

# Start-up finance per promuovere e sostenere l'innovazione

di Alberto Dell'Acqua\*

**D**a molti anni è in corso un importante dibattito su come promuovere e sostenere l'ecosistema italiano dell'innovazione. Il punto di innesco di questo vivace dibattito è stata sicuramente la forte scossa derivante dagli sviluppi commerciali di internet e della cosiddetta *new economy* dei primi anni Duemila<sup>1</sup>. Sono poi seguiti anni di tepore, conseguenti all'esplosione della bolla speculativa dei titoli internet e al fisiologico affievolirsi dell'entusiasmo delle futuristiche rivoluzioni della rete.

**P**iù di recente il dibattito è entrato in una nuova fase, grazie alla maggiore consapevolezza della pervasività delle tecnologie digitali nell'ambito economico e sociale, tale da fare entrare il tema della *digital transformation* nell'agenda delle politiche pubbliche di molti governi. Il contesto italiano, fino a un paio di anni fa, era ancora caratterizzato da un forte gap di risorse da destinare con convinzione e sistematicità all'ecosistema dell'innovazione. L'ultimo biennio è stato però caratterizzato da un'azione decisa di intervento da parte dell'attore pubblico, attraverso alcune sue emanazioni (come i fondi gestiti da Cassa Depositi e Prestiti), per sostenere il settore dell'innovazione e raggiungere la soglia psicologica del miliardo di euro di investimenti annui. Questa tendenza è accompagnata di pari passo dallo sviluppo e dal consolidamento dell'intero bagaglio culturale per chi è impegnato o si impegnerà nella gestione dei progetti innovativi, di stampo aziendale o imprenditoriale. All'interno di questo condensato di conoscenze, stratificate e nuove, una posizione rilevante è



© ISTOCK - SIRAANAMWONG

\* *Alberto Dell'Acqua è Professore di Financial Management and Corporate Banking presso l'Università Bocconi e Associate Professor of Practice di Corporate Finance and Real Estate presso SDA Bocconi.*

occupata da quelle che gravitano nella sfera finanziaria. Il capitale è infatti la linfa vitale dell'attività aziendale ma assume un carattere ancor più esiziale nel caso delle iniziative imprenditoriali di stampo innovativo. Proprio dall'idea di fornire un contributo di valore aggiunto al corpus culturale della gestione di imprese innovative è scaturito il lavoro di studio e ricerca che ha portato alla pubblicazione del libro edito da Egea *Startup Finance*<sup>2</sup>, che tratta in particolar modo dei temi della finanza dell'innovazione. In questo articolo vengono ripresi alcuni contenuti principali della pubblicazione, fornendo un contributo sintetico diviso in tre punti: 1) il tema della valutazione delle aziende innovative; 2) i gap a livello micro dell'ecosistema italiano, con un particolare enfasi sul *financing gap*; 3) una panoramica sugli strumenti finanziari disponibili per ridurre questo gap.

### COME SI VALUTA UNA START-UP?

Uno dei temi più significativi per gettare le basi culturali del finanziamento dell'innovazione è sicuramente la problematica di come valutare le aziende innovative quale pre-condizione necessaria per qualsiasi operazione sul capitale azionario delle imprese in fase di primo sviluppo. Quali approcci possono essere oggi adottati per valutare una start-up? La risposta non è immediata, poiché la storia degli ultimi vent'anni ha visto alternarsi molteplici metodologie valutative, più o meno fondate su presupposti logici e credibili. È però necessario, per un approccio maturo al tema del finanziamento dell'innovazione, ricercare e promuovere quei metodi di valutazione aziendale in grado di realizzare un equilibrio tra la necessità di valorizzare il potenziale economico che la realtà innovativa è in grado di dischiudere e l'esigenza di mantenere razionalità nell'approccio, nel rispetto di una visione di sostenibilità dei valori nel medio-lungo termine.

