



Da start-up a scale-up: è tempo di cambiare narrativa

Bisogna guardare oltre l'orizzonte del primo round di finanziamento per adottare una prospettiva di crescita di lungo periodo

di Stefano Caselli

Un fenomeno passeggero? Un nuovo ammortizzatore sociale? O piuttosto una bolla destinata prima o poi a esplodere? Il fenomeno delle start-up che attraversa il vecchio continente suscita anche in Italia queste domande, che rivelano in realtà un'esigenza di conoscenza del fenomeno più profonda e un orientamento della narrativa verso i veri nodi critici da affrontare e risolvere sul piano delle politiche di sistema e delle strategie degli operatori presenti nel mercato.

Il tema delle start-up non è certo nuovo e quella che stiamo vivendo è spesso definita dagli addetti ai lavori la «terza ondata delle start-up», che segue quella pionieristica degli anni Ottanta, guidata dalle prime innovazioni tecnologiche, e quella a cavallo del nuovo millennio, che ha poi portato all'*Internet bubble*. Questa nuova ondata di lancio di nuove imprese sembra contraddistinta da tratti ben più robusti delle precedenti grazie a una presenza molto più forte e pervasiva della tecnologia, una diversificazione ampia dei settori interessati, un

coinvolgimento potente delle giovani generazioni, un'attenzione chiara da parte dei policy maker che cercano nuove fonti di creazione del PIL per i diversi sistemi Paese.

Molte start-up, tanti luoghi comuni

Tuttavia, intorno alle start-up si sviluppano una serie di luoghi comuni che vanno rimossi con decisione, per concentrare l'attenzione su quelli che sono invece i punti deboli da gestire e rimuovere per far sì che questa ondata di imprenditorialità e di euforia possa

tabella 1 | numero di IPO, di unicorn e di scale-up a cinque anni dalla creazione dell'impresa (2010-2005 e 2016-2011)

	IPO		Unicorn		Scale-up	
	2010-2005	2016-2011	2010-2005	2016-2011	2010-2005	2016-2011
USA	238	346	197	264	2.911	3.887
UK	145	203	58	64	1.096	1.444
UE (tranne UK)	102	163	23	32	816	2.017

fonte: nostre elaborazioni su dati Invest Europe e NVCA

realmente contribuire in modo strutturale alla crescita dell'occupazione e della ricchezza. Tre sono i luoghi comuni da sfatare:

- l'assenza di denaro;
- l'elevata mortalità dei progetti;
- la limitata dimensione dei singoli investimenti.

Sul primo luogo comune, le statistiche EBAN (European Business Angels Network) ci segnalano che operano oggi in Europa oltre 300.000 *business angel* e che ogni anno per Paese si svolgono mediamente più di cento eventi/competizioni per finanziare start-up. Una recente survey di Invest Europe (l'associazione dei *private equity* e *venture capital investor* europei) mette in luce che non è l'assenza di denaro il tema principale per le start-up. Più in generale, il movimento del *venture capital* e delle start-up beneficia nello stesso tempo di due fenomeni totalmente differenti ma sovrapposti. Da un lato, i mercati finanziari mondiali vedono la presenza di una straordinaria massa di liquidità da investire sia per la presenza strutturale di tassi prossimi allo zero, che mettono fuori gioco larga parte dell'investimento obbligazionario, sia per la valutazione elevata di molte *asset class* dell'azionario. Gli investitori sono quindi alla ricerca di nuovi sbocchi per soddisfare la propria fame di investimento e ricercare spazi di *upside* che un investimento come l'*equity* privato può po-

tenzialmente dare. Dall'altro lato, le file dei *business angel* aumentano – e quindi la potenza di fuoco orientabile alle aree del *seed* e dello *start-up financing* – per una chiara dinamica generazionale: molti dei *general partners* (GPs) che hanno dato vita al movimento europeo del *private equity* negli anni Novanta e all'inizio dei Duemila si ritirano dal mercato e rivolgono la propria attenzione non solo all'investimento dei *carried interest* accumulati ma a un impiego differente del proprio tempo e del proprio denaro, operando ora nell'ambito dell'*impact investing* ora agendo come *mentor* e *advisor* di nuove generazioni di imprenditori, secondo una logica di *give back*.

