opportuno comprendere nel ventaglio delle agevolazioni fiscali, che attualmente sono poco rilevanti sia da un punto di vista economico che normativo, anche le grandi *corporate* interessate a dedicarsi attivamente alla crescita del fenomeno innovativo che sta investendo attualmente l'intero mercato mondiale. Massimo Berardi, calcando l'importanza del potenziale ruolo delle grandi imprese sul progresso dell'ecosistema delle start up italiane, ha asserito che la grande maggioranza delle organizzazioni ad elevato contenuto tecnologico che riesce a permanere nel mercato ed implementare con successo il proprio modello di business deriva da spin-off²⁴ aziendali di *player* di importanti dimensioni, dal momento che questi garantiscono alla società neocostituita di poter contare su un imminente ausilio economico in caso di necessità, nonché sull'acquisizione di un importante *know-how*²⁵ manageriale.

Alla luce di quanto riportato all'interno di questo paragrafo, data la forte esigenza di adottare provvedimenti che garantiscano non solo una competizione sostenibile internamente ai confini nazionali, come dichiarato da Leonardo Gagliardi implementabile solo mediante una netta separazione concorrenziale tra imprese di una certa dimensione e start up, ma anche uno sviluppo delle stesse start up che si estenda oltre il mercato italiano, si è deciso di illustrare brevemente una plausibile soluzione che riassume in maniera efficace le dinamiche fin qui trattate. A tal proposito, come sostenuto da Edoardo

²⁴ Si intende quel processo mediante il quale si crea un soggetto di diritto a sé stante, in quanto indipendente giuridicamente dalla società di origine, al fine di realizzare particolari obiettivi o scopi.

²⁵ Letteralmente "saper fare", è un termine utilizzato per individuare quelle competenze ed abilità tecniche per svolgere una certa mansione lavorativa.

Gava occorre fare, sotto il punto di vista della gestione delle nuove organizzazioni ad alta intensità tecnologica, un passo in avanti. In questo senso egli afferma: “*Essendoci oggi un mercato comune fortemente globalizzato, se alcuni ecosistemi adottano un’ottica di gestione, internamente al proprio complesso di start up, promotrice di uno sviluppo dinamico e l’Italia non tiene un passo adeguato, continuerà a persistere un grande gap produttivo e strutturale tra il nostro tessuto innovativo e quello di altri paesi*”.

4.1.2 Le regulatory sandbox

Dovendo fronteggiare innumerevoli sfide poste dall’ascesa e dall’evoluzione di tecnologie ed innovazioni dirompenti, molti paesi hanno adottato differenti approcci regolatori adattando strutture istituzionali e norme al fine di avallare il fenomeno innovativo e specularmente contenerne i rischi. Tra tutti gli sforzi compiuti in materia normativa, le *regulatory sandbox*, implementate per la prima volta da parte del Regno Unito, si sono dimostrate un buon meccanismo per favorire un adeguato bilanciamento tra dinamismo innovativo promosso dalle nuove tecnologie ed uno spiccato ordine internamente al tessuto produttivo. Se applicate in un primo momento solamente alle nuove imprese operanti nel settore finanziario (FinTech), successivamente, molti altri paesi come Canada, Giappone, Singapore e Taiwan hanno compreso nell’operatività delle *regulatory sandbox* anche altri settori economici, come quello energetico, sanitario ed ambientale (Chang-hsien Tsai, Ching-Fu Lin, Han-Wei Liu, The Diffusion of the Sandbox Approach to Disruptive Innovation and Its Limitations, 2019).

Questa nuova forma di gestione di tutti i soggetti che detengono un modello di business ad alto contenuto innovativo si concretizza nella formazione di uno “spazio sicuro”, dove le imprese possono liberamente testare l’efficienza dei propri *business model* senza dover imbattersi immediatamente nelle usuali conseguenze normative che si adotterebbero dell’avvenuta formalizzazione di una nuova società (Financial Conduct Authority, Regulatory sandbox, 2015). In tal senso, le *regulatory sandobox* sono un buono strumento per elidere tutte quelle barriere che scoraggiano le nuove imprese innovatrici dal dedicarsi alla rimozione di paradigmi produttivi esistenti mediante l’introduzione di una tecnologia fortemente avanguardista, che possa apportare contestualmente una serie di vantaggi sia per il mercato da un punto di vista strettamente competitivo, sia per i consumatori. I

benefici conseguibili mediante l'introduzione delle *regulatory sandbox* possono essere sintetizzabili nei seguenti punti²⁶:

