Fare startup

Strumenti, visioni e competenze per creare imprenditorialità innovativa in Italia

a cura di Martha Friel e Angelo Miglietta

Introduzione a cura di Carlo Mango

FrancoAngeli

Copyright © 2025 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835182450

Copyright © 2025 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

Pubblicato con licenza *Creative Commons*
Attribuzione-Non Commerciale-Non opere derivate 4.0 Internazionale
(CC-BY-NC-ND 4.0).
Sono riservati i diritti per Text and Data Mining (TDM), AI training e tutte le tecnologie simili.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore.
L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito
https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.it

Copyright © 2025 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835182450

4

Il punto di vista degli investor

di *Martha Friel* e *Andrea Sangermano*

In un libro dedicato al fare startup, non può mancare una riflessione sul punto di vista degli investitori. Se è vero che le startup nascono da un'intuizione e si sviluppano grazie alla visione e alla determinazione dei founder, è altrettanto vero che il loro percorso di crescita e consolidamento dipende in larga misura dalla capacità di attrarre risorse esterne, prime tra tutte quelle provenienti dal venture capital.

Comprendere la prospettiva degli investitori significa accedere a una visione strategica del fare impresa che si affianca a quella dei founder: una visione orientata alla scalabilità, alla sostenibilità finanziaria e alla generazione di valore nel medio-lungo periodo. Gli investitori, infatti, sovente non si limitano a fornire capitale: selezionano, accompagnano e spesso influenzano in modo determinante le scelte delle startup, con l'obiettivo di massimizzarne il potenziale e renderle competitive in un mercato globale.

Per questo, dare spazio alla voce di chi investe in startup innovative – e ne valuta quotidianamente le potenzialità, i limiti e i fattori critici di successo – consente di arricchire la prospettiva dei lettori e fornire strumenti utili sia a chi vuole avviare una nuova impresa, sia a chi opera a vario titolo nell'ecosistema dell'innovazione.

Questo capitolo intende quindi sintetizzare gli esiti di un incontro dedicato all'ascolto di alcuni tra i più importanti fondi di venture capital attivi anche nel panorama italiano svoltosi in occasione dell'ultimo Demo Day del programma Berkeley Skydeck Europe promosso da Cariplo Factory. In particolare, è stato poi possibile intervistare one-to-one tre potenziali investors presenti in rappresentanza di altrettanti fondi di venture capital ossia 360 Capital, Scientifica e Prana Ventures.

Nel selezionare i soggetti da intervistare, si è voluto dare rilievo alle specificità che caratterizzano l'approccio all'investimento di ciascun ope-

Copyright © 2025 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835182450

ratore. Pur essendo tutti impegnati, in via prevalente o esclusiva, in investimenti *early-stage* – in particolare nei round *pre-seed* e *seed* – e talvolta anche con il ruolo di lead investor (ma sempre con partecipazioni non di maggioranza nelle startup finanziate), ciascuno di essi si distingue per obiettivi di investimento differenti.

Alcuni intervistati, ad esempio, hanno dichiarato di concentrarsi su settori specifici, come il deep tech, ritenuto particolarmente promettente per il suo potenziale di crescita nei prossimi anni. Altri, invece, adottano un approccio più agnostico rispetto ai settori di intervento. Anche il grado di coinvolgimento nella gestione delle startup varia: ci sono investitori che affiancano attivamente i founders nelle attività operative, mentre altri preferiscono rimanere esterni all'operatività, offrendo però supporto su aspetti strategici come il fundraising, la selezione dei talenti o il networking.

Infine, le dimensioni attuali dei portafogli gestiti risultano molto eterogenee, con un range che va da 7 a 500 milioni di euro.

Pur nella loro eterogeneità, i soggetti intervistati hanno espresso un consenso unanime su alcuni aspetti fondamentali che questo capitolo intende mettere in luce. L'obiettivo è contribuire a chiarire la prospettiva degli investitori, a beneficio dei founder, delle loro startup e, più in generale, dell'intero ecosistema legato alle nuove iniziative imprenditoriali. Alla base vi è la convinzione che lo sviluppo imprenditoriale sia uno dei principali motori del benessere di un Paese, e che le startup rappresentino un patrimonio di straordinario valore, sia per la ricchezza di talenti che esprimono, sia per il potenziale innovativo che sanno generare.

