

# LE STARTUP ITALIANE ALLA PROVA: DALLA CRISI PANDEMICA COVID-19 ALLE OPPORTUNITÀ DEL NEXT GENERATION EU

Rapporto ICE 2020-2021



20  
21



Ministero degli Affari Esteri  
e della Cooperazione Internazionale



ITALIAN TRADE AGENCY



# LE STARTUP ITALIANE ALLA PROVA: DALLA CRISI PANDEMICA COVID-19 ALLE OPPORTUNITÀ DEL NEXT GENERATION EU

## Executive Summary

- ▶ Il Quaderno analizza le dinamiche del settore delle startup e del finanziamento all'innovazione post-crisi pandemica Covid-19, al fine di studiarne i relativi livelli di resilienza, attraverso le dinamiche di funding, le statistiche di nascita/mortalità e alcune case histories, con una particolare attenzione all'analisi comparativa in ottica internazionale.
- ▶ L'analisi prende inoltre in esame le sfide dell'internazionalizzazione delle startup italiane, focalizzandosi sui gap ancora esistenti rispetto ai modelli di imprese innovative ad alta crescita di maggior successo a livello internazionale.
- ▶ Sono esaminati i gap a livello di definizione del business model, nella prospettiva local vs. international, di composizione del founding team, della scelta della forma giuridica e della giurisdizione nonché della strategia finanziaria.
- ▶ Dall'analisi vengono poi individuate le principali problematiche e le possibili soluzioni strategiche e operative per supportare il management delle startup italiane verso una maggiore internazionalizzazione, al fine di cogliere pienamente le opportunità scaturenti dal Next Generation EU.
- ▶ I risultati mostrano come il tasso di mortalità delle startup sia effettivamente molto elevato, con solo una iniziativa imprenditoriale su dieci destinata ad avere successo. I dati più recenti sull'ecosistema dell'innovazione italiano rivelano però segnali di resilienza delle imprese italiane, con un aumento delle startup innovative registrate presso i registri speciali delle camere di commercio nazionali, nonostante i pesanti impatti economici dell'emergenza pandemica Covid-19.
- ▶ Tali segnali sono ulteriormente corroborati dai record registrati sul mercato italiano in termini di capitali investiti nel 2020 dal settore del venture capital, da round di capitalizzazione effettuate da startup per importi significativi e paragonabili alle migliori esperienze estere e ad alcune exit di rilievo, per dimensione e collocazione industriale.

- ▶ Sono, però, presenti ancora alcuni evidenti limiti nel modello italiano dell'imprenditoria innovativa. I principali punti critici sono rappresentati da modelli di business orientati maggiormente all'innovazione disruptive che alla rigenerazione di attività commerciali ed industriali e con un focus prettamente locale, dalla composizione di founding team poco internazionali e scarsamente diversificati per competenze, dall'utilizzo di forme giuridiche nazionali che pongono limiti allo sviluppo e il ridotto impiego degli strumenti finanziari più evoluti del mercato internazionale dei capitali.
  
- ▶ Su tutti questi aspetti sarà necessario intervenire, per rafforzare in modo strutturale l'ecosistema dell'innovazione italiano e per cogliere le opportunità della ripartenza e del rilancio post Covid-19 tracciate dal Next Generation Fund EU.

# LE STARTUP ITALIANE ALLA PROVA: DALLA CRISI PANDEMICA COVID-19 ALLE OPPORTUNITÀ DEL NEXT GENERATION EU\*

Il contributo ha l'obiettivo di analizzare le dinamiche del settore delle startup e del finanziamento all'innovazione post-crisi pandemica Covid-19, al fine di esaminarne i relativi livelli di resilienza, attraverso l'analisi di alcuni dati salienti sulle dinamiche di *funding*, le statistiche di nascita/mortalità e alcune *case histories*, con una particolare attenzione all'analisi comparativa in ottica internazionale.

Successivamente il focus del contributo verte sulle sfide dell'internazionalizzazione delle startup italiane, focalizzandosi sui gap ancora esistenti rispetto ai modelli di imprese innovative ad alta crescita di maggior successo a livello internazionale. Sono esaminati i gap a livello di definizione del business model, nella prospettiva *local vs. international*, di composizione del *founding team*, della scelta della forma giuridica e della giurisdizione nonché della strategia finanziaria. Dall'analisi vengono poi individuate le principali problematiche e le possibili soluzioni strategiche e operative per supportare il management delle startup italiane verso una maggiore internazionalizzazione, al fine di cogliere pienamente le opportunità scaturenti dal Next Generation EU.

## Evidenze sulla sopravvivenza e mortalità delle startup

In base al settore comune è prassi ritenere che ben 9 startup su 10 falliscano, con un *failure rate*, implicito nei ragionamenti spesso condivisi, pari al 90%. Ma questo elevato tasso di mortalità è veramente riscontrabile nelle statistiche disponibili? Spesso è difficile dare una risposta chiara e certa a questa domanda data l'ampiezza del fenomeno della nascita e mortalità di nuove iniziative imprenditoriali su scala internazionale e la contemporanea carenza o limitata disponibilità di dati completi e accurati su cui condurre analisi scientifiche, rigorose e statisticamente validate. Possiamo, però, cercare una risposta efficace facendo riferimento ad una recente analisi condotta da Stryber (2020), il più grande *corporate venture builder* indipendente in Europa, su un campione di startup europee, attraverso i dati resi disponibili da Crunchbase, da molti esperti ritenuto il più grande e approfondito database per le ricerche sul settore delle startup e del venture capital al mondo.<sup>1</sup>