- Riduzione del tempo e, potenzialmente, anche dei costi relativi all'introduzione di un prodotto innovativo all'interno del mercato: i ritardi causati dall'incertezza normativa colpiscono in modo sproporzionato le imprese innovatrici, determinando una dilatazione eccessiva del *time-to-market*²⁷ delle nuove tecnologie.
- Favorire un più rapido ed efficiente accesso alle risorse finanziarie per le imprese innovatrici: l'incertezza e le frizioni normative determinano una diminuzione della propensione degli investitori ad impiegare i propri fondi all'interno di tali imprese, causando un generale incremento delle difficoltà finanziarie a sfavore delle organizzazioni ad alto contenuto innovativo.
- Incoraggiare un maggior numero di test di prodotti precedentemente alla loro vendita nel mercato di riferimento: spesso le start up abbandonano la loro idea di prodotto in maniera del tutto prematura, in virtù di difficoltà di carattere burocratico che impediscono un lineare sviluppo dell'innovazione. Mediante l'introduzione delle *regulatory sandbox* diventa possibile per le società provvedere allo svolgimento di un'accurata fase di *testing*, la quale implica inevitabilmente una riduzione della probabilità di fallimento delle stesse idee innovative, nonché un loro continuo perfezionamento antecedente alla formale immissione nel mercato.
- Consentire alle strutture istituzionali di collaborare con le organizzazioni per assicurare una corretta disciplina in favore dei consumatori finali.

Chiaramente, al fine di costituire questi “spazi liberi” dove le nuove imprese ad alto contenuto innovativo possono operare per un determinato periodo di tempo senza dover sostenere costi ed oneri relativi alla formalizzazione di un qualsiasi organo societario, occorre designare un vero e proprio regolamento che guidi le organizzazioni richiedenti ad un corretto e leale sfruttamento della *regulatory sandbox*.

A tal riguardo, in linea con disposizioni riportate all'interno del Regulatory sandbox della Financial Conduct Authority (FCA), occorre in prima istanza delineare dei requisiti fondamentali che devono necessariamente essere rispettati per poter effettuare una richiesta formale di utilizzo di una *regulatory sandbox*. In questo senso risulta importante

²⁶ Reperibili nel rapporto “Regulatory sandbox” del Financial Conduct Authority, 2015.

²⁷ Con il termine *time-to-market* si intende individuare il periodo di tempo intercorrente tra l'ideazione di un determinato prodotto o servizio ed il suo effettivo inserimento nel mercato.

analizzare il grado di innovatività del prodotto o del servizio proposto dall'impresa richiedente: l'output prodotto o ideato deve necessariamente distinguersi in maniera marcata dall'offerta esistente, in modo da apportare ai consumatori target dei significativi vantaggi. La richiesta di accesso deve poi essere vagliata da un apposito organo giudicante (nel caso del Regno Unito tale mansione viene svolta dalla FCA), il quale valuterà l'effettivo rispetto dei suddetti criteri. Se la proposta viene accettata, l'organo giudicante inizierà una stretta collaborazione con l'azienda richiedente, al fine di costituire una *sandbox* adeguata alle necessità della futura società, statuendo quindi le metodologie per effettuare i processi di *testing* del prodotto, i criteri utilizzati per la misurazione dei risultati ed infine gli obblighi di rendicontazione e di contenimento del rischio. Successivamente, raggiunto il limite temporale di sfruttamento della *sandbox*, stabilito in fase di accettazione della richiesta, l'organo giudicante dovrà dedicarsi alla revisione di un rapporto finale concernente l'operato dell'organizzazione, la quale a sua volta deciderà se introdurre o meno nel mercato il proprio prodotto (Financial Conduct Authority, Regulatory sandbox, 2015).

Da quanto analizzato, emerge che il ruolo delle *regulatory sandbox* può essere centrale per garantire alle start up innovative una competizione sana e sostenibile, escludendo in maniera marcata la possibilità che le piccole organizzazioni ad alto contenuto tecnologico si rapportino fin da subito con imprese *incumbent* di grandi dimensioni, che, in quanto tali, detengono un vantaggio economico e strategico non trascurabile.

L'introduzione di un'agevolazione simile in ambito nazionale potrebbe peraltro allentare la stretta burocratica e fiscale facente capo le start up innovative, consentendo al management di tali imprese di potersi dedicare appieno allo sviluppo del proprio modello di business, senza dover sacrificare necessariamente un ammontare di tempo spropositato per la gestione di tutti i processi formali che investono le società di nuova costituzione. L'avvio di un percorso di cambiamento di questo tipo, sancito dall'adozione di un provvedimento del genere in favore delle start up nazionali, deve peraltro fondarsi sull'idea che le nuove imprese tecnologiche costituiscano una categoria di società non convenzionale, in quanto inglobano all'interno della loro ristretta struttura dimensionale una grande quantità di capitale, per lo più umano o intangibile, tale per cui, come sostenuto da Leonardo Gagliardi, meritano un apposito trattamento, distinto dalle norme che regolano comunemente l'imprenditoria italiana.

Parallelamente è chiaro che, in virtù di quanto riportato internamente a questo paragrafo, la costituzione di un organo preposto a gestire il funzionamento delle *regulatory sandbox* è di cruciale importanza, al fine di garantire non solo un processo di selezione valido, basato su un'approfondita analisi del *business model* delle imprese richiedenti, come anche sostenuto da Massimo Berardi, ma perfino una minimizzazione della probabilità che la libertà garantita alle start up innovative possa rivelarsi dannosa per l'intero ambiente economico.

