

POLITECNICO DI TORINO

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale
Collegio di Ingegneria Gestionale e della Produzione



Tesi di Laurea di II livello

Entrepreneurial Finance: Processo di sviluppo d'impresa da Start-Up a IPO

Relatore:
Prof.ssa Laura Rondi

Candidato:
Vincenzo Dibenedetto

Anno Accademico 2024-2025

ABSTRACT

Il presente lavoro di tesi si pone l'obiettivo di esplorare e approfondire gli aspetti rilevanti inerenti alle fasi di crescita di impresa, dalla fondazione della startup al suo, potenziale, ingresso nei mercati pubblici o fallimento. La complessità delle dinamiche imprenditoriali e dei mercati finanziari impone una trattazione orizzontale su tutti gli aspetti economici, comportamentali e giuridici. Ciononostante, il focus è incentrato su analisi e pubblicazioni verticali su singoli aspetti e argomenti ritenuti essenziali e di interesse ai fini della presente trattazione.

In seguito ad un'introduzione sulla definizione di startup e sulle sue principali caratteristiche, il lavoro approfondisce le principali forme di investimento, trattando gli aspetti legati alla struttura finanziaria di un'impresa, alle conseguenze negative di asimmetrie informative, problematiche di underpricing, ma anche a possibili strategie risolutive o di contrasto alle principali inefficienze riscontrate. Si approfondiscono le varie forme di finanziamento e investimento usati nei mercati europei e americani per fornire al lettore gli strumenti adatti per un'analisi critica delle molteplici alternative e dinamiche che il contesto e i fenomeni trattati ci offrono. In questa sezione l'obiettivo è contestualizzare, unire e criticare le principali pubblicazioni in merito a startup, venture capital e processi di quotazione delle imprese nei principali mercati internazionali.

Nonostante l'uso di modelli econometrici e di matematica finanziaria, non tutte le dinamiche imprenditoriali e di mercato sono prevedibili mediante formule teoriche. L'ambiente finanziario, i processi di creazione di impresa e di gestione dei mercati sono più complessi perché condizionati dalle scelte e dalle interazioni degli individui. Sono trattati i principali modelli empirici che, in linea generale, supportano e spiegano i fenomeni finanziari e le scelte dei vari portatori di interesse. Tuttavia, molti aspetti e valutazioni sono legati al contesto sociale, al networking, al prestigio, alle relazioni umane e, in alcuni casi, alla semplice intuizione dovuta all'esperienza.

In conclusione, il lavoro si focalizza sull'influenza degli aspetti legislativi e giuridici sulla crescita societaria. Si rendono evidenti le diversità di metodologie di lavoro e contesti socio-legali nei quali le realtà

imprenditoriali e i fondi operano. La culla delle startup, la Silicon Valley, ha creato negli anni numerose opportunità di crescita per aziende e fondi internazionali ma apportando i principali benefici alla società americana. Il lavoro si conclude presentando una panoramica sulle realtà imprenditoriali, accademiche e sugli investitori di successo italiane. Fare impresa all'interno dei confini nazionali è più complesso rispetto ad altri contesti, ma non impossibile se si comprendono a fondo le dinamiche caratterizzanti il mercato in cui si opera.