Anche la mortalità elevata delle start-up è un secondo luogo comune e un secondo un mito da sfatare: sempre citando i dati Invest Europe, se nel 2010 la mortalità a tre anni delle start-up era pari al 62,5 per cento a livello europeo, nel 2016 diviene solo il 29,7 per cento. Sebbene dati così aggregati non permettano di cogliere le molteplici sfumature per Paese e per settore, tuttavia un crollo così evidente coglie una tendenza che può essere giustificata da varie motivazioni. In primo luogo, la stessa disponibilità elevata di denaro proveniente non soltanto da *venture capital* e *business angel*, ma anche da incubatori, acceleratori, programmi pubblici, competizioni e premi, rende molto più facile per le nuove imprese non solo l'avvio

dell'attività ma anche la sua continuazione a prescindere dal reale potenziale dell'idea. In secondo luogo, l'affacciarsi sul mercato di imprenditori mediamente più preparati sui fondamentali – come redigere un *business plan*, come fare *pitching* agli investitori ecc... – a prescindere dalla bontà dell'idea, permette di accompagnarne lo sviluppo con una certa continuità nel tempo, rafforzata dal supporto dato ora dall'incubatore ora dal *mentor/business angel*.

Infine, anche la dimensione limitata degli investimenti non appare più un problema determinante: sempre nel 2010 a livello europeo complessivo, per il mercato del *seed financing* il taglio medio di ogni singolo investimento era pari a 0,2 milioni e per l'*early venture capital stage* a 1,2 milioni di euro. I valori diventano nel 2016 rispettivamente 0,8 e 2,7 milioni di euro, segnalando quindi una chiara tendenza all'aumento e l'evoluzione del mercato degli investitori da una dimensione più sperimentale e di tentativi a una logica più matura e consapevole. Le realtà dei singoli Paesi segnano invece differenze, e sotto la copertina dei valori medi, il mercato italiano rivela ancora la presenza di tagli medi più contenuti (rispettivamente 0,3 e 2,1 milioni di euro nel 2016), sia con un numero ancora troppo limitato di investitori sia con volumi ancora ridotti e non paragonabili lontanamente a quelli del *private equity*.

I temi chiave da mettere a fuoco

Queste evidenze confortanti a livello europeo non devono spingere a un generico ottimismo, ma piuttosto a concentrare l'attenzione sui veri problemi che caratterizzano oggi il mondo delle start-up, abbandonando i luoghi comuni e una narrativa che non corrisponde più alla portata delle sfide rilevanti oggi. Se quindi i fondamentali del mercato ci sono – il *deal flow* da un lato e gli investitori dall'altro – le nuove criticità si spostano ormai su altri fronti che devono essere aggrediti per consolidare una vera e propria «via europea» alle start-up e alla creazione d'impresa:

- il limitato numero di *initial public offering* (IPO), di *unicorn* (le aziende di oltre 1000 milioni di fatturato) e di *scale-up* (le aziende con oltre 100 milioni di fatturato a cinque anni dalla nascita);
- il fenomeno della grigia mediocrità e della mortalità senza clamore;
- la fuga dei giovani imprenditori verso hub strutturati.

Su questi tre temi i dati segnalano invece un gap dell'Europa molte volte rispetto agli USA, e anche al mercato UK, e una tendenza purtroppo non in miglioramento. E la distanza

dell'Italia dalla media diventa ancora più preoccupante e marcata.

Con riferimento al primo punto, i sistemi USA e UK sono ottime piattaforme che permettono alle start-up di diventare quotate (IPO), oppure grandissime (*unicorn*) o grandi (*scale-up*). I dati riportanti nella Tabella 1 ci mostrano come nel periodo 2011-16 l'Europa continentale abbia prodotto a cinque anni dalla loro nascita solo 32 *unicorn* e 2017 *scale-up* contro i 264 *unicorn* e 3887 *scale-up* americani e i 64 *unicorn* e 1444 *scale-up* britannici. Questo significa che se in Europa il fenomeno delle start-up è serio, vivace e creativo, la sua capacità di generare scala e occupazione in modo forte è ancora molto limitata. Le ragioni possono essere molteplici e necessitano anche di molta ricerca accademica che esplori le dimensioni culturali, di contesto e di normativa. Tuttavia, i numeri nascondono una realtà che tanta conoscenza aneddotica fa spesso emergere e che rileva i tratti dello start-upper europeo come più rivolto alle criticità del breve termine (il lancio dell'iniziativa, la ricerca del primo *round* di finanziamento, l'accreditamento presso i clienti e i fornitori) che a una prospettiva di medio-lungo termine che tenga conto dei diversi *round* di

finanziamenti e che incorpori, già fin dai primi passi, l'ambizione dell'approdo al mercato.