4.2 Un'importante fonte di crescita per le start up: la creazione di un mercato secondario
Ovviare alla carenza di offerta complessiva di capitali in ambito nazionale, sulla base delle problematiche rilevate nel precedente capitolo, risulta un tassello imprescindibile da dover aggiungere all'insieme dei plausibili accorgimenti che occorrerebbe tenere in considerazione per garantire alle start up innovative un bacino di crescita solido su cui poter far affidamento.

Per procedere ad una corretta ed attendibile stesura del paragrafo, si è deciso di affrontare l'argomento e le relative problematiche ad esso associate mediante un ulteriore supporto da parte di Lorenzo Palombi, *legal counsel* presso LVenture Group S.p.A, specializzato in diritto commerciale e societario.

Al fine di poter cedere quote di partecipazione relative alle start up, in linea generale, essendo "titoli nominativi" anziché "titoli al portatore" come le azioni²⁸, occorre procedere, secondo quanto predisposto dalla normativa italiana a riguardo, ad una vendita mediante trasferimento notarile. I tempi relativi alle transazioni su titoli di capitale di start up sono dunque molto ampi, soprattutto per quelle quote di capitale che, secondo disposizioni statutarie, attribuiscono ai soci dell'organizzazione la possibilità di esercitare il proprio diritto di prelazione²⁹ sull'interesse delle quote messe in liquidazione da parte di un altro soggetto proprietario.

Inoltre, tale modalità di cessione, oltre a svantaggiare il socio uscente in termini di tempistiche, comporta anche il sostenimento di una serie di spese legali ed amministrative

²⁸ I titoli nominativi sono intestati ad un soggetto determinato, tanto sul titolo stesso quanto negli appositi registri dell'emittente. La legittimazione all'esercizio dei diritti connessi al titolo presuppone, oltre al possesso del titolo, la coincidenza delle due intestazioni in favore della stessa persona. Viceversa, i titoli al portatore consentono l'esercizio dei relativi diritti a colui che in buona fede ne sia in possesso.

²⁹ Si intende individuare la possibilità per un socio, mediante l'esercizio di tale diritto, di acquistare *pro quota* parte dell'ammontare delle partecipazioni di un socio interessato a liquidare il proprio investimento.

non trascurabili, che, come sottolineato da Lorenzo Palombi, spesso incentivano potenziali investitori a migrare verso altre modalità d'impiego del proprio capitale. A tal proposito, infatti, Lorenzo Palombi sottolinea la centralità della valorizzazione del disinvestimento, a cui tutti i soggetti operanti nel mercato attribuiscono un'importante ponderazione in sede di scelta tra alternative di impiego di capitale.

Dunque, le importanti frizioni che occorre fronteggiare durante il processo di vendita delle quote di partecipazione, associate ad un mercato molto poco liquido in quanto privo di volume e di velocità di scambi dei suddetti strumenti finanziari, implica inevitabilmente un relativo livello della domanda molto scarso, che sfocia ulteriormente nella possibilità che in sede di dismissione dell'investimento il socio uscente non riesca spesso neanche a cedere la propria partecipazione al suo valore fondamentale³⁰.

Secondo Lorenzo Palombi, una problematica che ha ostacolato fortemente la creazione di un apposito mercato secondario³¹ a beneficio delle nuove imprese ad alta intensità tecnologica si rintraccia nel fatto che lo Stato Italiano ha consentito a tutti i soggetti investitori, che mantengano la partecipazione nella start up per un periodo non inferiore ai tre anni, la possibilità di detrarre o di dedurre dall'imponibile IRES una somma pari al 30% dell'ammontare investito. Lo sgravio fiscale è esercitabile solamente l'anno successivo dall'avvenuto investimento, a patto che la quota venga comunque mantenuta per un lasso di tempo di 3 anni. Altrimenti, nel caso in cui successivamente all'esercizio del beneficio fiscale si dovesse decidere di vendere la quota a terzi in via anticipata rispetto a quanto sancito dalla normativa nazionale, il credito d'imposta si trasformerebbe in una passività per l'investitore, che sarebbe dunque tenuto a rimborsare l'erario dell'agevolazione precedentemente sfruttata. Questa dinamica, con tale meccanismo di funzionamento, può comportare l'insorgere di un'ulteriore complicanza a scapito della possibilità di scambiare le quote di partecipazione successivamente al loro acquisto.

Secondo Lorenzo Palombi, la mancanza di un mercato secondario dove poter liquidare facilmente l'investimento è infatti un elemento avente un'importanza di rilievo, poiché comporta il fatto che la crescita di molte start up nazionali sia ad oggi fortemente ancorata

³⁰ Si intende il valore intrinseco di una partecipazione, che riflette quindi in maniera accurata il valore degli *assets* tangibili e non della società.

³¹ Per mercato secondario si intende quel luogo nel quale vengono scambiati strumenti finanziari già in circolazione, fino al raggiungimento della loro scadenza contrattuale.

ad aumenti di capitale o ad un successo nel campo delle vendite, aspetti che di fatto determinano uno sviluppo relativamente lento e macchinoso delle start up.