1. Il grado di sviluppo del sistema di fundraising per le startup in Europa e in Italia

Una prima questione emersa dalle interviste one-to-one con gli investors, è relativa al sistema di fundraising per le startup, anche in ottica comparativa tra diversi Paesi. In particolare, a ciascuno dei soggetti intervistati è stato chiesto un giudizio sul grado di sviluppo del sistema di fundraising per le startup a livello europeo e a livello italiano.

Dalle articolate risposte fornite dai soggetti intervistati emerge un giudizio largamente sovrapponibile che riconosce una generale debolezza del sistema italiano di fundraising per le startup rispetto ad altri Paesi europei come Francia o Germania.

L'Italia è un paese da 1,2 miliardi di investito nel 2024, la Francia si attesta intorno ai 7-8 miliardi e la Germania oltre i 10 e la spesa media pro capite per investimenti in startup evidenza come per l'Italia questa si attesti

Copyright © 2025 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835182450

intorno ai 110 euro contro i 300 della Spagna o i 600 e 800 rispettivamente di Germania e Francia. Un divario che riflette una più generale debolezza culturale sul fronte dell'innovazione e che, inevitabilmente, limita la capacità di crescita del sistema.

Alcune delle ragioni che ingenerano simili differenze vengono unanimemente delineate dai soggetti intervistati. In primo luogo, gli investor hanno evidenziato come il diverso grado di sviluppo dell'ecosistema italiano rispetto a quello di altri Paesi europei sia da attribuire a ragioni storico-politiche, che hanno inciso in modo significativo sulla maturità odierna raggiunta dall'ecosistema nei singoli Paesi. In tale prospettiva, gli investor hanno manifestato apprezzamento verso le politiche di sostegno pubblico al venture capital avviate dalla Francia e dalla Germania già da diversi anni. Riprendendo le parole pronunciate da uno dei soggetti intervistati, infatti, emerge come un caso emblematico sia quello della Francia, che già dal 2010 ha potuto contare su Bpifrance – l'equivalente della nostra CDP – che ha progressivamente iniettato liquidità nel sistema, sostenendo sia i fondi che le startup. L'Italia, invece, ha avviato un percorso simile solo nel 2020 con la nascita di CDP Venture Capital. Questo ritardo, nella prospettiva degli investor, è uno dei fattori che ha determinato una crescita più lenta dell'ecosistema italiano, che solo recentemente sta mostrando segnali di consolidamento, anche grazie ai nuovi fondi pubblici previsti per i prossimi anni: il piano industriale 2024-2028 presentato in data 8 aprile 2024 da CDP Venture Capital ha come obiettivo il raggiungimento di 8 miliardi di risorse gestite entro il 2028.

Il secondo elemento dirimente nella prospettiva degli investor con riferimento al minor grado di sviluppo del sistema italiano rispetto a quello di altri Paesi europei è legato alla numerosità dei casi di successo che sono intrinsecamente correlati alla possibilità per i fondi di venture capital di ottenere adeguate performance attraverso la exit. I casi di successo, inoltre, non solo servono a generare fiducia nel sistema, ma possano diventare persino esempi trainanti, capaci di attirare capitali anche dall'estero.

Proprio sul piano dell'apertura internazionale, infine, vi è un ulteriore punto critico per l'Italia. Parafrasando quanto riferito da uno dei soggetti intervistati, infatti, il nostro mercato viene ancora visto da molti fondi europei come "di frontiera", a motivo di una percepita minore accessibilità derivante da barriere linguistiche e culturali nonché di una minore integrazione nei flussi continentali di capitale. In proposito, i vincoli normativi, e i conseguenti limiti di investimento imposti nei regolamenti dei fondi, rendono difficile per i venture capitalist italiani investire con regolarità fuori dal Paese, restringendo di fatto la possibilità di creare sinergie e attrarre investitori stranieri. È opinione condivisa che un maggior numero di fondi

Copyright © 2025 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835182450

italiani attivi anche in contesti esteri potrebbe favorire l'integrazione e il dialogo con gli investitori europei con la logica conseguenza di elevare il sistema italiano nella prospettiva di colmare il gap esistente con i best in class europei. Tale circostanza sarebbe peraltro auspicabile poiché, come testimoniato da uno dei soggetti intervistati, nell'ecosistema italiano "ci sono sia founder sia startup molto promettenti in diversi ambiti".