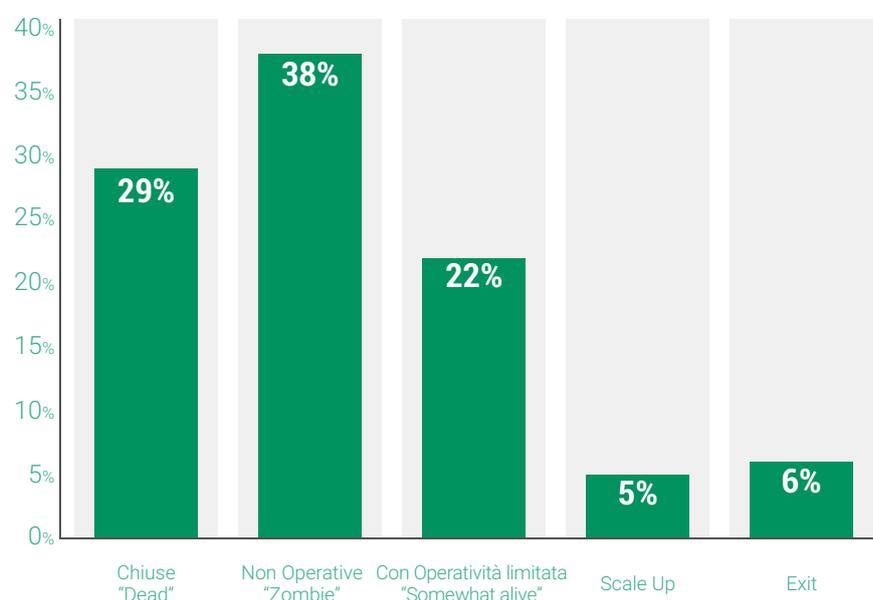
L'analisi in questione, condotta su un campione di 800 aziende fondate nel 2013 ed operanti nei 28 stati membri dell'Unione Europea allargata (EU 28), mostra le seguenti statistiche di mortalità e sopravvivenza: il 29% delle aziende è classificata come *stone dead*, ossia imprese che hanno smesso totalmente di operare; mentre il 38% è classificato come *zombie*, ossia

<sup>(\*)</sup> Di Alberto Dell'Acqua (SDA Bocconi School of Management)

<sup>(1)</sup> A fine 2020, Crunchbase riporta infatti una disponibilità di dati su più di 900.000 aziende nel settore dell'innovazione con ampia profondità di analisi statistiche su operazioni di finanziamento da parte di operatori del venture capital.

aziende formalmente ancora attive ma con operatività sostanzialmente nulla; il 22% è invece costituito da realtà ancora attive ma con operatività limitata. Cumulando quindi le percentuali relative alle aziende così classificate, gli analisti di Stryber (2020) determinano un *failure rate* delle startup in area EU pari al 89%. La medesima analisi riporta un dato del 6% di startup, fondate nel 2013, che hanno concluso la loro esperienza con una *exit*, mediante una vendita ad un soggetto terzo, finanziario o industriale, oppure una quotazione in borsa, e un ulteriore 5% che è in una fase di sviluppo e consolidamento (c.d. *scaleup*). Quindi, il *success rate* del campione considerato è quantificabile all'11%. Questi dati sembrano perciò comprovare, con specifico riferimento al contesto europeo, che effettivamente 9 startup su 10 siano destinate all'insuccesso.

Figura 1 - Classificazione startup per stadio evolutivo

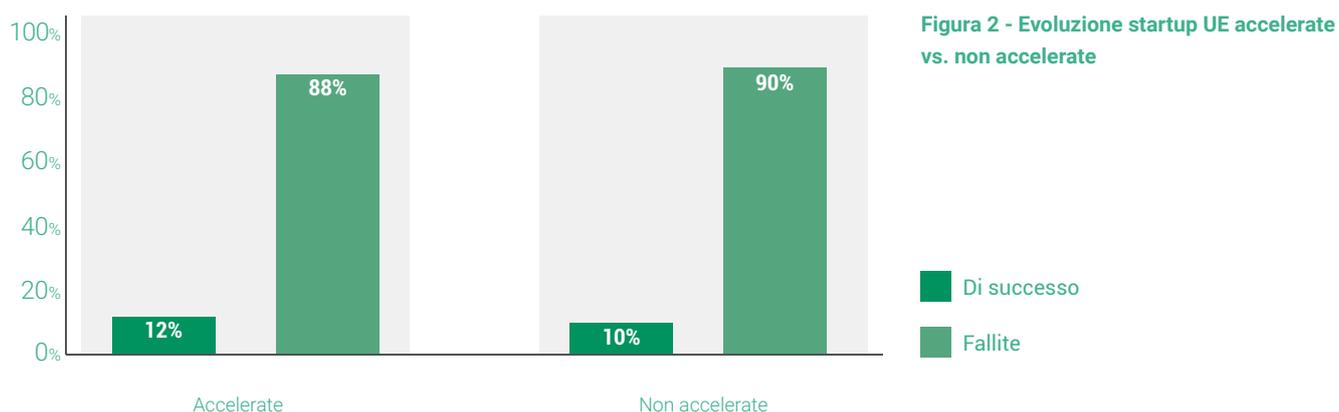


Fonte: elaborazione dell'autore su dati Stryber (2020)