Specularmente, la creazione di un adeguato *secondary* dove poter scambiare in maniera agevole gli strumenti di partecipazione al capitale delle start up nazionali, comporterebbe l'ottenimento di numerosi vantaggi. A tal proposito, le start up potrebbero godere di una maggiore notorietà tra il pubblico di investitori nazionali ed esteri, che non sarebbe solamente sinonimo di una crescente valorizzazione degli *assets* societari, ma comporterebbe anche la possibilità per le stesse start up di penetrare all'interno del proprio mercato di riferimento in maniera più dinamica, riducendo notevolmente le tempistiche di avviamento. È chiaro che la costituzione di un apposito mercato secondario genererebbe un sostanziale incremento della liquidità degli investimenti, dinamica che causerebbe sicuramente un aumento dell'interesse dei potenziali investitori in sede di sottoscrizione di quote di nuova emissione. Simmetricamente, data la possibilità agli operatori di mercato di scambiare in maniera istantanea le partecipazioni, e di poter quindi conseguire potenziali *capital gain*, l'organo statale potrebbe procedere ad applicare, in maniera del tutto analoga a quanto già posto in essere nei mercati regolamentati, l'aliquota di tassazione sui guadagni in conto capitale, beneficiando in tal modo di ulteriori entrate fiscali.

A riguardo di quanto detto, appare interessante presentare brevemente la soluzione ideata dalla *partnership* instaurata tra Directa Sim³² e CrowdfoundMe³³ che, seppur con i limiti insiti negli strumenti a loro disposizione, hanno ovviato parzialmente al problema della circolazione delle partecipazioni tramite un sistema con cui Directa Sim gestisce le quote per conto di investitori terzi (i quali investono tramite il portale di CrowdfoundMe), in modo da facilitare lo scambio di tali quote tra soggetti interessati. La trattazione del caso si servirà di informazioni reperite all'interno delle pagine web delle due società, riportate all'interno della sitografia dell'elaborato.

³² Directa Sim è una società di intermediazione mobiliare che offre ai propri clienti, ad oggi più di 40.000, una piattaforma dove poter svolgere attività di trading online, garantendo parallelamente agli stessi consumatori la possibilità di accedere ad una molteplicità di servizi aggiuntivi resi disponibili in più di 2.600 sportelli bancari.

³³ CrowdfoundMe è ad oggi una delle più importanti piattaforme di crowdfunding dove poter reperire capitali da una variegata platea di investitori. Ad oggi la società ha provveduto ad una raccolta in favore delle società iscritte di 52.26 milioni di euro.

4.2.1 La rivoluzione dell'attività di investimento in aziende non quotate: il caso di Directa Sim e CrowdfoundMe

Dall'accordo stretto tra le due società è sorta la possibilità per gli investitori di aderire ad un regime alternativo di gestione delle quote acquistate, denominato "Rubricazione", che consente agli stessi operatori, in caso volessero alienare le partecipazioni detenute, di ovviare a tutti i costi ed alle tempistiche relative al trasferimento notarile, citato nel precedente paragrafo, valido ad ufficializzare l'avvenuta cessione delle quote da un soggetto ad un altro. In tal senso, aderendo al regime di Rubricazione sarà l'intermediario, ovvero Directa Sim, a sottoscrivere le quote in nome proprio ma per conto dell'investitore, concedendo la possibilità a quest'ultimo di liquidare il proprio impiego in tempi molto più rapidi. Ovviamente, l'intermediario si occuperà in parallelo di svolgere tutte quelle mansioni propedeutiche all'intestazione alternativa. Spostando il focus d'analisi sulle modalità effettive di svolgimento della transazione, l'adesione al regime di Rubricazione implica lo svolgimento delle seguenti attività:

- Qualora l'offerta dell'investitore sia andata a buon fine, l'intermediario sottoscriverà le quote acquisite in nome proprio e per conto dell'investitore, e dunque solamente Directa Sim risulterà socio della società emittente all'interno del Registro delle imprese.
- Se l'investitore sarà interessato a partecipare alle assemblee della società emittente, dovrà richiedere il rilascio di un'apposita certificazione da parte dell'intermediario, che attesti che lo stesso investitore sia l'effettivo proprietario delle quote.
- Qualora in futuro l'investitore voglia cedere la propria partecipazione a terzi, il trasferimento verrà annotato solamente nei registri interni dell'intermediario.

Il regolamento stabilito dalla *partnership* tra le due società interessate precisa, peraltro, la reversibilità dell'opzione di adesione al regime della Rubricazione. A tal proposito, allorché l'investitore voglia tornare al regime ordinario di intestazione, potrà farlo mediante una richiesta esplicita nei confronti di Directa Sim, previo sostenimento di tutti gli oneri notarili ed amministrativi che emergono in caso di adesione al regime di intestazione ordinario. Ovviamente, l'iniziativa delle due società finalizzata alla formalizzazione di tale regime di intestazione alternativo nasce in linea con l'obiettivo di snellire le procedure burocratiche legate alla circolazione delle quote di capitale delle start up innovative e PMI non quotate, volendo dar vita in un secondo periodo, come riportato dal comunicato di Directa Sim, ad un vero e proprio mercato di riferimento.