E a questo si aggiunge il tema della mortalità: come si osserva dalla Tabella 2, in riduzione molto netta in Europa dal 2010 al 2016, se vista su un arco di tre anni, ma fortemente in crescita, raddoppiando addirittura su un arco di cinque anni: ciò significa che se nel 2010 a tre anni dalla nascita moriva il 62,5 per cento delle start-up, nel 2016 la percentuale si riduce addirittura al 29,7 per cento. Lo stesso dato di mortalità a cinque anni mostra invece una tendenza opposta, con la percentuale che passa da 21,3 a 40,6 per cento. Questo dato può essere interpretato in vari modi ma la sensazione è che nasconda una situazione di forte disagio: le start-up prolungano la propria esistenza cercando di sopravvivere, grazie all'abbondanza di denaro e di competizioni e premi per rimandare – e forse rendere meno gravoso – lo stigma del fallimento, che diviene invece una più accettabile chiusura dell'attività dopo averci provato a lungo. E qui il divario con USA e UK diviene più forte, in quanto la mortalità delle start-up a cinque anni è molto bassa, siccome le start-up stesse o sono già scomparse e fallite oppure sono già cresciute: sia in

tabella 2 | mortalità delle start-up a tre e a cinque anni dalla creazione dell'impresa, e numero di start-up che raggiungono i 100 milioni di dollari di fatturato a cinque anni dalla nascita (2010 e 2016)

	Tasso di mortalità (%)				Oltre 100 milioni di dollari di fatturato (%)	
	T+3		T+5		T+5	
	2010	2016	2010	2016	2010	2016
USA	38,6%	32,6%	18,6%	15,3%	7,0%	10,1%
UK	39,8%	34,6%	20,1%	16,2%	6,3%	9,2%
UE (tranne UK)	62,5%	29,7%	21,3%	40,6%	2,2%	4,6%

fonte: nostre elaborazioni su dati Invest Europe e NVCA



© STOC - NITELOCK

Gli start-upper sono sempre più attratti da hub strutturati

USA sia in UK la mortalità a tre anni si mantiene nettamente sopra il 30 per cento (ma comunque in calo dal 2010 al 2016), a cinque anni si riduce dal 2010 al 2016 al 15,3 per cento (negli USA) e al 16,2 per cento (in UK).

Accanto al dato di mortalità è interessante inoltre vedere, sempre nella prospettiva dei cinque anni, quante start-up raggiungano la soglia dei 100 milioni di dollari di fatturato. E qui la divaricazione fra USA e UK rispetto all'Europa rimane marcata: il dato riportato al 2016 mette in luce come il 10,1 per cento delle start-up

americane abbia raggiunto la soglia dei 100 milioni (rispetto al 7 per cento del 2010), seguito dal 9,2 per cento in UK (rispetto al 6,3 per cento del 2010) e poi dall'Europa che presenta una percentuale molto meno attraente del 4,6 per cento (rispetto al 2,2 per cento del 2010).

Infine, gli start-upper sono sempre più attratti da hub strutturati, capaci di costituire un ecosistema in cui l'imprenditore-inventore può sviluppare l'idea, fallire e rinascere, trovando compagni di viaggio e opportunità di scala. Alcuni dati di questo fenomeno

sono impressionanti: nel 2014 i brevetti di imprenditori europei registrati a San Francisco (la cosiddetta «Bay Area») sono stati 3500, contro 1100 canadesi, 970 giapponesi, 780 cinesi, 720 indiani e 680 israeliani. Nel 2017 si registrano nella Bay Area 48 *corporate research lab* di aziende europee, 27 centri di *corporate venture* sempre europei (i dati erano 12 e 9 nel 2010...). Questo significa che sempre di più la concezione del fenomeno delle start-up si sviluppa intorno a centri di attrazione che diventano l'elemento di aggregazione di tutte le migliori energie disponibili. La classifica *The Global Start-up Eco-System Report 2017* (Tabella 3) di Startup Genome classifica gli hub del venture capital e delle start-up a livello mondiale: fra i primi venti solo cinque sono europei. I parametri utilizzati per stilare la classifica sono 45 e sono raggruppati in un insieme di aree che si estendono da *performance*, *funding*, *market reach*, *global connectedness*, *resource attraction*, *start-up experience*, *talent*, *corporate involvement*, *founder*. Un buon *ecosystem* non solo deve essere misurato attraverso la propria performance – quanti unicorni, quante IPO, quanti scale-up, quale tasso di mortalità – ma anche attraverso la completezza del suo meccanismo di funzionamento che si estende dalla creazione della start-up, per muovere alla globalizzazione (ossia alla creazione delle con-

tabella 3 | classifica dei primi venti start-up ecosystem a livello mondiale (2017)