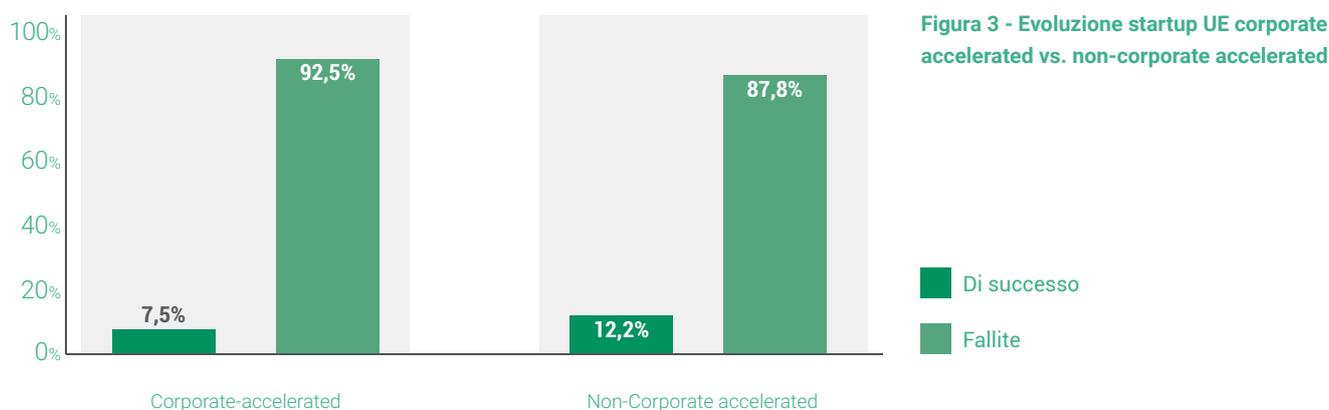
La capacità di sopravvivenza di una startup è legata alle sue caratteristiche "intrinseche", relativamente al proprio modello di business, alle qualità di composizione del team manageriale e alla capitalizzazione finanziaria: i dati infatti mostrano che, suddividendo il medesimo campione in società che hanno aderito ad un programma di "accelerazione" e società che non vi hanno aderito, i risultati in termini di probabilità di mortalità non cambiano. Invero, la statistica è lievemente migliorativa per le società "accelerate" ma sostanzialmente analoga: il *success rate* delle società "accelerate" è pari al 12%, contro un *success rate* del 10% delle società "non accelerate". Pertanto, i supporti esterni forniti da programmi di assistenza, come quelli offerti da incubatori o *venture builder*, non sembrano offrire un vantaggio differenziale significativo per il successo di un progetto imprenditoriale.

Anche i programmi di "accelerazione" *in house* a livello *corporate* sembrano

portare scarsi benefici al tasso di successo delle startup. Infatti, sempre analizzando il medesimo campione suddiviso tra "corporate accelerated" e "non-corporate accelerated" è possibile evidenziare come le prime mostrino un tasso di successo del 7,5% contro il 12,2% delle società "non-corporate accelerated".



Fonte: elaborazione dell'autore su dati Stryber (2020)



Fonte: elaborazione dell'autore su dati Stryber (2020)

Ma quale può essere dunque il fattore chiave alla base dell'elevata probabilità di fallimento delle startup? Premesso che sussistono numerosi fattori patologici alla base dell'insuccesso di una iniziativa imprenditoriale, sia essa nella forma di una startup di nuova generazione altamente tecnologica oppure dell'avvio di una iniziativa di business più tradizionale, vi sono due fattori che più di altri possono spiegare il successo o l'insuccesso di una nuova iniziativa imprenditoriale: la composizione e le caratteristiche del team imprenditoriale e il capitale finanziario. Gli studi in questo ambito hanno riportato nel tempo risultati per certi versi controversi, con alcune ricerche (Cooper et al.; 1994, Holtz-Eakin et al.; 1994, Kerr et al., 2010) che hanno evidenziato il ruolo centrale e determinante della

limitata disponibilità di capitale finanziario quale causa del fallimento di molte startup. Tali evidenze sono state poi smentite da ulteriori studi (Cressy, 1996) che hanno mostrato come la relazione tra la ridotta disponibilità di capitali e la minore sopravvivenza delle startup non fosse confermata a seguito di un controllo in base alla quantità di capitale umano. Difatti, questo fattore era in grado di spiegare da solo e in via totalitaria il grado di sopravvivenza o meno dei nuovi progetti imprenditoriali nel tempo. Altri studiosi (Lee e Zhang, 2011) hanno però rilevato come sia il capitale finanziario che quello umano giochino un ruolo chiave nella sopravvivenza delle startup, andando meglio a dettagliare le modalità e il contributo di ciascuno al successo o fallimento di una nuova iniziativa. Infatti, nella variegata definizione di capitale finanziario, ricercabile e attivabile da parte delle nuove imprese, solo il capitale "formale", ossia quello fornito da investitori professionali o istituzionali, nella forma più tipica di fondi di venture capital o banche, evidenzia un impatto positivo e significativo sulla sopravvivenza e successo del progetto imprenditoriale. Ma ancor più rilevante è l'evidenza che sia il capitale di debito fornito da tali soggetti, nel caso di specie nella forma più frequente di debito convertibile e debito bancario, ad avere un impatto sulla sopravvivenza dell'iniziativa, più che il capitale azionario. Sarebbe quindi l'impossibilità nel tempo ad accedere a forme di finanziamento costanti, in particolare dal segmento bancario, a causare una situazione di "vincolo di liquidità" (c.d. *liquidity constraint*) che può portare l'iniziativa imprenditoriale a non avere successo. Il ruolo del capitale umano conferma la sua estrema rilevanza, anche in base alle evidenze di questi studi, ma ad esso va aggiunto il ruolo altrettanto significativo di una disponibilità costante di liquidità. Pertanto, non è di per sé la sola capitalizzazione della startup, realizzabile in vari momenti anche con apporti finanziari molto ingenti, un elemento chiave per il suo successo, ma piuttosto il mantenimento, continuo nel tempo, di un livello di liquidità che permetta sia di sostenere gli investimenti per la crescita, che viene spesso soddisfatto dalle ricapitalizzazioni a mezzo di *equity* o di debito convertibile, sia di coprire i gap intertemporali di liquidità scaturenti dall'attività operativa. Questi due

elementi: quantità e qualità del capitale umano e disponibilità di liquidità, saranno dunque esaminati con attenzione per poter meglio analizzare e comprendere lo stato dell'arte dell'ecosistema italiano dell'innovazione, delineare meglio i gap strutturali ancora esistenti e definire le traiettorie di sviluppo futuro.