Nonostante siano stati fatti dei passi in avanti per regolarizzare un'agevole circolazione delle quote di capitale di tali società, l'iniziativa predisposta dalla *partnership* tra Directa Sim e CrowdfoundMe nel 2018 preserva ancora delle frizioni funzionali, che la rendono poco utilizzata da un punto di vista operativo ed ulteriormente poco nota al pubblico di investitori. Come sostenuto da Lorenzo Palombi, infatti, il modo più funzionale per poter dar vita ad un mercato secondario a beneficio delle start up innovative sarebbe quello di intendere le quote di partecipazione al capitale di tali imprese come titoli al portatore e non a nominativo, in modo da elidere in maniera diretta le suddette complicità in tema di trasferimento delle partecipazioni.

4.3 Il legame impresa - università come incipit del progresso dei futuri startupper

In quest'ultimo paragrafo, l'elaborato intende affrontare l'argomento riguardante il rapporto intercorrente tra imprese nazionali ed università, soffermandosi in maniera marcata sui benefici conseguibili mediante la promozione di un saldo legame tra queste due entità. A tal proposito, si cercherà di sottolineare l'importanza di una connessione sistematica tra società ed atenei, valida ad arginare tutte quelle dinamiche interne alla sfera personale del *founder*, discusse nei due capitoli precedenti, che limitano in maniera decisiva la capacità delle startup nazionali di emergere all'interno dell'attuale mercato globale.

Da un punto di vista nazionale, come affermato da Massimo Berardi, il collegamento impresa – università sembra essere, eccetto alcune iniziative sporadiche, quasi del tutto trascurato, in quanto nel tempo non sono state implementate iniziative volte a promuovere un'integrazione verticale tra i due ambienti, nonostante questi abbiano fini del tutto consequenziali e sinergici. In questo senso, Massimo Berardi sostiene che sarebbe necessario procedere a favorire una partecipazione attiva delle imprese all'interno del campo universitario, mediante l'allocazione di risorse che rendano fattibile l'attuazione di corsi formativi interni agli atenei, utili garantire ai giovani studenti la possibilità di ottenere una formazione complessiva, che comprenda non solo una preparazione di carattere meramente accademico, ma anche lo sviluppo di abilità puramente operative, in modo da colmare, almeno parzialmente, quel *gap* intercorrente tra ambiente lavorativo ed universitario. A tal riguardo, egli afferma che “*Le start up, e più in generale l'interessezza delle organizzazioni, hanno la necessità di trovare le migliori risorse umane, che possano*

svolgere ruoli di diversa natura per migliorare la loro efficienza operativa e diminuire contestualmente le probabilità di fallimento legate all'attività imprenditoriale. Il modo più efficace per provvedere ad una selezione mirata e di successo è proprio quello di osservare i candidati durante il loro percorso accademico, fornendo parallelamente agli studenti la possibilità di approcciare fin da subito alle dinamiche che caratterizzano operativamente il modo dell'impresa". specularmente afferma: *"Lo studente, in maniera del tutto simmetrica, avrebbe la possibilità di testare attivamente le proprie abilità operative fin da subito, in modo da scoprire quali siano i propri interessi nonché le aree tecniche dove risulta essere maggiormente brillante".* È proprio in questo modo che si eviterebbero frizioni allocative di capitale umano all'interno del contesto lavorativo, e dunque si potrebbe non solo massimizzare l'efficienza produttiva di ciascun *player* operante nel contesto italiano, bensì sarebbe anche possibile limitare fallimenti prematuri, dovuti ad una mancata gestione tempestiva degli aspetti che mettono a repentaglio la permanenza sul mercato delle start up nazionali. In questo senso, Massimo Berardi specifica che l'adozione di un modello di questo tipo, che incentivi la partecipazione attiva delle imprese all'interno del contesto universitario, consentirebbe il raggiungimento di un vantaggio reciproco, facente capo sia le organizzazioni e le start up, sia gli stessi atenei: si svilupperebbe in questo modo un processo di selezione binario, a beneficio delle aziende che avrebbero la possibilità di attirare i migliori candidati, ed in favore dei giovani che avrebbero invece la possibilità, dopo aver acquisito una base di conoscenze di natura operativa, di selezionare liberamente e coscientemente, sulla base delle proprie peculiarità caratteriali e disciplinari, l'organizzazione prediletta. In maniera del tutto consequenziale a quanto detto, egli afferma che un modello di collaborazione simile, somigliante a quello adottato dalle nazioni anglosassoni, garantendo agli studenti la possibilità di arricchire il proprio bagaglio di conoscenze imprenditoriali e di acquisire una parziale dimestichezza operativa *ex ante* l'ingresso all'interno del contesto lavorativo, consentirebbe ai giovani di evitare di perdere del tempo ad osservare le dinamiche che caratterizzano il mondo del lavoro, e conseguentemente li incentiverebbe di sicuro a dar vita, nel caso in cui avessero un'idea di business vincente, ad una vera e propria start up innovativa, a beneficio dell'evoluzione tecnologica nazionale. Tutto questo senza doversi imbattere, per mancanza di esperienza

imprenditoriale, in problematiche che potrebbero rivelarsi deleterie per la loro attività di business.