Allo stato attuale sussistono delle metodologie, riconosciute nell'ambito accademico e frequentemente impiegate nella prassi valutativa, che riescono a rispondere con efficacia a questa necessità. Tali metodologie sono il 3-stage Discounted Cash Flow (3-stage DCF), il Venture Capital Method (VC Method), il Risk Adjusted Net Present Value (rNPV) e la Decision Tree Analysis (DTA). Alcuni di questi metodi, in particolare il 3-stage DCF e il Venture Capital Method, sono delle rielaborazioni dei più consolidati metodi di valutazione delle aziende tradizionali e consentono di approssimare la valutazione in modo semplificato e non particolarmente articolato, soprattutto per quanto attiene al trattamento del rischio. Di contro, le metodologie più avanzate (rNPV e DTA) rappresentano criteri valutativi più complessi, al fine di meglio calibrare l'incertezza che caratterizza le nuove iniziative imprenditoriali. L'impiego di questi strumenti valutativi permette di

determinare il cosiddetto valore *pre-money*, uno degli elementi più rilevanti e necessari per il finanziamento delle start-up, poiché rappresenta il valore in ottica *stand-alone*, senza considerare l'ammontare del capitale raccolto. Il valore *post-money* è invece attribuito sommando al valore *pre-money* l'importo che viene raccolto in uno specifico round di finanziamento.

In alcune fattispecie, soprattutto di start-up nelle primissime fasi di sviluppo e principalmente impegnate in *seed round*, il valore *pre-money* può però essere determinato direttamente in funzione del capitale da raccogliere e dalla percentuale di azionariato che i fondatori decidono di mettere a disposizione dei nuovi investitori<sup>3</sup>.

Molto spesso, sia per la difficoltà di predisporre piani pluriennali con flussi economici e finanziari attendibili, sia anche per la volontà di semplificare e velocizzare la raccolta di capitali, i fondatori delle start-up nelle fasi preliminari del loro ciclo di vita procedono a una stima diretta del valore *pre-money*, spesso per analogia con altre operazioni di raccolta di capitali condotte su realtà simili. Pur in assenza quindi di una metodologia valutativa che giustifichi e sostenga il valore *pre-money* richiesto dai fondatori, gli investitori nelle fasi iniziali, soprattutto se non professionali, sono soliti accettare la valutazione proposta, ponendosi come *price-taker*, per evitare difficili valutazioni su attività di impresa ancora in stato embrionale e con proiezioni economiche molto complesse da formulare. Nelle fasi successive al *seed round*, è invece consigliabile, in particolare per investitori professionali, adottare una delle metodologie analitiche di valutazione delle start-up come quelle precedentemente discusse.

### I GAP DELL'ECOSISTEMA ITALIANO DELLE START-UP

L'ecosistema italiano dell'innovazione può vantare alcuni capisaldi di particolare rilievo quali: l'innata e diffusa spinta verso l'imprenditorialità, 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, seppur provata dalle varie crisi, non 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 naturale strutturale, come una tassazione ancora elevata e non differenziata per categorie di imprese, una stratificazione di norme amministrative ipertrofica, una pubblica amministrazione ancora troppo burocratica e poco

orientata al ruolo di agente abilitante e fornitore di soluzioni, un sistema di trasporti e telecomunicazioni con livelli di sviluppo disomogenei sui territori nonché 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 a una sfera più governativa e alle politiche pubbliche che saranno poste in essere negli anni a venire, i limiti che qui intendo analizzare riferiscono ai soli aspetti micro, cioè quelli che rimandano alle scelte strategiche e gestionali dei singoli fondatori e gestori di iniziative imprenditoriali innovative.

La matrice riportata nella Tabella 1 aiuta a delineare gli ambiti di analisi. Essa è 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 start-up. I quattro pilastri fanno riferimento agli ambiti di scelta che meglio possono orientare l'evoluzione futura della start-up e agevolarne oppure ostacolarne un percorso di crescita, vigoroso e sostenibile. Questi quattro pilastri sono:

- l'orientamento strategico del business model;
- l'organizzazione aziendale;
- gli aspetti legali;
- la strategia finanziaria.