## La resilienza delle startup italiane nell'anno dell'emergenza Covid-19

L'anno 2020, sconvolto dallo scoppio dell'emergenza pandemica Covid-19 che ha travolto quasi tutti i settori economici, potrebbe aver segnato uno spartiacque nella storia dello sviluppo dell'ecosistema italiano dell'innovazione. Esso era stato caratterizzato da alcuni anni di crescita vigorosa, grazie in particolar modo a molte iniziative pubbliche, come quelle portate avanti da istituzioni governative quali Cassa Depositi e Prestiti, ICE e Invitalia, che permettevano di avanzare ipotesi di un florido e prospero futuro per tutto il comparto. L'emergenza Covid-19, con la sua forte incidenza sui consumi e sugli investimenti, potrebbe aver interrotto la direttrice di sviluppo lineare e infra-settoriale che stava interessando il sistema italiano, agendo da vettore di "selezione della specie" tra startup, con le più fragili a soccombere e quelle più solide e sviluppate a sopravvivere. I dati ad oggi disponibili non sembrano però confermare questa previsione, bensì il sistema dell'innovazione italiano sembra aver mostrato un elevato grado di resilienza nella sua interezza. **Infatti, nell'anno 2020 è stato toccato il record di investimenti del venture capital italiano, che ha raggiunto la cifra storica di 780 milioni di euro. Questo flusso finanziario può aver fornito all'ecosistema delle startup italiane non solo il capitale necessario per sostenere gli importanti programmi di investimento in tecnologia e ricerca, ma soprattutto quella linfa vitale di liquidità in grado di permettere al sistema di resistere agli impatti fortemente negativi dell'emergenza pandemica.**

Le statistiche aggiornate a inizio 2021 sui trend demografici e sulle performance economiche delle startup innovative sembrano ulteriormente corroborare queste considerazioni. In base ai dati censiti dal Ministero per lo Sviluppo Economico

è stata rilevata una crescita del numero delle startup innovative iscritte ai registri nazionali anche nel 2020.

L'incremento di iscrizione di startup al registro speciale delle camere di commercio è proseguito anche nel primo trimestre 2021, dove le startup innovative hanno raggiunto il numero record di 12.561, con un incremento di 662 unità (+5,6%) rispetto al trimestre precedente. I poli principali di concentrazione di queste società sono Milano, che al primo trimestre 2021 registrava la presenza di 2.363 startup, e Roma, in cui nel medesimo periodo ne erano censite 1.286, per un totale cumulato di 3.649, pari al 29,05% sul totale nazionale. Sebbene il dato sulle nuove registrazioni possa apparire un po' spurio, per la difficoltà di identificare in maniera precisa le società con caratteristiche proprie di progetti fortemente innovativi, da quelle che sono solo parzialmente portatrici di importanti innovazioni, di business model, di prodotto o di processo, è comunque indicativo di un trend che non ha conosciuto

un arretramento anche a fronte della crisi sanitaria del Covid-19.

L'ulteriore crescita dimensionale dell'ecosistema nazionale dell'innovazione, ribadita anche nell'anno più difficile dal punto di vista economico dell'ultimo decennio, ha certamente beneficiato degli importanti sostegni avviati dal Governo Italiano per contrastare l'emergenza economica legata agli effetti del Covid-19. Misure quali l'innalzamento dei benefici fiscali per gli investimenti nel capitale delle startup innovative, la garanzia statale su finanziamenti bancari Covid-19 e ulteriori misure a supporto degli attori finanziari, hanno sicuramente dato un importante impulso a tutto il comparto. L'evidenza disponibile ad oggi, sembra però mostrare che, pur al netto degli interventi compensativi posti in essere dal governo, l'ecosistema dell'innovazione abbia mostrato vitalità e segnali di resilienza che fanno auspicare la conservazione del substrato imprenditoriale, condizione necessaria per un suo sviluppo futuro.

**Tabella 1 - Evoluzione della popolazione di startup innovative in Italia nel periodo 2020-2021**

	IV Trimestre 2020	I Trimestre 2021	Var. % I Trim 2021/IV Trim 2020
N. Startup innovative	11.899	12.561	5,56
N. nuove società capitali	370.869	373.862	0,8
% Startup innovative sul totale delle nuove società di capitali	3,21	3,36	-
Capitale sociale dichiarato dalle Startup innovative	742 (mln di €)	871 (mln di €)	20,21
Capitale sociale totale dichiarato dalle nuove società capitali	31.823 (mln di €)	27.732 (mln di €)	-12,86

Fonte: elaborazione dell'autore su dati MiSE (2021)

È inoltre significativo rilevare che proprio nell'anno 2020 sono state registrate sul mercato italiano le operazioni dimensionalmente più elevate dei round di capitalizzazione delle startup, con alcuni casi emblematici e degni di nota. Il round di finanziamento più elevato dell'intero ecosistema italiano è stato realizzato da Satispay, società italiana pioniera e leader nel fintech, che ha raccolto un totale di 93 milioni di euro da realtà di primo piano del venture capital nazionale e internazionale (TIM Ventures, Square, Tencent, Lgt Lightstone) raggiungendo una valutazione post-money

di 248 milioni di euro. Un altro importante round da 45 milioni di euro è stato chiuso sempre nel settore fintech, che per sua natura abbisogna di molti capitali per ingenti investimenti tecnologici e di sviluppo del mercato, da parte di AideXa. Ma altre operazioni rilevanti di capitalizzazione di startup sono avvenute in settori diversi dal fintech. Come ad esempio i casi di Cortilia, attiva nell'e-commerce alimentare di filiera corta, con un round da 34 milioni di euro, Milkman, operante nella logistica di ultimo miglio, ha raccolto 25 milioni di euro in un nuovo round, Wise, società biotech, che ha concluso un

round da 15 milioni di euro, Supermercato24, marketplace per la spesa online a domicilio, ha chiuso invece un round da 11 milioni di euro. Nonostante le difficoltà indotte dalla crisi pandemica, sono state registrate anche importanti operazioni di exit, come quella di Tannico, scaleup attiva nelle vendite di vini e liquori online, acquisita per il 49% da Campari per 23,4 milioni di euro, SOS Tariffe, comparatore di offerte bancarie ed energetiche, che è stato acquistato da Mutuonline per 30 milioni di euro, Lanieri, società del fashion-tech acquisita dal Gruppo Reda, Moneymour e Beintoo acquisite rispettivamente dal colosso svedese Klarna e da Publitalia '80, azienda leader in Italia nel settore dell'advertising.