Sommario

1. INTRODUZIONE	1
2. START-UP E FONDI: ANALISI DI MERCATO E FORME DI FINANZIAMENTO	6
2.1 CARATTERISTICHE DI UNA STARTUP.....	7
2.2 NUOVE FORME DI FINANZIAMENTO	9
2.3 LOCK-IN, PARK-n-RIDE E PAYOUT	15
2.4 RUOLO DEL CAPITALE UMANO PER LA CRESCITA DELLE STARTUP.....	17
2.5 CRITICITA' DEL FINANZIAMENTO A DEBITO PER LE STARTUP.....	20
3. SVILUPPO DELLE STARTUP ED ECOSISTEMI FAVOREVOLI	24
3.1 CICLO DI VITA DI UNA STARTUP	24
3.2 ECOSISTEMI FAVOREVOLI ALLO SVILUPPO DELLE STARTUP	28
3.3 STARTUP INNOVATIVE IN ITALIA: DINAMICHE E TENDENZE RECENTI	31
3.4 DA STARTUP A SCALEUP: I FATTORI DEL SUCCESSO.....	37
3.5 STARTUP "UNICORNI": UNA PARNORAMICA GLOBALE	39
4. IMPATTO DELLE ASIMMETRIE INFORMATIVE SULLE STARTUP	42
4.1 ASIMMETRIE INFORMATIVE NEL RAPPORTO TRA SOCIETA' E INVESTITORI	42
4.2 AGENCY THEORY	44
4.3 CORPORATE GOVERNANCE COME STRUMENTO PER RIDURRE I COSTI DI AGENZIA	46
5. PROSPETTIVA DEGLI INVESTITORI NEL RAPPORTO CON LE STARTUP: VENTURE CAPITAL.....	48
5.1 INTRODUZIONE AI VENTURE CAPITAL E AL CICLO DI INVESTIMENTO.....	48
5.2 STAGING E GOVERNANCE ORIENTATA AL RISCHIO PER LE STARTUP	52
5.3 VALORE DEL NETWORK E DELLA PRESENZA DI UN RAPPRESENTANTE NEL CDA	54
5.4 RUOLO DEI VENTURE CAPITAL NELLE STRATEGIE DI INNOVAZIONE.....	59
6. METODI DI VALUTAZIONE DI UNA STARUP E CAUSE DI FALLIMENTO	61
6.1 STRATEGIE DI VALUTAZIONE E GESTIONE DELL'INVESTIMENTO.....	61
6.2 ANALISI DEI FALLIMENTI DELLE STARTUP IN ITALIA: CAUSE E DATI.....	64
7. DA STARTUP A SOCIETA' QUOTATA: INGRESSO NEI MERCATI AZIONARI	68
7.1 INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO): STEP PREPARATORI	69
7.2 UNDEPRICING E UNDERIVESTMENT PRE-IPO	70
7.3 IPO IN ITALIA: ANALISI DELLE STARTUP CHE LANCIANO UN IPO	72
8. INFLUENZA DEL SISTEMA LEGALE	74
8.1 DIFFERENZE TRA CIVIL LAW E COMMON LAW	74
8.2 RISULTATI EMPIRICI SULL'INFLUENZA DEL SISTEMA ECONOMICO	76
8.3 IMPATTO DEL SISTEMA LEGALE SULLE STARTUP.....	79

9. CONCLUSIONI	82
Bibliografia	85
Sitografia	88

Indice delle Figure

Figura 1 - Variabili dipendenti studio econometrico di Colombo e Grilli (2005)	18
Figura 2 – Modello 4 studio econometrico di Colombo e Grilli (2005).....	19
Figura 3 - Supply of finance con debito	22
Figura 4 - Distribuzione per fase del numero di round e del capitale raccolto Fonte: Growth Capital&LaStampa	26
Figura 5 - Distribuzione ecosistema incubatori e acceleratori in Italia - SIM 2024...	30
Figura 6 - Andamento del numero delle startup in Italia. Fonte "Unioncamere" del MIMIT	32
Figura 7 - Classe di capitale Startup Innovative Fonte: Centro Studi Guglielmo Tagliacarne su dati Infocamere.....	33
Figura 8 - Variazione % della produttività del lavoro, dipendenti e valore asset intangibili 2021-2023 Fonte: Centro Studi Guglielmo Tagliacarne su dati Infocamere	34
Figura 9 - Distribuzione startup innovative in Italia Fonte: Dati Report MIMIT, 01 Aprile 2025	34
Figura 10 - Numero di Startup "Unicorno" (2025) Database: CBInsights – Tracker.....	39
Figura 11 - Investimenti da Venture Capital tra il 1980 e il 2004 Grafico tratto da: Venture Capital Cycles: Empirical Evidence from the USA.....	49
Figura 12 - Numero Round di finanziamento in Europa con capitali di rischio Fonte: trustventure	50
Figura 13 - Capitali di rischio investiti in Europa Fonte: Trustventure.....	50
Figura 14 - Capitale investito [Miliardi di dollari] - Aggiornamento al 2024 per il mercato americano Fonte dati: Report KPMG	51
Figura 15 - Principali cause di fallimento delle startup (>10%) Fonte: “Startups’ roads to failure”, Cantamessa et al. (2018)	66
Figura 16 - Anni di vita della startup pre-chiusura Fonte: “Startups’ roads to failure”, Cantamessa et al. (2018).....	67
Figura 17 - Numero di IPO e Ammissioni nel mercato italiano Fonte: www.borsaitaliana.it	73
Figura 18 - Distribuzione delle startup in funzione del sistema legale Fonte: dati Startup Ranking (2024), Rielaborazione Money.it	80