1	Silicon Valley	6	Tel Aviv	11	Parigi	16	Toronto
2	New York	7	Berlino	12	Singapore	17	Sydney
3	Londra	8	Shanghai	13	Austin	18	Chicago
4	Pechino	9	Los Angeles	14	Stoccolma	19	Amsterdam
5	Boston	10	Seattle	15	Vancouver	20	Bangalore

fonte: Startup Genome, *Global Start-up Eco-System Report 2017*, 2017

© Egea SpA - TUTTI I DIRITTI SONO RISERVATI

tabella 4 | numero di incubatori e acceleratori presenti e numero medio di aziende ospitate (2010 e 2016)

	Numero di incubatori e acceleratori		Numero medio di aziende presenti	
	2010	2016	2010	2016
USA	1.070	1.260	110	168
UK	230	260	103	152
UE (tranne UK)	6.220	9.330	12	23

fonte: nostre elaborazioni su dati Invest Europe e NVCA

nessioni con le migliori risorse disponibili a livello globale), all'espansione (la finalizzazione delle connessioni in crescita e scala) per giungere a quella che il report di Startup Genome definisce *integration*, ossia l'integrazione della start-up nel sistema economico-produttivo con una scala significativa e con moltiplicatori di valutazione altrettanto significativi.

L'esigenza di invertire la rotta in Italia

Mentre il mondo si proietta chiaramente verso una logica di ecosistemi capaci di proiettare (e di scaricare a terra) la forza creativa dei nuovi imprenditori verso dimensione e rilevanza, il nostro Paese sembra frenato da una forza di gravità che attira verso il basso e al ribasso gli lanci e le iniziative che pur sono presenti nell'arena delle start-up e del venture capital. Le ragioni alla base della mancanza di una forza di lancio potente per scalare sono molteplici.

In primo luogo la natura dei venture capital presenti in Italia: larga parte di essi presenta una matrice bancaria

o da private equity. Queste caratteristiche non sono di per sé un tratto caratteristico positivo o negativo ma sicuramente è negativa l'assenza di venture capital investor con caratteristiche d'impresa e industriali. Come sottolineato dal *Report* di Startup Genome, una caratteristica di successo degli ecosistemi è quella di avere varietà degli investitori non solo sotto il profilo di assetto organizzativo (incubatore, fondo di investimento, club deal ecc...) ma soprattutto sotto il profilo delle provenienze e del background degli investor e dei GPs. Solo una presenza marcata di investor e GPs con conoscenze distinte e non generaliste delle diverse *industry* può portare quel valore aggiunto determinante non solo per la valutazione ma soprattutto per la creazione di quelle connessioni rilevanti per l'acquisizione delle risorse non finanziarie. A ciò si aggiunge la storica incompletezza della «catena del valore» degli investitori, che necessita di assicurare una continuità dei momenti di *exit* e di *investing* senza pausa e lungo l'intero percorso che muove dal primo round di finanzia-

mento (il *seed money*) per giungere fino all'IPO o al raggiungimento di una dimensione aziendale significativa.

In secondo luogo, la frammentazione delle iniziative dedicate al primo stadio di sviluppo: la fase iniziale del ciclo di vita di una start-up richiede non solo supporto per raccogliere il primo round di fondi ma è cruciale nel fissare le ambizioni, nell'acquisire le metriche di riferimento e nel creare quelle connessioni di business che accompagneranno la crescita (o il declino) dell'impresa. In altri termini, è nei primi momenti di vita che si segna per sempre il DNA della start-up. Più sono frammentate e di piccola scala le iniziative di incubatori e di acceleratori più saranno ridotte le ambizioni dell'impresa nel corso del tempo. La Tabella 4 riporta il dato non confortante sul numero di incubatori e acceleratori presenti negli USA, in UK e in Europa continentale, tenuto conto della dimensione media del numero di aziende incubate. L'Italia in questo vede una proliferazione di iniziative meritevoli, ma di piccolo cabotaggio e con una capacità di connessione



Stefano Caselli

è Prorettore agli Affari Internazionali e professore di Economia degli Intermediari Finanziari presso l'Università Bocconi, ove è membro del Comitato di Direzione di SDA Bocconi School of Management e responsabile del progetto Bocconi Start-Up Day. Editorialista di *L'Economia del Corriere*, è autore di numerose pubblicazioni a livello internazionale su private equity and venture capital e sui rapporti fra banche e imprese.
stefano.caselli@unibocconi.it

ai grandi circuiti mondiali della conoscenza limitati o assenti.