In definitiva, quindi, dal dialogo con gli investor emerge con chiarezza che il grado di sviluppo del sistema di fundraising per le startup in Italia sconta ancora ritardi importanti in termini di supporto pubblico, storie di successo, apertura internazionale e cultura dell'investimento, nonostante un potenziale interessante e segnali di crescita che fanno ben sperare per il prossimo futuro.

2. Gli elementi discriminanti nella decisione di investimento in una startup

Il secondo tema sul quale gli investor coinvolti nelle interviste hanno potuto condividere la loro visione è quello concernente i principali elementi da considerare nella decisione di investimento sulle startup individuate quali potenziali target.

In particolare, a ciascuno dei soggetti intervistati è stata posta la seguente domanda.

Quando si approccia a una startup ai fini di investimento, quali sono gli elementi che ritiene discriminanti in relazione alla decisione se investire o meno? Tali elementi dipendono da fattori quali lo stadio di sviluppo, il settore, il team oppure sono generalizzabili a tutte le startup?

Anche con riferimento a questo argomento la visione degli investor sembra convergere sui medesimi elementi discriminanti, nonostante le loro strategie di investimento, come detto, presentino caratteristiche distinte le une rispetto alle altre.

Infatti, tutti i soggetti intervistati hanno individuato come primario elemento imprescindibile nella loro decisone di investimento il fattore umano, ovvero il team, ritendendolo la discriminante più importante, a prescindere dal settore o dallo stadio di sviluppo dell'impresa. Estremamente significativa in tale prospettiva, per l'assoluta chiarezza e trasparenza, è l'opinione espressa da uno degli investors: "Siamo convinti che un prodotto eccezionale può fallire in maniera inattesa in mano a un team poco competente,

Copyright © 2025 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835182450

mentre un team molto competente riesce a portare un prodotto mediocre al successo".

La centralità del fattore umano emerge con chiarezza dalle parole di uno degli investitori intervistati, che spiega come, soprattutto nelle fasi pre-seed, seed ed *early-stag*e, un venture capitalist abbia a disposizione pochissimi dati concreti su cui basare le proprie decisioni. In questo contesto, la capacità dei founder e del team di eseguire con efficacia il progetto imprenditoriale – indipendentemente dal settore di riferimento – diventa l'elemento decisivo per orientare l'investimento.

Infatti, nella maggioranza dei casi, come riferito nel corso dell'intervista, "si investe tutto su un potenziale, avere un imprenditore visionario, in gamba e in grado di capire i trend di mercato e di gestire il proprio business è fondamentale".

Il focus sul fattore umano viene ancor più amplificato se l'approccio di investimento del venture capitalist prevede anche un affiancamento al team nell'operatività del business. Infatti, come evidenziato dal rappresentante di un fondo che si caratterizza rispetto agli altri per tale peculiarità, è importante che i valori del team e quelli del fondo siano allineati poiché "quando un fondo seed investe in una startup, si tratta di un rapporto di almeno 5-7 anni insieme. Quindi vuol dire condivisione di una visione di medio e lungo termine e poter sia lavorare allineati quando le cose vanno bene sia essere dei partner propositivi e di supporto quando le cose vanno male".