**Tabella 2 - I maggiori round di capitalizzazione di startup italiane nel 2020**

SOCIETÀ	SETTORE	CONTROVALORE
Satipay	Fintech	93 milioni di euro
AideXa	Fintech	45 milioni di euro
Cortilia	E-commerce alimentare	34 milioni di euro
Milkman	Logistica ultimo miglio	25 milioni di euro
Wise	Biotech	15 milioni di euro
Supermercato 24	E-commerce	11 milioni di euro

**Tabella 3 - Le principali exit di startup italiane nel 2020**

SOCIETÀ	SETTORE	ACQUIRENTE	CONTROVALORE DEL DEAL
Tannico	E-commerce vini e liquori	Campari	23,4 milioni di euro (per il 49% del capitale)
SOS Tariffe	E-commerce Vertical Search Engine	Mutuonline	30 milioni di euro (per il 100% del capitale)
Lanieri	Fashion-tech	Gruppo Reda	n.d.
Moneymour	Fintech	Klarna	n.d.
Beintoo	Advertising online	Publitalia '80	n.d.

Questi dati mostrano come l'ecosistema dell'innovazione italiano abbia manifestato la propria vitalità anche in un anno economicamente ed operativamente difficile, raggiungendo inoltre importanti traguardi, in termini di operazioni finanziariamente rilevanti, che certificano ulteriormente il proseguimento di un percorso verso la maturità già avviato alcuni anni fa. L'auspicio è che la resilienza mostrata dal comparto nell'anno 2020 possa costituire una base solida per lo slancio definitivo che la ripartenza economica post-emergenziale potrà favorire e soprattutto che l'ecosistema nel suo complesso sappia

sfruttare le condizioni del Piano per la ripresa dell'Europa (Next Generation EU), che mobilerà risorse strategiche soprattutto per i settori più innovativi dell'economia europea. Infatti, è previsto che il 50% delle risorse messe a disposizione dall'Unione Europea, ben 750 miliardi di euro, sarà destinato alla modernizzazione delle economie, attraverso il sostegno della ricerca e dell'innovazione, della transizione energetica e digitale e del sostegno al settore della salute. Vi sono quindi tutte le condizioni perché ampi settori di interesse dell'ecosistema dell'innovazione possano trovare un forte impulso sia dal sostegno finanziario sia dall'indotto economico del Next Generation EU. In particolare, i comparti del fintech, del biotech e del digital health, nonché tutte le nuove iniziative imprenditoriali in grado di innovare prodotti e processi industriali all'insegna della sostenibilità ambientale, come l'ambito enertech, potranno trovare le ideali condizioni di contesto per il proprio sviluppo.<sup>2</sup> Per un comparto però non ancora del tutto maturo, come quello italiano, è fondamentale che questo periodo di transizione verso una ritrovata normalità e addirittura verso un prevedibile boom economico sia impiegato al meglio in chiave preparatoria. L'impulso del piano Next Generation EU sarà infatti dato a tutti i settori economici in ambito internazionale e pertanto sarà fondamentale da un lato cogliere le opportunità di spinta fisiologica, dall'altro approfittarne per porre le basi di una crescita duratura e in chiave globale. Per fare ciò è opportuno lavorare sui limiti dell'ecosistema dell'innovazione nazionale, in termini di gap ancora esistenti rispetto alle migliori esperienze internazionali, al fine di una evoluzione del comparto che possa portare molte startup nazionali a competere con forza e trasformarsi in imprese consolidate ed affermate. Nel paragrafo seguente è presentata un'analisi dei gap attuali per delineare successivamente le più efficaci soluzioni strategiche ed operative per il segmento delle startup italiane.

**750** miliardi  
di Euro  
per la modernizzazione  
delle economie

## L'analisi dei gap dell'ecosistema italiano delle startup

L'analisi qui proposta è finalizzata a fornire un contributo per l'evoluzione e il consolidamento dell'ecosistema italiano dell'innovazione, muovendo però dalla considerazione che il sistema nazionale presenta già dei connotati positivi e favorevoli allo sviluppo di imprenditorialità innovativa. **L'ecosistema italiano può infatti poggiare su alcuni capisaldi di particolare rilievo quali: l'innata e diffusa spinta verso l'imprenditorialità (ne sono a dimostrazione le statistiche precedentemente presentate in **Tabella 1**), la presenza di strutture di ricerca e di istituzioni universitarie di eccellenza a livello mondiale, un ambiente naturale caratterizzato da biodiversità e con performance ambientali superiori a quelle della media EU, nonché un'economia,**

<sup>(2)</sup> In particolare il riferimento al Piano Nazionale Ripresa e Resilienza italiano (PNRR) è relativo ai punti M2C2.5 "Sviluppare una leadership internazionale, industriale e di ricerca, e sviluppo nelle principali filiere della transizione (con specifico riguardo agli *Investimenti 5.4.: supporto a startup e venture capital attivi nella transizioni ecologica*, pag. 138) e M4C21 "Rafforzamento della ricerca e diffusione di modelli innovativi per la ricerca di base e applicata condotta in sinergia tra università e imprese", pag. 192 e seguenti.

seppur provata dalle varie crisi e non da ultima quella dell'emergenza Covid-19, ancora molto diversificata nei settori primario, secondario e terziario e interconnessa con le principali economie continentali e internazionali.