Peraltro, sempre in favore dell'ecosistema delle start up nazionali, Massimo Berardi sostiene che dall'introduzione di percorsi formativi validi a testare le abilità operative degli studenti, attraverso un'attiva partecipazione da parte delle *corporate* all'interno del mondo accademico, si costituirebbero degli agglomerati di giovani capaci di analizzare ed osservare reciprocamente le *skills* pragmatiche di ciascun membro, in modo da poter agevolmente costituire un *team* per lo sviluppo di una potenziale idea imprenditoriale che sia coeso ed allo stesso tempo fortemente sinergico.

Allo stesso modo, Michele Lepore evidenzia quanto sia importante la collaborazione tra impresa ed università sottolineando che, essendo le università fonte di innovazione, data la grande attività di ricerca che svolgono, occorrerebbe delocalizzare lo sviluppo di alcuni progetti imprenditoriali potenzialmente vincenti all'interno degli atenei, in modo da garantire una realizzazione di tali idee in chiave tecnologica ed avanguardista.

Inoltre, sulla base di quanto dichiarato da Leonardo Gagliardi e Gianluca Serale, a conferma di quanto riportato precedentemente, qualora i centri accademici dedicassero maggiore attenzione a stabilire una connessione salda con il mondo dell'imprenditoria, si potrebbe facilitare decisamente un più agevole accesso per le imprese ad alta intensità tecnologica a risorse umane che, come sostenuto da Leonardo Gagliardi, detengono competenze molto elevate che spesso risultano cruciali per gestire dinamiche complesse che si affrontano quando si costituisce un'impresa, in particolare quando tale organizzazione è una start up innovativa.

Infatti, è solo attraverso un'integrazione verticale tra impresa ed università, come affermato da Massimo Berardi, che è possibile ovviare a tutti quelle problematiche che caratterizzano la sfera personale, in termini di competenze e di esperienze, dello startupper e anche del *team* d'impresa. Fattori che spesso, come trattato nei precedenti capitoli, costringono le nuove start up innovative nazionali a rimanere ancorate a margini di sviluppo particolarmente limitati.

CONCLUSIONI

Da quanto emerso dall'analisi effettuata sul panorama delle start up nazionali, in coerenza con le criticità che affliggono la grande maggioranza dei contesti economici, molte sono le aree nelle quali occorre apportare un radicale cambiamento strutturale e strategico, al fine di incrementare la probabilità di successo delle nuove imprese ad alta intensità tecnologica. Peraltro, per dar vita a tale percorso evolutivo, come riportato internamente agli ultimi due capitoli dell'elaborato, si dovrebbe implementare una strategia di natura binaria, che si focalizzi da una parte nell'incentivare l'adozione di un trattamento normativo adeguato ed efficace per rafforzare la capacità di sopravvivenza delle start up innovative, e conseguentemente la loro rilevanza all'interno del tessuto economico nazionale ed estero; dall'altro lato occorrerebbe promuovere una transizione verso una cultura imprenditoriale avanguardista, fondata su un giusto *trade off* tra capacità di natura pragmatica e competenze di matrice teorica, in modo da garantire all'interesse delle start up nazionali di acquisire dimestichezza nella gestione delle dinamiche globali che quotidianamente mettono in discussione la loro esistenza. Sono infatti due le macro categorie su cui occorrerebbe far leva per procedere ad una realizzazione di successo di un simile piano di sviluppo: la prima riguarda i fattori collocabili al di fuori del nucleo strutturale della start up, e quindi esterni alla sfera personale del *founder*; la seconda comprende tutte quelle componenti che invece sono rintracciabili internamente ai confini dell'impresa, in quanto delineanti della personalità e del *background* del titolare, nonché del *team* operativo della start up.

Potrebbe risultare in un primo momento complesso dedicarsi all'implementazione di tutte quelle manovre precedentemente discusse, valide a creare un contesto rigoglioso e favorevole per la crescita delle start up innovative, poiché occorrerebbe soppiantare del tutto paradigmi operativi radicati profondamente nella cultura imprenditoriale italiana. Dall'altra parte risulta necessario, al fine di emergere all'interno di un mercato fortemente competitivo in quanto privo di confini territoriali, ammodernare le credenze ed il *modus operandi* del settore imprenditoriale nazionale, poiché, in mancanza di un adeguata ristrutturazione, la velocità del progresso italiano tenderà ad essere sempre più ridotta rispetto a quella che caratterizza il percorso dei nostri principali *competitors*, alimentando in tal modo quel *gap* strutturale che tutt'oggi separa le nostre organizzazioni novelline da quelle dei principali ecosistemi di start up europei e mondiali. A tal riguardo, partendo

dall'assunto che l'Italia abbia la capacità di essere una delle principali guide del progresso mondiale, occorrerebbe stimolare la crescita delle nuove organizzazioni ad alta intensità tecnologica mediante l'adozione di un'apposita disciplina normativa ed altre iniziative presentate nel corso dell'elaborato in favore delle start up innovative, nonché attraverso un'integrazione verticale del mondo imprenditoriale nel contesto accademico.