Ulteriore elemento rilevante nella prospettiva degli investor per le loro decisioni di investimento è la tecnologia. Anche questo elemento, infatti, è stato esplicitamente menzionato come importante da tutti i soggetti intervistati. In proposto, merita di essere evidenziato quanto riferito da uno degli investor "ci sono settori come il mondo del deep tech o del climatetech in cui l'aspetto tecnologico è legato soprattutto al fatto che si parla di tecnologie hardware, dove hai un rischio di fallimento della tecnologia che si abbassa a mano a mano che l'azienda cresce, raccoglie soldi e valida tecnologicamente" il prodotto. Non sorprende, quindi, che i venture capitalist specializzati in questi settori, come racconta uno degli intervistati, effettuino uno screening preliminare coinvolgendo esperti con competenze tecniche specifiche sulla tecnologia in questione. Solo dopo un'approfondita valutazione tecnica, il progetto viene preso in considerazione per l'investimento.

Il terzo elemento emerso come discriminante di investimento nel corso delle interviste è la dimensione del mercato: "I venture capitalist investono solo in mercati estremamente capienti, per cui quella soluzione, quel determinato prodotto o servizio in cui vogliono investire sul total addressable market cuberà comunque percentuali minuscole, si parla di massimo 1% di mercato". Questo perché, dal punto di vista di un fondo di venture capital,

Copyright © 2025 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835182450

i mercati relativamente piccoli – con un valore inferiore al miliardo – non offrono a una startup un potenziale sufficiente per attrarre, nel tempo, nuovi round di finanziamento. In questi contesti, infatti, manca lo spazio necessario per una crescita progressiva, che consenta alla startup di migliorare la propria posizione acquisendo, poco alla volta, nuove quote di mercato. In proposito, si deve infatti tenere a mente l'obiettivo ultimo di un fondo di venture capital che è quello di generare adeguate performance dalla exit su ciascun investimento.

Peraltro, la dimensione del mercato non è comunque di per sé sufficiente per indirizzare in senso positivo la decisione di investimento, in quanto talvolta i fondi di venture capital investono anche nella fase premarket, dovendo quindi adeguatamente ponderare il rischio di mercato. Conseguentemente, una discriminate rilevante in una simile fattispecie risiede nel sentiment che l'investor ha rispetto alla capacità del mercato di accogliere con favore il prodotto o il servizio proposto dalla startup potenziale target.

Dal confronto con gli investor emergono dunque alcuni elementi chiave che guidano le decisioni di investimento in startup ma tra questi, il fattore umano si conferma come quello decisivo, trasversalmente ai settori e agli stadi di sviluppo dell'iniziativa imprenditoriale.

Sebbene la tecnologia e il mercato siano aspetti di indubbia importanza, è infatti essenziale che siano accompagnati da un team di founder in grado di esprimere una leadership solida, visionaria e resiliente. Del resto, dalle parole degli intervistati si coglie chiaramente che ogni fondo può adottare approcci diversi all'investimento – più strutturati o relazionali, più tecnici o più istintivi – ma la capacità imprenditoriale resta il fulcro da cui dipendono le scelte operative.

3. Le caratteristiche richieste al team

Dal confronto con gli investitori emerge dunque come il fattore umano sia l'elemento chiave nelle decisioni di investimento in startup. Indipendentemente dal settore o dalla fase di sviluppo, la solidità, la visione e la resilienza del team di founder sono ritenute fondamentali, anche più di tecnologia e mercato.

Ma, agli occhi di un investitore, quali sono le caratteristiche più importanti che un team di founder dovrebbe possedere? E queste caratteristiche variano nel tempo? In che modo viene gestita la relazione tra investitori e team imprenditoriale?

Copyright © 2025 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835182450

Dalle risposte ricevute a queste domande è sicuramente possibile individuare alcuni dei tratti caratteristici che i fondi di venture capital ricercano nel team delle startup target. Tuttavia, non pare esistere un unico prototipo di founder poiché il percorso personale e professionale può essere molto variegato. In altre parole, "la ricetta del successo non è univoca, non riesci a dire se un imprenditore in base a caratteristiche oggettive è meglio di un altro. Quello che conta è il modo in cui è arrivato a fare quell'azienda, a vedere il settore, a capire l'opportunità e a muoversi velocemente". Ciononostante, dall'esperienza pregressa degli investors sembra emergere comunque un'attrattività degli "outliers", considerato che "tutte le storie imprenditoriali in cui abbiamo investito avevano sempre delle componenti che deviavano dalla normalità. Abbiamo investito in gente estremamente giovane, in gente non laureata, in gente che veniva da background estremamente diversi o al contempo abbiamo investito in persone che venivano già da due esperienze imprenditoriali, ma magari fallimentari".