Indice delle tabelle

Tabella 1 – Distribuzione del settore economico per le startup Fonte: Dati Report MIMIT, 01 Aprile 2025	35
Tabella 2 - Dati su startup innovative in Italia 2025 Fonte: MIMIT, Infocamere; 2025	36
Tabella 3 - Statistiche sugli unicorni in Europa Database: CBInsights – Tracker	40
Tabella 4 - Studio statistico di Lerner in "Venture Capitalist and the Oversight of Private Firms"	58
Tabella 5 – Studio statistico comparativo sull’influenza del sistema legale tra Common Law e Civil Law Fonte: “The Economic Consequences of Legal Origins” (2008)	76
Tabella 6 - Spiegazione variabili dipendenti in Tabella 5	77

1. INTRODUZIONE

Il sistema economico ha da sempre svolto un ruolo di fondamentale importanza in tutte le società civili. Questa infrastruttura, che possiamo definire come la rete di “interdipendenze e connessioni tra gli attori economici” con lo scopo di gestire le risorse finanziarie, è uno strumento di primaria importanza per organizzare ed incentivare sviluppo ed innovazione. Le nuove imprese, motori di progresso per le comunità in cui operano, sviluppano le proprie idee perseguendo, naturalmente, l’obiettivo di generare cospicui profitti ma che, contemporaneamente, potrebbero portare benefici pubblici alla società con nuove tecnologie, aumentando la concorrenza, offrendo servizi utili alla comunità e generando nuovi posti di lavoro. Nel contesto socioeconomico attuale, caratterizzato da un veloce sviluppo tecnologico ed elevata competitività a livello globale, opera la finanza imprenditoriale, o **Entrepreneurial Finance**, una branca delle scienze economiche fondamentale per supportare le startup e le PMI¹ nella ricerca di capitale, nella gestione aziendale e nella pianificazione delle attività imprenditoriali.

Il termine “startup”, nel nostro Paese, nel linguaggio comune non indica solo un’impresa generica in fase di avvio, bensì una nuova realtà imprenditoriale con lo scopo di promuovere e vendere un bene o servizio in grado di innovare il tessuto imprenditoriale e sociale in cui opera. Sono, infatti, definite startup solo le società che promuovono soluzioni semplici e innovative rispetto ad aziende già operanti sul mercato. Il XX secolo ha segnato l’inizio di un’escalation di intensa innovazione e rivoluzione nel campo della finanza. Lo sviluppo delle economie di mercato, la nascita di numerose realtà imprenditoriali e la conseguente necessità di capitali ha influenzato la gestione economica di molte realtà sociali e operanti nel settore finance. Fino a quel periodo le imprese lavoravano in segmenti di mercato conosciuti e relativamente poco innovativi, focalizzati sulla ricerca immediata del guadagno e senza una visione di progresso. Per questo motivo,

¹ PMI: Piccole e medie imprese. Secondo la Commissione Europea, la categoria di PMI comprende tutte le imprese che hanno meno di 250 dipendenti, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro. In alternativa, il cui totale di bilancio dichiarato anno non superi i 43 milioni di euro.