A livello "macro" vi sono pertanto delle condizioni di base favorevoli, seppur con alcuni limiti di natura strutturale, come una tassazione ancora elevata e non differenziata per categorie di imprese, una stratificazione di norme amministrative, una Pubblica Amministrazione ancora poco orientata al ruolo di agente abilitante e fornitore di soluzioni, un sistema di trasporti e telecomunicazioni con livelli di sviluppo disomogenei sui territori e inoltre un sistema finanziario non del tutto evoluto. Su questi ambiti va in particolar modo rimarcato il piano programmatico del Governo Italiano inserito nel Piano Nazionale di Ricostruzione e Ripartenza (PNRR) che prevede importanti risorse e azioni da destinare al fine di una riduzione dei principali gap infrastrutturali. Senza voler minimizzare l'importanza di tali interventi "macro", che però attengono ad una sfera più governativa e delle politiche pubbliche che saranno poste in essere negli anni a venire, il quadro di analisi, che verrà qui preso in considerazione, è limitato ai soli aspetti "micro", cioè quelli che rimandano alle scelte strategiche e gestionali dei singoli fondatori e gestori di iniziative imprenditoriali innovative.

Al fine di esaminare tali gap a livello "micro" è predisposta una matrice di analisi articolata in quattro quadranti tematici, che rappresentano, al tempo stesso, i pilastri del successo imprenditoriale o i fattori critici che possono determinare l'insuccesso di molte startup. I quattro pilastri fanno riferimento agli ambiti di scelta che meglio possono orientare l'evoluzione futura della startup ed agevolarne oppure ostacolarne un percorso di crescita, vigoroso e sostenibile: i) l'orientamento del business model; ii) l'organizzazione aziendale; iii) gli aspetti legali; iv) la strategia finanziaria.

**Tabella 4 - Matrice di analisi dei fattori critici delle startup**

<b>FATTORE CRITICO 1: Orientamento strategico del business aziendale</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>· Mercato di riferimento: internazionale vs. locale</li> <li>· Modello di business: innovazione su modello business esistente vs. modelli di business "disruptive"</li> </ul>
<b>FATTORE CRITICO 2: Organizzazione aziendale</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>· Diversità culturale e internazionale del founding team: team nazionali vs. team "diversificati"</li> <li>· Livello di diversificazione delle competenze: competenze "concentrate" vs. competenze "allargate"</li> </ul>
<b>FATTORE CRITICO 3: Aspetti legali</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>· Giurisdizione di appartenenza: italiana vs. internazionale</li> <li>· Forma giuridica: società a responsabilità limitata vs. società per azioni</li> </ul>
<b>FATTORE CRITICO 4: Strategia finanziaria</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>· Strumenti finanziari: limitati i diversificati</li> <li>· Mercati di approvvigionamento: mercati "private" vs. mercati "public"</li> </ul>

Applicando la matrice d'analisi all'ecosistema delle startup italiane emergono chiaramente alcuni tratti ricorrenti che ne delineano gli attuali limiti a livelli "micro". Per quanto attiene al primo ambito, relativo all'orientamento strategico del business model, la scelta prevalente delle startup è di focalizzarsi solo sul mercato nazionale, in quanto, in base ai dati disponibili, la percentuale di fatturato ottenuto all'estero dalle startup italiane non oltrepassa, in media, la soglia di un decimo dei ricavi. La focalizzazione sul mercato nazionale può di per sé apparire una scelta ragionevole poiché è l'ambito di mercato più facilmente

accessibile ai fondatori di nuove iniziative imprenditoriali, non solo per convenienza logistica, ma anche per l'assenza di barriere linguistiche o culturali. Soffermandoci però sul dato, con un approccio più razionale, questa scelta appare più controversa in ragione di un'economia nazionale che, ancora prima dell'emergenza Covid-19, mostrava segnali di costante stagnazione senza spunti di crescita rilevanti. Perché dunque concentrarsi sul mercato nazionale se questo non è in grado di fornire la spinta necessaria all'avvio di una nuova iniziativa economica? Senza una domanda interna in crescita risulta già difficile per le società tradizionali e consolidate mantenere i propri livelli di produzione e redditività, ancor più difficile risulta la sfida per una startup che deve trovare spazi di mercato, laddove però esso sia sostanzialmente fermo o in contrazione.

Per ciò che attiene il secondo aspetto legato all'orientamento strategico, ossia la scelta del modello di business, qui è più difficile svolgere un'analisi dettagliata, a causa della carenza di una classificazione ufficiale dei modelli economici delle startup e di dati in merito. L'unico dato disponibile riguarda la classificazione per ambito settoriale, su cui è possibile effettuare una prima analisi, pur consci dei limiti dell'utilizzo di un dato generale senza opportuni approfondimenti di tipo qualitativo. In base ai dati riportati dal Ministero dello Sviluppo Economico (2020) il settore ICT è quello dove sono prevalentemente concentrate le startup innovative italiane: qui è infatti attivo il 50% circa delle imprese. Inoltre una quota rilevante di startup italiane, pari al 14% sul totale nazionale, opera nella "ricerca scientifica e sviluppo". Sommando le due percentuali l'evidenza mostra come due startup italiane su tre siano impegnate nei comparti dell'*information technology* e della ricerca scientifica: per loro natura più orientate allo sviluppo di modelli di business fortemente innovativi piuttosto che alla rivisitazione o rigenerazione di attività tradizionali. Un ulteriore dato a compendio di questa considerazione è legato dalla evidenza che solo il 14,6% di tutte le startup italiane sia classificata come operante nel settore energetico, di sicuro qualificabile come ambito di business tradizionale, ma che quasi la totalità di esse, circa il 91%, si occupi di "ricerca scientifica e tecnologica". Tracciando una breve conclusione su questo