Osservando la dinamicità che ha investito recentemente lo sviluppo di molte nazioni europee ed estere, che hanno fatto delle proprie start up il motore del progresso tecnologico nazionale, come Svezia, Olanda, Regno Unito, Israele e Singapore, e tenendo in considerazione parallelamente le caratteristiche che delineano il bacino innovativo nazionale, si può agevolmente dedurre che il margine di sviluppo che potenzialmente può essere attribuito al contesto delle start up innovative italiane risulta essere molto elevato. Certamente, l'attuazione di un processo di crescita, che determini un evidente miglioramento delle performance delle start up innovative nazionali, può prender vita solamente attraverso una grande dedizione da parte di tutti i soggetti che operano o incidono direttamente sulla salute dell'ecosistema di tali organizzazioni, nonostante l'intervento statale sia però indispensabile per fornire l'incipit di inizio del percorso. In questo senso, risulta opportuno evidenziare che la base per dar luogo al progresso delle start up italiane si rintraccia nel bisogno di riconoscere, ed attribuire conseguentemente a tali organizzazioni, il ruolo di essere la principale fonte di sviluppo tecnologico in ogni sua possibile declinazione: solo attraverso la metabolizzazione di questo principio di base si riuscirà a comprendere che, essendo l'ecosistema di start up nazionali il protagonista del percorso evolutivo italiano, occorrerebbe prestare più attenzione al suo sviluppo ed alla sua sostenibilità.

BIBLIOGRAFIA

- Agi – Openpolis, Report Ricerca e Sviluppo, 2020, pp 1-20
- Aidin Salamzadeh, Hiroko K. Kesim, Startup Companies: Life Cycle and Challenges, 2015, 4th International Conference on Employment, Education and Entrepreneurship, pp 5-7
- Allen C. Amason, Rodney C. Shrader, George H. Tompson, Newness and novelty: Relating top management team composition to new venture performance, 2006, Journal of Business Venturing, Volume 21, pp 125-148
- Amarjit Gill, Nahum Biger, Barriers to small business growth in Canada, 2012, Journal of Small Business and Enterprise Development, Volume 4, pp 245-256
- AnnaLee Saxenian, Inside-Out: Regional Networks and Industrial Adaptation in Silicon Valley and Route 128, 1996, A Journal of Policy Development and Research, Volume 2, pp 44-57
- Antonio Davila, George Foster, Mahendra Gupta, Venture capital financing and the growth of startup firms, 2003, Journal of Business Venturing, Volume 18, pp 689-708
- Assonime, Il finanziamento a medio lungo termine in Italia, 2015 pp 7-20
- Banca D'Italia (Marta Auricchio, Marco Cantamessa, Alessandra Colombelli, Roberto Cullino, Andrea Orame e Emilio Paolucci), Gli incubatori d'impresa in Italia, 2014, Questioni di Economia e Finanza, pp 10-19
- Banca D'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, 2020, p 14
- Boyd Cohen, Sustainable valley entrepreneurial ecosystems, 2005, Business Strategy and the Environment, Volume 1, pp 1-14
- Candida G. Brush, Nancy M. Carter, Elizabeth J. Gatewood, Patricia G. Greene, Myra M. Hart, The use of bootstrapping by women entrepreneurs in positioning for growth, 2007, An International Journal of Entrepreneurial Finance, Volume 8, pp 15-31
- Carlo Boschetti, Alessandro Grandi, Rosa Grimaldi, Risorse, competenze e incubatori di impresa, 2012, pp 329-336
- Chang-hsien Tsai, Ching-Fu Lin, Han-Wei Liu, The Diffusion of the Sandbox Approach to Disruptive Innovation and Its Limitations, 2019, Cornell International Law Journal, Volume 53, pp 1-34

Colin Mason, Tiago Botelho, The role of the exit in the initial screening of investment opportunities: The case of business angel syndicate gatekeepers, 2016, *International Small Business Journal*, Volume 34, pp 157-175

CONSOB, Equity crowdfunding: cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una start up innovativa tramite portali online

Donald A. Duchesneau, William Gartner, A Profile of New Venture Success and Failure in an Emerging Industry, 1990, *Journal of Business Venturing*, Volume 5, pp 297-312

Douglas J. Cumming, Jeffrey G. MacIntosh, Venture Capital Exits in Canada and the United States, 2003, *University of Toronto Law Journal*, Volume 53, pp 60-62

Elisabetta Gualandri, Valeria Venturelli, Business Angel: investitori a valore aggiunto, 2011, *Confindustria Modena*, pp 13-52

Elisabetta Gualandri, Valeria Venturelli, Diego Capponcelli, Paolo Caselli, Ulpiana Kocollari, Nasce l'impresa. Le start up e le PMI innovative, 2016, *Confindustria Modena*, pp 25-88