strumenti finanziari tradizionali come l'utilizzo di prestiti bancari, obbligazionari, l'emissione di nuove azioni o l'utilizzo di fonti interne sono state alternative valide ed efficienti per la ricerca di nuovo capitale. Negli ultimi decenni, nell'era della globalizzazione e digitalizzazione, con l'ingresso sempre crescente di startup, si è reso evidente che le aziende emergenti necessitano di strumenti e metodi specifici per rispondere con velocità e consistenza alle esigenze di un contesto dinamico come quello moderno (**J.B Bernthal, 2018**).

I concetti di finanza tradizionale, che si concentrano e sono applicati per società già consolidate e con una storia finanziaria pregressa, non sono pienamente adeguati a realtà di recente fondazione. Infatti, l'Entrepreneurial Finance agisce considerando le peculiarità e le sfide inerenti agli stadi iniziali delle nuove società che risentono maggiormente dell'incertezza dovuta allo sviluppo di tecnologie innovative e all'applicazione di instabili modelli di business e di organizzazione aziendale. Queste difficoltà rendono cruciali per il loro successo e sostentamento ogni scelta e strategia. Il management delle startup, non avendo uno storico finanziario, non ha accesso a prestiti bancari. Di conseguenza, è necessario trovare nuove forme di finanziamento per le proprie attività. Emergenti opportunità sono derivanti dall'ingresso nel mercato di nuove tipologie di investitori come, per anticiparne qualcuno, i business angel e il crowdfunding. Le startup e gli imprenditori operano in un contesto di forte rischiosità legata principalmente al fallimento, al rischio tecnologico di sviluppare nuove soluzioni innovative senza avere la certezza che possano essere effettivamente realizzabili e che siano vendibili e concorrenziali nel mercato, il rischio operativo di organizzare e rendere efficienti nuove realtà e ottimizzare la collaborazione tra professionisti di rilievo. Da un punto di vista opposto, tuttavia, senza assumersi rischi una startup non può competere ed emergere contro aziende già solide e in mercati esistenti nei quali è alta la competizione. Trovare il giusto trade-off tra avversione al rischio e scelte finanziarie mirate è di fondamentale importanza per il successo o il fallimento di una nuova realtà imprenditoriale.

I nuovi strumenti finanziari e la letteratura scientifica smentiscono la credenza che le startup facciano uso regolarmente e quasi esclusivamente affidamento sulla vendita di quote azionarie della propria società per raccogliere capitale. La finanza aziendale classica propone tre alternative di

finanziamento: (1) tramite fondi interni come i flussi di cassa e gli utili non distribuiti, (2) prendendo in prestito denaro attraverso l'emissione del debito e (3) raccogliendo capitale con la vendita di quote societarie (Myers&Majluf, 1984). Queste metodologie tradizionali pongono una separazione tra coloro che posseggono e mettono a disposizione il proprio capitale per le imprese, che possono essere semplici debitori o azionisti interessati allo sviluppo societario. Tuttavia, l'emergere di nuovi strumenti per la raccolta di capitale rende fuorviante tale distinzione, racchiudendola in una mera separazione concettuale ma che non comporta, nella pratica, una distinzione di intenzione e funzione tra le due classi. Le nuove dinamiche imprenditoriali e di investimento permettono dunque una fusione e coesione tra le due classi, creando un'unica categoria nella quale gli investitori non sono limitati alla disposizione di fondi alle imprese da loro individuate, ma sono attori partecipi e collaborativi delle dinamiche societarie. In molti casi, l'esperienza e la professionalità degli esperti che investono in startup sono di fondamentale importanza per il successo dell'attività stessa. La loro figura consulenziale, con interessi personali sulla società, sono una delle chiavi della riuscita di molti progetti innovativi.