primo punto è possibile sostenere che un numero molto grande, probabilmente preponderante, di startup italiane è concentrato nello sviluppo di modelli di business fortemente innovativi, alla ricerca di una innovazione "radicale", per certi versi *disruptive*, e focalizzato sul mercato locale, che però ha mostrato nel tempo evidenti segnali di stagnazione. Questo è sicuramente un limite forte dell'ecosistema dell'innovazione italiano, su cui i neoimprenditori ma anche gli investitori dovranno opportunamente riflettere per riorientare in modo più efficace le strategie di sviluppo di nuove realtà innovative. In molti casi, infatti, può essere più opportuna e foriera di successi futuri la scelta di innovare un ambito di business già esistente e posizionare l'offerta della nuova impresa in ambito internazionale, in modo da limitare i rischi legati ad un difficoltoso rapporto tra un prodotto di nuova generazione, già di per sé difficile da veicolare ed affermare, e un contesto di mercato asfittico o peggio in declino.

Per quanto riguarda invece il secondo pilastro, relativo all'organizzazione aziendale della startup, è possibile far nuovamente riferimento ai dati del Ministero dello Sviluppo Economico (2020), i quali mostrano che nel 14,15% delle startup italiane è presente un cittadino non italiano e solo il 3,5% del totale ha una prevalenza straniera. Da questi dati è possibile evincere che la quasi totalità delle imprese italiane non abbiano una presenza straniera nella composizione del *founding team* e che quindi presenti ancora fortemente i tratti di "società nazionale". Ciò, tra l'altro in antitesi con il dato visto in precedenza che mostrava uno spiccato orientamento verso modelli di business fortemente innovativi, che per loro inclinazione richiederebbero una prospettiva ampia ed internazionale, corroborata da un team di gestione anch'esso internazionale e culturalmente diversificato. Per quanto attiene invece alla composizione del gruppo fondatore, in termini di background e competenze, è possibile osservare una preponderanza di profili tecnico-ingegneristico e informatico, superiore al 40%, seguiti da una rilevante presenza di profili economico-aziendali, pari a circa il 25%, un ulteriore 20% è costituito da profili in ambito scientifico, mentre il residuo è rappresentato da altri ambiti di studio e specializzazione. Il dato sulle competenze dei *founding team* è allineato all'orientamento

**89%**  
delle Startup sono S.r.l.

strategico delle startup, prima richiamato, che è fortemente concentrato in ambiti tecnici e di ricerca scientifica. Poche informazioni sono purtroppo disponibili sul grado di diversificazione ed ampiezza delle competenze all'interno dei team di gestione, anche se l'evidenza aneddotica sembra mostrare un orientamento alla composizione di team poco diversificati: ciò anche per effetto di un modello formativo "verticale" e scarsamente multidisciplinare delle università italiane.

Per il terzo pilastro è possibile osservare che, dai dati censiti dal Ministero dello Sviluppo Economico (2020), l'89% delle startup italiane sia costituita in forma di società a responsabilità limitata (S.r.l.), mentre solo 0,8% sia nella forma di società per azioni (S.p.A.). Se da un lato ciò è ragionevolmente spiegabile dai minori oneri e dalla maggiore semplicità di gestione di una società a responsabilità limitata, dall'altro questa scelta può, nel medio termine, determinare dei vincoli all'evoluzione del progetto imprenditoriale. Ciò infatti limita la possibilità di emettere strumenti finanziari più idonei alle modalità di finanziamento, come le obbligazioni convertibili o altri strumenti ibridi, e non agevola la raccolta e la gestione del capitale azionario, soprattutto se indirizzata ad un ampio numero di soggetti, dove invece la disponibilità e la trasferibilità di azioni, anziché di quote di capitale, potrebbe rendere più efficace i progetti di raccolta di capitali. Un dato statistico non disponibile per meglio valutare il terzo pilastro è quello riguardante la costituzione di startup di fondatori italiani in giurisdizioni estere. Nuovamente può essere di aiuto l'evidenza aneddotica che sembra mostrare una concentrazione nella costituzione di nuove imprese da *founders* italiani sotto la giurisdizione italiana.

Ciò può essere di nuovo spiegato con la vicinanza logistica e l'assenza di barriere linguistiche e culturali, nonché per gli incentivi forniti dalle politiche pubbliche che sono ovviamente a sostegno delle imprese costituite sul territorio nazionale. Questa concentrazione sulla giurisdizione nazionale, da parte delle startup italiane, da un lato mostra degli aspetti sicuramente positivi, come la possibilità di rigenerare l'economia nazionale e di rinnovarla attraverso innesti di innovazione e ricerca, dall'altro può essere limitativa in quanto potrebbe frenare la propensione internazionale delle neo imprese. È auspicabile per il futuro che le policy pubbliche possano accogliere nel loro perimetro anche le startup fondate da *founders* italiani ma in giurisdizioni europee, armonizzando anche a livello di Unione Europea i *framework* per il sostegno all'innovazione su tutto il territorio comunitario.