Tra le caratteristiche maggiormente apprezzate dagli investor spiccano la visione imprenditoriale, l'energia e la motivazione nel portare avanti un progetto, unitamente alla capacità di prendere decisioni rapide e di reagire sotto pressione. Uno degli investitori ha spiegato che, prima di procedere con un investimento, una parte del processo di valutazione consiste nel sottoporre i founder a situazioni di stress per osservare come reagiscono nelle interazioni con clienti, potenziali partner e fornitori. Inoltre, viene effettuato un test di personalità sui founder per analizzare le dinamiche tra le diverse personalità che lo compongono. Nella prospettiva degli investors, infatti, un aspetto di assoluto rilevo è quello della capacità di leadership, intesa non solo come capacità di guida, ma soprattutto come abilità nel costruire e far crescere un team, circondandosi di persone competenti e complementari. Ciò in quanto, come emerso nel corso delle interviste, "quando la società cresce si creano dei layer di complessità" e, conseguentemente, diventa fondamentale la capacità di delegare e di selezionare le giuste risorse poiché "un founder che è capace di delegare è un founder pronto a scalare".

Nel merito, l'attenzione dei founders dovrebbe essere rivolta, secondo quanto riferito dagli intervistati, a "chi sono le persone giuste che devono entrare nella mia squadra", in quanto vi è la necessità di "circondarsi di persone in gamba come loro".

Purtroppo, nonostante il tema della crescita del team sia uno snodo chiave, non di rado nelle startup mancano figure con esperienza nella gestione delle risorse umane. E questo, nella prospettiva degli investor, viene considerato come un limite da colmare poiché le realtà imprenditoriali che

Copyright © 2025 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835182450

si sono dotate di figure dedicate alla gestione del personale, hanno ottenuto mediamente performance migliori, valorizzando con percorsi di crescita e piani di incentivazione chi già lavorava in azienda da tempo, piuttosto che ricercare all'esterno le competenze necessarie, in quanto, come confermato da uno dei soggetti intervistati, quest'ultima fattispecie presenta delle particolari complessità.

Con riferimento alla difficoltà di trovare competenze da poter valorizzare nel percorso di crescita delle startup, gli investors sembrano avere le idee chiare sulle possibili cause. In proposito, infatti, dalle interviste emerge come la riflessione debba riguardare il sistema più ampio dell'innovazione in Italia. Più nello specifico, la connessione tra università e imprenditoria, ad esempio, è considerata ancora debole e frammentata.

Nonostante esistano esperienze virtuose, soprattutto in alcuni atenei, dal punto di vista degli investors, il supporto del sistema universitario e della formazione a chi vuole intraprendere un percorso imprenditoriale è ancora carente. Peraltro, gli intervistati mostrano consapevolezza sul fatto che avviare una startup in Italia sia spesso ancora un'opportunità per pochi, riservata a chi può contare su reti familiari o economiche di sostegno. Questa situazione, secondo gli investitori, si riflette nella probabile esclusione a priori di molti giovani talentuosi che non hanno le risorse per affrontare un percorso imprenditoriale incerto e rischioso, ma potenzialmente formativo e trasformativo "perché le startup sono anche un ottimo luogo di apprendimento per gli studenti".