### *L'orientamento strategico del business model*

Applicando la matrice d'analisi all'ecosistema delle start-up italiane emergono chiaramente alcuni tratti ricorrenti che ne delineano gli attuali limiti a livel-

li micro. Per quanto attiene al primo ambito, relativo all'orientamento strategico del business model, la scelta prevalente delle start-up è di focalizzarsi solo sul mercato nazionale, in quanto, in base ai dati disponibili, la percentuale di fatturato ottenuto all'estero dalle start-up 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 i 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 da 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 crescita della domanda interna 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 start-up 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 start-up 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 del 2020 riportati dal

**TABELLA 1 | LA MATRICE DI ANALISI DEI FATTORI CRITICI DELLE START-UP**

Pilastri	Peculiarità
Orientamento strategico del business model	Mercato di riferimento: internazionale vs locale. Modello di business: innovazione su modello di business esistente vs modello di business disruptive.
Organizzazione aziendale	Diversità culturale e internazionale del founding team: team nazionali vs team diversificati. Livello di diversificazione delle competenze: competenze concentrate vs competenze allargate.
Aspetti legali	Giurisdizione di appartenenza: italiana vs internazionale. Forma giuridica: società a responsabilità limitata vs società per azioni.
Strategia finanziaria	Strumenti finanziari: limitati o diversificati. Mercati di approvvigionamento: mercati private vs mercati public.

Ministero dello Sviluppo Economico, il 50 per cento circa delle imprese è attivo nel settore ICT e il 14 per cento nella «ricerca scientifica e sviluppo». Sommando le due percentuali l'evidenza mostra come due start-up 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 all'evidenza che solo il 14,6 per cento di tutte le start-up 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 per cento, 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 start-up italiane è concentrato nello sviluppo di modelli di business fortemente innovativi, alla ricerca di una innovazione radicale, 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 a un difficoltoso rapporto tra un prodotto di nuova generazione, già di per sé difficile da veicolare e affermare, e un contesto di mercato asfittico o peggio in declino.

### *L'organizzazione aziendale delle start-up*

Per quanto riguarda invece il secondo pilastro, relativo all'organizzazione aziendale della start-up, è possibile far nuovamente riferimento ai dati del 2020 del Ministero dello Sviluppo Economico, i quali mostrano che nel 14,15 per cento delle start-up italiane è presente un cittadino non italiano e solo il 3,5 per cento del totale ha una prevalenza straniera. Da questi dati è possibile evincere che la quasi totalità delle imprese italiane non abbia una presenza straniera nella composizione del *founding team* e che quindi presenti ancora fortemente i tratti di «società nazionale». Questo, 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 e internazionale, corroborata da un team di gestione anch'esso internazionale e culturalmente diversificato.

Per quanto attiene invece alla composizione del grup-

po fondatore, in termini di background e competenze, vi è una preponderanza di profili tecnico-ingegneristico e informatico, superiore al 40 per cento, seguiti da una rilevante presenza di profili economico-aziendali, pari a circa il 25 per cento, un ulteriore 20 per cento 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 strategico delle start-up, prima richiamato, che è fortemente concentrato in ambiti tecnici e di ricerca scientifica.

### *Gli aspetti legali*

Per il terzo pilastro è possibile osservare che, dai dati censiti dal Ministero dello Sviluppo Economico, l'89 per cento delle start-up italiane sia costituita in forma di società a responsabilità limitata (Srl), mentre solo 0,8 per cento sia nella forma di società per azioni (SpA). 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. Questo 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 a 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 start-up 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 *founder* italiani sotto la giurisdizione italiana. Questa concentrazione sulla giurisdizione nazionale, da parte delle start-up 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 start-up fondate da *founder* italiani ma in giurisdizioni europee, armonizzando anche a livello di Unione Europea i *framework* per il sostegno all'innovazione su tutto il territorio comunitario.

### *La strategia finanziaria*

Infine, per quanto attiene l'ultimo ambito relativo alla definizione di una strategia finanziaria da parte del-

le start-up, è possibile chiamare a raccolta le analisi ai punti precedenti, che sostanziano un panorama di start-up 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 B e Series C). Sebbene l'introduzione dei sistemi multilaterali di negoziazione (i cosiddetti *multilateral trading facility*), come Euronext Growth Milan (il nuovo segmento che ha sostituito AIM Italia) abbia creato dei mercati borsistici più accessibili a PMI e start-up, sono ancora pochi i casi di quotazione di queste ultime su tali piattaforme\*. 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 Srl, 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\*. Purtroppo tali strumenti sono poco diffusi e 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 start-up 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.