Eric Ries, *The Lean Startup: How Constant Innovation Creates Radically Successful Businesses*, Penguin Books Ltd, Londra UK, 2011, pp 21-37

EY – Strategy and Transactions, *EY Venture Capital Barometer 2020*, 2020

Financial Conduct Authority, *Regulatory sandbox*, 2015, pp 1-21

James F. Moore, *Predators and Prey: A New Ecology of Competition*, 1999, *Harvard Business Review*, Volume 3, pp 75-86

James Okrah, Alexander Nepp, Ebenezer Agbozo, Exploring the factors of startup success and growth, 2018, *The Business and Management Review*, Volume 9, pp 229-236

Joel A.C. Baum, Brian S. Silverman, Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups, 2004, *Journal of Business Venturing*, Volume 19, pp 411-436

John Freear, Jeffrey E. Sohl, William Wetzel, Angles on angels: Financing technology-based ventures - a historical perspective, 2010, *An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Volume 4, pp 275-287

Kathryn Watson, Sandra Hogarth-Scott, Nicholas Wilson, Small Business Start-Ups: Success Factors and Support Implications, 1998, *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, Volume 4, pp 217-238

Marika R. Miettinen, Hannu Littunen, Factors Contributing to the Success of Start-Up Firms Using Two-Point or Multiple-Point Scale Models, 2013, *Entrepreneurship Research Journal*, Volume 3, pp 453-454

Markus Perkmann, Andy Neely, Kathryn Walsh, How Should Firms Evaluate Success in University-Industry Alliances? A Performance Measurement System, 2011, *R&D Management*, Volume 41, pp 202-216

Michael C. Jensen, William H. Meckling, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, 1976, *Journal of Financial Economics*, Volume 3, pp 305-360

MISE, Cruscotto di Indicatori Statistici - Dati nazionali, 2020, pp 2-27

MISE, Relazione annuale al Parlamento, 2020, pp 2-78

Moshe Sharir, Miri Lerner, Gauging the success of social ventures initiated by individual social entrepreneurs, 2006, *Journal of World Business*, Volume 41, pp 6-20

Nancy Bocken, Sustainable venture capital – catalyst for sustainable start-up success?, 2015, *Journal of Cleaner Production*, Volume 108, pp 647-658

Paroma Sanyal, Catherine L. Mann, The financial structure of startup firms: The role of assets, information, and entrepreneur characteristics, 2010, FRB of Boston, pp 1-21

Per Davidsson, Small Firm Growth, 2010, *Foundations and Trends in Entrepreneurship*, Volume 6, pp 69-166

Sandra Fielden, Marilyn Davidson, Barriers encountered during micro and small business start-up in North-West England, 2000, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Volume 4, pp 295-304

Santa Chawla, Dan M. Khanna, Jin Chen, Are Small Business Critical Success Factors Same in Different Countries, 2010, *SIES Journal of Management*, Volume 7, pp 1-12

Startup Genome, Global Startup Ecosystem Report, 2020, pp 1-89

Thomas Lechler, Social Interaction: A Determinant of Entrepreneurial Team Venture Success, 2001, *Small Business Economics*, Volume 16, pp 263-278

Yuji Honjo, Masatoshi Kato, Hiroyuki Okamuro, R&D investment of start-up firms: does founders' human capital matter?, 2014, *Small Business Economics*, Volume 42, p 208

SITOGRAFIA

<https://www.mise.gov.it>

<https://stats.oecd.org>

<https://www.aifi.it>

<https://www.directa.it/index-ita.html>

<https://www.directa.it/pub2/it/landings/crowdfunding.html>

<https://www.directa.it/pub2/it/pres/comunicati/comsta050718.html>

<https://www.crowdfundme.it>

<https://steveblank.com/2012/03/05/search-versus-execute/>

<https://www.airi.it>

<https://www.ilsole24ore.com/art/vale-391-milioni-business-incubatori-italiani-ACdrUgFB>

<https://www.consob.it>

<https://www.camcom.gov.it>

<https://www.ilfoglio.it/economia/2017/10/08/news/cosi-la-svezia-e-diventata-il-paradiso-terrestre-delle-startup-155666/>

<https://www.ilsole24ore.com/art/venture-capital-2019-anno-record-deal-e-ammontare-italia-ACIHDwJB>

<https://www.infodata.ilsole24ore.com/2019/07/10/40229/>

APPENDICE

DATI DEGLI INTERVISTATI

NOME	SOCIETA'	RUOLO
Gianluca Serale	Aquaseek	CFO
Leonardo Gagliardi	Safe Structures Company s.r.l.s	Presidente
Edoardo Gava	MIP-Milano Investment Partners	Invesment Associate
Lorenzo Palombi	LVenture Group	Legal Counsel
Edoardo Degli Innocenti	Arithmos Trading LTD	Fondatore / Direttore
Michele Lepore	Sicurezza 4.0 Startup di Sapienza Università di Roma	Fondatore / CEO
Massimo Berardi	Freelance	Investitore / Socio / General Manager / Consultant