In terzo luogo, i meccanismi fiscali e regolamentari, seppure abbiano visto iniziative meritevoli in Italia e l'azione decisa di Cassa Depositi e Prestiti ad attivare il mercato, mancano ancora di quella spinta decisa che allinei il nostro Paese a quelle che sono le migliori prassi utilizzate a livello internazionale: i meccanismi sono quelli noti dell'intervento pubblico che vanno dalla detassazione dei *capital gain* per una specifica categoria di investitori – in questo caso dai business angel agli *early growth fund* – alla definizione di forme di *public-private partnership* secondo la modalità *upside leverage scheme* che convogliano risorse finanziarie pubbliche e private nell'area della fase post start-up dei finanziamenti: l'esempio delle SBIC americane è quello tipico al riguardo.

Che cosa può essere fatto allora per invertire la rotta, in Europa e soprattutto in Italia? In primo luogo, occorre cambiare l'etichetta, lo *storytelling* e soprattutto la sostanza dei messaggi che finanziatori, incubatori ed educatori lanciano ai giovani imprenditori: da start-up a scale-up, da creazione d'impresa a crescita. Questo significa che sempre di più l'attenzione ai progetti di nascita di nuove imprese deve avvenire guardando oltre l'orizzonte del primo round di finanziamento – per partire e per sopravvivere – e sempre di più in una prospettiva

di crescita e di round multipli di finanziamento. Sarebbe necessario che a tutti i livelli (i bandi degli incubatori, le competizioni e gli award, la presenza attivissima degli angel) si adottasse sempre di più questa prospettiva, inserendo nelle valutazioni metriche di sviluppo chiare e ambiziose. In secondo luogo, andrebbe incoraggiata la concentrazione delle iniziative evitando dispersione e frammentazione ma soprattutto promuovendo contaminazione, *business matching* e occasioni di scambio, che è un valore essenziale. Sarebbe un obiettivo importante costruire una strategia esplicita per avere una presenza italiana nella classifica dei primi ecosistemi mondiali (avendo coraggio, imprenditori, enti pubblici, università e investitori): Milano avrebbe tutte le potenzialità per diventare un hub significativo. Un accompagnamento di questo progetto senza imbarazzi e senza scelte lasciate a metà di applicazione effettiva delle forme di incentivo per l'attrazione degli start-upper (significativo per esempio è il French Tech Ticket) e di detassazione degli investitori lungo la prima parte della catena del valore allineerebbe il nostro Paese alle migliori prassi, lasciando poi al mercato la capacità di giocare attivamente e fare il proprio dovere. ■

Esplora **e&mpius** su www.economiaemangement.it



In sintesi

Quando si parla di start-up, vi sono **alcuni luoghi comuni da sfatare, come l'assenza di denaro, l'elevata mortalità dei progetti, e la limitata dimensione degli investimenti**. Al contrario, oggi anche in Europa i fondamentali del mercato (in termini di deal flow e presenza di investitori) sono soddisfatti.

Le questioni cruciali da affrontare sono invece **il limitato numero di IPO, di unicorn e di scale-up, il fenomeno della mortalità senza clamore, e la fuga dei giovani imprenditori verso hub strutturati**.

In Italia, il mondo delle start-up si confronta con difficoltà specifiche, quali l'assenza di venture capital investor con caratteristiche d'impresa, la frammentazione delle iniziative e la mancanza di meccanismi fiscali e regolamentari adeguati. Per favorire lo sviluppo di ecosistemi strutturati, **è fondamentale incoraggiare una mentalità orientata non solo allo start-up d'impresa, ma anche al successivo scale-up**.

Riferimenti bibliografici

- Bay Area Council Economic Institute, 2017. *Innovation Bridge. Technology, Startups, and Europe's Connection to Silicon Valley*, August.
- Caselli S., Corbetta G., Vecchi V., 2015. *Public Private Partnerships for Infrastructure and Business Development. Principles, Practices and Perspectives*, New York, Palgrave Macmillan.
- Caselli S., Negri G., 2018. *Private Equity and Venture Capital in Europe. Markets, Techniques and Deals*, Amsterdam, Elsevier Academic Press.
- European Business Angels Network, 2017. *EBAN 2016 Statistics Compendium*, Bruxelles.
- Invest Europe, 2017a. *European Private Equity Activity*, Bruxelles.
- Invest Europe, 2017b. *Global Investment Decision Makers Survey*, Bruxelles.
- McKinsey Global Institute, 2016. *Digital Europe: Pushing the Frontier, Capturing the Benefits*, June.
- National Venture Capital Association (NVCA), 2017. *NVCA 2017 Yearbook*.
- Piol E., 2004. *Il sogno di un'impresa*, Milano, Edizioni Il Sole 24 Ore.
- Startup Genome, 2017. *The Global Start-up Eco-System Report 2017*.
- Tech.eu, 2017. *European Tech Exits Report 2016*.