### GLI STRUMENTI PER RIDURRE I GAP

È opportuno rimarcare che l'intero sistema di finanziamento delle imprese in fasi di avvio e primo sviluppo è in costante evoluzione e ciò determina una

**TABELLA 2 | I PRINCIPALI STRUMENTI DI FINANZIAMENTO DELLE START-UP**

Strumento	Caratteristiche	Benefici	Limiti
Private placement	Finanziamento azionario classico.	Capitale permanente e dedicato. Creazione di una ampia base di soci-investitori che può agevolare successive raccolte di capitali.	Possibili effetti diluitivi o iper-diluitivi in caso di aumenti di capitale con basse valutazioni.
Strumenti finanziari partecipativi	Finanziamento flessibile, con connotati intermedi tra l'equity e il debito.	Riduce i potenziali effetti diluitivi e permette di collegare il rimborso del capitale all'andamento economico dell'impresa.	Poco standardizzato e quindi di difficile comprensione e diffusione presso un pubblico ampio di investitori.
Strumenti finanziari convertibili	Strumento di debito che offre la possibilità di convertire il capitale investito in equity a una data scadenza o in relazione a un certo evento.	Non crea effetti diluitivi e permette di rimandare nel tempo la valutazione del capitale azionario.	Obbligo di restituzione del capitale in caso di mancata conversione in equity. Limiti normativi al loro utilizzo nel contesto italiano nel caso di start-up in forma di Srl.
Strumenti semi-equity	Schemi personalizzabili di combinazioni di debito ed equity.	Limitano gli effetti diluitivi e permettono di rendere la struttura di finanziamento della start-up molto flessibile.	Limiti alla loro applicazione nel contesto italiano poiché non riconosciuti e incorporati nella normativa.
Finanza agevolata	Strumenti di debito con tassi di interesse ridotti o nulli. Crediti fiscali a fronte di specifiche spese o investimenti.	Non crea effetti diluitivi e accorda piani di restituzione di medio-lungo termine. Permette di ottimizzare i risultati economici, riducendo il carico fiscale.	Obbliga alla restituzione del capitale come le forme più tradizionali di debito. I crediti fiscali sono maggiormente sfruttabili da aziende già profittevoli.
Quotazione in borsa	Finanziamento azionario verso una platea più ampia di investitori.	Permettono la liquidabilità dei titoli sul mercato azionario ai soci-investitori.	Possibili effetti diluitivi o iper-diluitivi in caso di aumenti di capitale con basse valutazioni. Richiedono il sostenimento di costi una tantum e continuativi per l'accesso e permanenza sul listino azionario.



continua revisione e aggiornamento degli strumenti finanziari disponibili anche all'interno degli impianti normativi dei diversi Paesi. La soluzione ancora più diffusa per il finanziamento delle start-up permane la raccolta diretta di *equity* da investitori, sia privati sia professionali e istituzionali, attraverso il *private placement*. Le opportunità di questa forma di raccolta sono state inoltre ampliate dallo sviluppo recente delle piattaforme di *equity crowdfunding*, che hanno permesso di allargare la base di investitori a più ampie platee di singoli individui dotati di disponibilità non ingenti. Inoltre, è possibile osservare lo sviluppo di nuovi modelli di investimento in forma maggiormente organizzata e strutturata da parte dei *business angel*, come gli start-up studio. Tuttavia, il limite più evidente della raccolta di *equity* nelle fasi iniziali di avvio dell'impresa è l'effetto diluitivo, e in alcuni casi iper-diluitivo, che gli aumenti di capitale portano con sé, soprattutto se basati su un valore aziendale non ancora elevato. Le alternative per risolvere questa problematica sono rappresentate dagli strumenti finanziari partecipativi, poco diffusi però sul mercato a causa della loro bassa standardizzazione, le obbligazioni convertibili e gli strumenti di *semi-equity*,