Tra le principali fonti di finanziamento, i venture capital rivestono un ruolo di notevole importanza sia per l'entità di fondi stanziati, ma anche per il loro utilizzo e preferenza da parte della dirigenza societaria e dai Chief Financial Officer² (CFO). Tali soggetti sono società specializzate e dedicate esclusivamente a gestire ingenti somme del proprio capitale o di soci esterni, da investire a scopi lucrativi. I Venture Capital ricevono pacchetti societari e, di conseguenza, si assumono anche parte della rischiosità del loro investimento. Simili ai tradizionali strumenti di finanziamento per le società, quest'ultimi assumono un ruolo attivo all'interno delle aziende presenti nel loro portafoglio, in quanto non forniscono solo capitale, ma anche supporto strategico e aziendale. Le dinamiche citate rendono l'utilizzo di questa fonte ideale per società emergenti o di recente formazione, le quali necessitano di

² Il Chief Financial Officer è un ruolo apicale del management societario. Questa figura professionale ha il compito di gestire le finanze e prendere decisioni operative e strategiche in merito ai progetti. All'interno dell'area finance della società, il CFO è la massima autorità. Da un punto di vista gerarchico è sotto solo all'amministratore delegato e al Consiglio di amministrazione.

un supporto più mirato da team esperti per minimizzare il rischio di fallimento e ottimizzare i risultati attesi.

Questi cambiamenti hanno trasformato nettamente il panorama della finanza imprenditoriale, rendendolo molto più dinamico, complesso ed elastico alle singole esigenze di ogni società. Purtroppo, le nuove opportunità presentate hanno generato anche nuove sfide. Maggiormente studiata e di cruciale importanza è la difficoltà di allineamento tra i molteplici interessi di tutti gli stakeholders in gioco, i quali potrebbero essere, potenzialmente, contrastanti. Le scienze imprenditoriali moderne devono tenere in considerazione l'interconnessione di numerose variabili per proporre scelte e strategie funzionali al raggiungimento degli obiettivi societari, trovando il giusto trade-off tra una molteplicità di interessi degli attori e opzioni di finanziamento. La separazione tra proprietà e controllo, già in queste fasi iniziali, spesso genera numerosi conflitti di interesse. Questa dinamica è la base per la teoria dell'impresa manageriale, particolarmente adatto a spiegare i rapporti tra startup e portatori di capitale, nella quale l'obiettivo principale è la massimizzazione della crescita e del valore societario. In questo caso, la funzione obiettivo si discosta matematicamente e concettualmente dalle teorie neoclassiche nelle quali la massimizzazione del profitto è stato il punto focale per le valutazioni e decisioni strategiche delle aziende.

In conclusione, l'Entrepreneurial Finance non è una scienza finalizzata esclusivamente a modellizzare e valutare le diverse tipologie di raccolta di capitale. Esso diventa, anche, un elemento di primaria rilevanza per la crescita e la sostenibilità delle startup emergenti, creando, valutando e plasmando le opportunità di successo che un mercato dinamico e competitivo può proporre. Questo è supportato da una scelta mirata di strategie di risk management contestualizzato agli aspetti sociopolitici e di dinamiche di mercato che potrebbero comportare l'assunzione di rischi non utili, ai fini di massimizzare le opportunità di successo dell'azienda. Le capacità di adattarsi a questi nuovi approcci sono assolutamente indispensabili per tutti i professionisti che lavorano o intendono approcciarsi al mondo della finanza imprenditoriale e all'imprenditoria in generale.

Il progetto di tesi si sviluppa in tre parti concettualmente distinte. La prima comprende tutta la trattazione introduttiva delle startup, utile per contestualizzare e analizzare questa tipologia di società, le principali

caratteristiche che la differenziano delle imprese tradizionali e le tipologie di finanziamento utilizzate. Si presentano anche dati sulle startup in Italia, si introducono gli studi sull'importanza del capitale umano come fattore rilevante per il progresso dell'impresa e la classificazione di "scaleup" e "unicorno" per le startup di successo. La seconda parte studia le relazioni con gli investitori e come queste siano influenzate da inefficienze di mercato e asimmetrie informative. Focus particolare sui venture capital come principale investitore in capitale di rischio per le startup e rappresentativo del punto di vista dei finanziatori. L'ultima parte introduce i metodi di valutazione delle startup utilizzati dai professionisti del settore, le principali cause di fallimento e la fase preparatoria ad un potenziale ingresso nei mercati pubblici che il management della società deve superare per essere pronti all'IPO. In conclusione, si studiano gli impatti dei sistemi legali sui mercati finanziari e come questi influenzino gli investitori e, indirettamente, anche l'operatività della startup.