Infine, per quanto attiene l'ultimo ambito relativo alla definizione di una strategia finanziaria da parte delle startup, è possibile chiamare a raccolta le analisi ai punti precedenti, che sostanziano un panorama di startup nazionali poco orientate alla prospettiva internazionale e vincolate da forme giuridiche e da una giurisdizione nazionale che limitano l'utilizzo delle soluzioni disponibili sui mercati finanziari internazionali. In particolare, vi è l'evidenza del permanere di uno scarso utilizzo della quotazione in borsa sui mercati azionari, come efficace canale di raccolta dei capitali soprattutto nelle fasi di sviluppo e consolidamento (come nei round *Series*

**Scarso utilizzo della  
quotazione in Borsa**

B e Series C). Sebbene l'introduzione dei sistemi multilaterali di negoziazione (c.d. *multilateral trading facility*), come AIM Italia (in particolare con il nuovo segmento AIM PRO) abbia creato dei "mercati borsistici" più accessibili a PMI e startup, sono ancora pochi i casi di quotazione di queste ultime su tali piattaforme. Nel 2020, se ne contano solamente due: TrenDevice, che ha fatto accesso all'AIM Italia, e Cesynt Advanced Solutions, che ha effettuato un c.d. *crowdfunding*<sup>3</sup> su Euronext Access. Sono rinvenibili anche limiti legati alla ridotta diversificazione delle fonti di approvvigionamento dei capitali finanziari, in larga parte dovuti alle limitazioni poste dalla forma societaria di S.r.l., prima richiamate, e da una normativa ancora poco chiara per quel che riguarda in particolare l'utilizzo di forme di finanziamento flessibili, come le obbligazioni convertibili. Tale strumento, analogo nel funzionamento al *convertible note* nelle migliori esperienze internazionali, risulterebbe quello più adeguato a limitare effetti eccessivamente diluitivi in capo ai fondatori delle startup e a ridurre il fenomeno delle spirali al rialzo delle valutazioni societarie finalizzate proprio a prevenire iper-diluzioni nell'assetto proprietario. Purtroppo tali strumenti sono poco diffusi ed utilizzati nell'esperienza italiana, dove una alternativa, giuridicamente definita, è rappresentata dagli strumenti finanziari partecipativi, che risultano però troppo complessi e di difficile comprensione da parte degli investitori per l'assenza di contratti standard. Il finanziamento delle startup nel modello italiano prevalente mostra quindi un gap di particolare rilevanza, in quanto è indubbio che la finanza giochi un ruolo cruciale nell'affermazione delle imprese innovative e sia un elemento imprescindibile per la crescita e il consolidamento a livello internazionale.<sup>4</sup>

## Conclusioni

L'analisi prodotta per la composizione di questo contributo ha mostrato come il tasso di mortalità delle startup sia effettivamente molto elevato, con una iniziativa imprenditoriale su dieci destinata a non avere successo. I dati più recenti e disponibili sull'ecosistema dell'innovazione italiano mostrano però segnali di resilienza delle imprese italiane, con un incremento delle startup innovative registrate presso i registri speciali delle camere di commercio nazionali, nonostante i pesanti impatti economici dell'emergenza pandemica Covid-19. Tali segnali sono ulteriormente corroborati dai record registrati sul mercato italiano in termini di capitali investiti nel 2020 dal settore del venture

## Incremento delle Startup innovative

<sup>(3)</sup> La tecnica di *crowdfunding* consiste nel quotare le azioni già in circolazione, rendendole liberamente trasferibili e negoziabili su un sistema multilaterale di negoziazione, senza raccogliere ulteriori capitali presso gli investitori. La finalità è quella di aumentare la liquidabilità del capitale azionario detenuto dagli azionisti esistenti al momento dell'operazione.

<sup>(4)</sup> Per un approfondimento sul tema è possibile consultare la seguente pubblicazione sui temi della finanza delle startup, con particolare riferimento al contesto giuridico italiano comparato a quello internazionale: Dell'Acqua A., Shehata J., *Startup Finance*, Egea, Milano, 2021.

capital, da round di capitalizzazione effettuate da startup per importi significativi e paragonabili alle migliori esperienze estere, e ad alcune exit di rilievo, per dimensione e collocazione industriale.

Sono però presenti ancora alcuni evidenti limiti nel modello italiano dell'imprenditoria innovativa. Attraverso una matrice di analisi è stato possibile rilevare i principali punti critici rappresentati da modelli di business orientati maggiormente all'innovazione *disruptive* che alla rigenerazione di attività commerciali ed industriali esistenti e con un focus prettamente locale, dalla composizione di *founding team* poco internazionali e scarsamente diversificati per competenze, l'utilizzo di forme giuridiche nazionali che pongono limiti allo sviluppo e il ridotto impiego degli strumenti finanziari più evoluti del mercato internazionale dei capitali. Su tutti questi aspetti sarà necessario intervenire, in maniera sia sistemica che a livello di scelte di gestione aziendali, per rafforzare in modo strutturale l'ecosistema dell'innovazione italiano, rafforzando i punti di forza e creando le condizioni per una sua piena affermazione su scala globale ma soprattutto per cogliere le opportunità della ripartenza e del rilancio post Covid-19 tracciate dal Next Generation Fund EU.

## Bibliografia

Cooper A.C., Gimeno-Gascon, F.J., Woo C.Y., Initial human and financial capital as predictors of new venture performance, *Journal of Business Venturing*, Vol. 9, issue 5, 1994.

Cressy R., Are Business startups Debt-rationed?, *Economic Journal*, Vol. 106, issue 438, 1996.

Dell'Acqua A., Shehata J., *Startup Finance*, Egea, Milano, 2021.

Holtz-Eaking D., Joulfaian D., Rosen H., Entrepreneurial decisions and liquidity constraints, *RAND Journal of Economics*, Vol. 25, issue 2, 1994.

Kerr W.R., Venture financing and entrepreneurial success, *Harvard Business Review* (website), 2010.

Lee J.J., Zhang, Financial capital and startup survival, *Academy of Management*, Vol. 1, 2011.

Ministero dello Sviluppo Economico - Governo Italiano, *Relazione annuale sullo stato di attuazione della normativa a sostegno delle startup e delle PMI innovative*, 2020.

Ministero dello Sviluppo Economico - Governo Italiano, *Cruscotto di indicatori statistici sulle startup innovative, Primo trimestre 2021*, 2021.

Stryber, *Startup failure in Europe - Indepth analysis*, 2020.















---

[www.ice.it](http://www.ice.it)

Italian Trade Agency



@ITAtradeagency



[www.export.gov.it](http://www.export.gov.it)

ITA - Italian Trade Agency



@itatradeagency