il cui impianto giuridico è ancora però in definizione, soprattutto nell'assetto normativo italiano. Un'ulteriore alternativa, spesso in realtà complementare ad altri strumenti, è rappresentata dalla finanza agevolata, in forma di finanziamenti a tassi di interessi ridotti o nulli ma che prevedono l'obbligo di restituzione o crediti fiscali per specifiche spese in ricerca e sviluppo o investimenti in innovazione. Infine, una soluzione di finanziamento sostitutiva del *private placement* è fornita dalla quotazione in borsa, in particolare sui nuovi segmenti borsistici nella forma di *multilateral trading facility*, dove è possibile realizzare operazioni di raccolta di dimensione più elevata, dando ai nuovi azionisti il beneficio della liquidabilità del loro investimento. Anche in questo caso, però, permane il problema di indurre effetti diluitivi o iper-diluitivi in caso di aumenti di capitale condotti con valutazioni ancora basse, nonché il sostenimento di costi *una tantum* e continuativi per l'accesso e la permanenza sul listino azionario.

Nella Tabella 2 riassumo i vari strumenti di finanziamento delle start-up che sono stati esaminati, evidenziandone le principali caratteristiche, i benefici e i limiti.

<sup>1</sup> Uno dei dibattiti più approfonditi sugli impatti di internet sul mondo dell'impresa venne avviato nell'anno 2000 dal Prof. Claudio Demattè, fondatore di SDA Bocconi School of Management e promotore di un convegno organizzato da Economia&Management, i cui contenuti sono confluiti nella pubblicazione dal titolo E-Business. Condizioni e strumenti per le aziende che cambiano, Milano, Etas, 2001.

<sup>2</sup> A. Dell'Acqua, J. Shehata, Startup Finance. Strumenti finanziari, metodi di valutazione, aspetti legali, Milano Egea, 2021.

<sup>3</sup> Per esempio, se in un seed round i fondatori della start-up volessero raccogliere 500mila euro lasciando ai nuovi investitori una quota di capitale pari al 20 per cento, i valori pre-money e post-money impliciti nella transazione sarebbero pari a 2 milioni di euro e 2,5 milioni di euro rispettivamente. Infatti, la relazione matematica sottesa alla relazione tra capitale raccolto e quota sottoscritta dai nuovi investitori è la seguente:  $\text{valore post-money} = \text{capitale raccolto} / \text{quota sottoscritta}$ , e  $\text{valore pre-money} = (\text{capitale raccolto} / \text{quota sottoscritta}) - \text{capitale raccolto}$ .

<sup>4</sup> Nel 2020, se ne contano solamente due: TrenDevice, che ha fatto accesso all'AIM Italia, e Cesynt Advanced Solutions, che ha effettuato un cosiddetto crowdfunding su Euronext Access.

<sup>5</sup> 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 start-up e a ridurre il fenomeno delle spirali al rialzo delle valutazioni societarie finalizzate proprio a prevenire iper-diluzioni nell'assetto proprietario.

### IN SINTESI

- L'analisi dell'odierno ecosistema italiano dell'innovazione evidenzia a oggi alcuni gap. Tra questi, la scarsa propensione internazionale ai modelli di business e alle forme societarie delle start-up con *founder* italiani e l'eccessiva focalizzazione su progetti di innovazione radicale. Non da ultimo, una scarsa attitudine a un utilizzo diversificato degli strumenti finanziari disponibili sul mercato odierno.
- Attualmente è però disponibile un maggior numero di strumenti per finanziare le start-up, per rispondere ai fabbisogni finanziari nonché alle esigenze di minore diluizione da parte dei soci fondatori. In particolare, oltre alla semplice raccolta di *equity* attraverso il *private placement*, è possibile ricorrere ad alternative come gli strumenti finanziari partecipativi o convertibili, gli strumenti *semi-equity* e la quotazione in borsa.
- Questa evoluzione negli strumenti di finanziamento dell'innovazione e nel consolidamento delle metodologie di valutazione per le start-up possono pertanto rappresentare un nuovo e importante pilastro per lo sviluppo futuro dell'ecosistema italiano dell'innovazione.