Infine, sul fronte della relazione che si instaura tra founder e investor, gli intervistati sono concordi nel riferire che spesso il grado di coinvolgimento del venture capitalist viene lasciato alla scelta del management team: alcune startup instaurano un dialogo quotidiano con il fondo, altre si rivolgono agli investitori solo in momenti chiave. Questo approccio modulare riflette l'intenzione di non imporre un modello unico, ma di adattarsi alle esigenze e alle modalità di lavoro dei singoli imprenditori in quanto "noi investiamo perché vogliamo che i nostri imprenditori gestiscano il business nelle migliori condizioni possibili". Non mancano però nel panorama degli investitori specializzati operatori che, al contrario dell'approccio più diffusamente adottato dalla generalità dei fondi, desiderano affiancare il team anche nella gestione operativa. In generale, però, è opinione condivisa che il rapporto tra investor e founder sia da intendersi di lungo periodo e debba essere fondato su fiducia reciproca e rispetto dei ruoli.

Per quanto concerne le caratteristiche richieste al team, è possibile concludere che gli investors sembrano esprimere apprezzamento e interesse verso i founder che riescono ad incarnare un insieme complesso di qualità:

Copyright © 2025 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835182450

visione, leadership, capacità di adattamento, attitudine alla crescita e apertura alla collaborazione. Al tempo stesso, emerge con forza l'idea che per far crescere un ecosistema innovativo servano condizioni favorevoli non solo all'interno della singola startup, ma anche nel contesto istituzionale, culturale ed educativo in cui essa si sviluppa.

4. Le aspettative di informativa periodica durante l'investimento

Nel solco del dialogo con i soggetti intervistati sul tema della relazione tra investor e startup, si è ritenuto opportuno approfondire anche la questione relativa alle aspettative di informativa periodica dei fondi di venture capital durante l'investimento.

In particolare, a ciascuno dei soggetti intervistati è stata posta la seguente domanda:

Nel corso del suo investimento, quali sono le sue aspettative in termini di informativa periodica da parte dei founders? Per la Sua esperienza, ritiene di potersi ritenere soddisfatto sotto tale aspetto?

In proposito, gli investor hanno riferito di essere molto attenti al "monitoraggio costante anche a livello finanziario da parte delle partecipate in portafoglio" richiedendo ai founder la compilazione periodica di reportistica su base "mensile, trimestrale semestrale e annuale", anche per ottemperare alle esigenze di compliance a cui i fondi sono sottoposti, stante la loro posizione di soggetti vigilati della competente autorità. Tuttavia, se è vero che la reportistica periodica è imprescindibile, anche per adempiere ai vincoli di tipo regolatorio, gli intervistati hanno sottolineato come debba essere importante per la startup un approccio utilitaristico all'informativa periodica, in quanto "momento in cui i founder si devono mettere lì a pensare, a mettere su carta il loro progetto".

Peraltro, merita di essere evidenziato come la modalità di esercizio del monitoraggio da parte dell'investitore parta dallo "sviluppare un rapporto di stima e di fiducia con gli imprenditori", in modo tale che, a prescindere dalla reportistica periodica, "le informazioni ti arrivano senza che neanche tu le chieda […], soprattutto quando non sono positive".

Non sorprende, dunque, come raccontano gli investitori, che oggi i fondi cerchino sempre più di adottare un approccio "founder-friendly", per far sentire gli imprenditori supportati e affiancati da chi investe nel loro

Copyright © 2025 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835182450

progetto. Alcuni sottolineano, ad esempio, che quando durante i consueti incontri mensili emergono dati o KPI non in linea con le aspettative, questi non vengano considerati necessariamente come un problema, ma talvolta anche come un'opportunità di confronto e miglioramento.

Tuttavia, viene anche riconosciuto un possibile rischio: abituandosi a questo stile di relazione collaborativa, i founder potrebbero infatti trovarsi in difficoltà con il crescere dell'azienda e il subentro di nuovi investitori, spesso meno coinvolti nel quotidiano e più focalizzati su performance e ritorni finanziari, con tempi e modalità di interazione più stringenti.

Per questo motivo, gli investitori evidenziano l'importanza di adattare progressivamente le aspettative in merito alla reportistica e alla trasparenza informativa, man mano che la startup evolve. Alcuni suggeriscono che potrebbero essere utili, già nelle fasi iniziali, pratiche ispirate a modelli di investimento più maturi, come quelli tipici del private equity.

Copyright © 2025 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835182450