2. START-UP E FONDI: ANALISI DI MERCATO E FORME DI FINANZIAMENTO

Innovazione, velocità, semplificazione e risposta alle esigenze del mercato sono le caratteristiche chiave che stanno guidando le strategie di aziende e nuovi imprenditori. In un'epoca nella quale digitalizzazione e globalizzazione sono insite in ogni contesto sociale ed economico, un ruolo di primaria importanza è assegnato a quelle piccole realtà emergenti che chiamiamo startup. Classificare e definire queste società non è semplice e, in molti casi, il suo significato reale si discosta da quello che comunemente viene inteso. L'enciclopedia Treccani le attribuisce la seguente definizione:

“Fase iniziale di avvio delle attività di una nuova impresa, di un'impresa appena costituita [...]”, (Treccani)

Termine di derivazione anglosassone, nella sua contestualizzazione economica è stato utilizzato per definire delle realtà imprenditoriali nascenti nel settore informatico e digitale. Durante gli anni in cui la bolla speculativa di internet è stata la protagonista sotto gli aspetti finanziari, imprenditoriali e sociali, questo termine è stato anche utilizzato per definire le “matricole” del mercato pubblico, ovvero le imprese di recente quotazione in borsa.

Per la seguente trattazione si definisce “startup” una società che opera in un settore di mercato caratterizzato da forte incertezza, nata con l'obiettivo di implementare un modello di business che sia sostenibile, scalabile e incentrato sull'innovazione (**Steve Blank, 2013**). In questa accezione, per una società essere definita startup rappresenta un passaggio iniziale e intermedio verso, in caso di successo, una fase di maturazione in cui essa potrà diventare una realtà consolidata di grandi dimensioni o essere acquisita da altre aziende leader del settore in cui opera. Essa non è semplicemente una “nuova azienda”. Le caratteristiche di incertezza del mercato e innovazione, caratterizzanti questa fase della vita societaria, rendono la startup un'entità in fase di sperimentazione, alla ricerca di un nuovo prodotto o servizio e della sua collocazione all'interno del mercato. A differenza delle imprese tradizionali, che nascono in un contesto già consolidato da un punto di vista operativo e di mercato con l'obiettivo di essere subito costantemente profittevoli e competitivi, lo “startupper” ha una visione più orientata al futuro. Il loro focus è incentrato, inizialmente, su studi di fattibilità e miglioramento continuo del proprio prodotto, nella ricerca di investitori e capitale. In seguito a questa fase preliminare, gli obiettivi si spostano sul raggiungimento di una crescita esponenziale, contrariamente alle società tradizionali che puntano ad uno sviluppo più lineare e controllato. La distinzione tra impresa tradizionale e startup non è solo a livello semantico,

ma si basa fortemente su una contrapposizione di strategie e punti di vista. Le nuove società innovative emergenti potrebbero essere definite veri “esperimenti” di business e, per questa forte caratteristica di incertezza e maggiore probabilità di fallimento rispetto alle realtà tradizionali, sono spesso finanziati da fondi di rischio, i quali sono preparati ad eventuali insuccessi. Distinzione fondamentale tra queste due realtà imprenditoriali è la gestione del fallimento. Per le startup, a differenza della controparte tradizionale, l'errore è ammesso e visto come metodo di apprendimento e generatore di opportunità per lo sviluppo della propria attività. Nelle fasi iniziali e in alcuni contesti specifici, soprattutto in quelli operanti in nuovi settori di mercato nei quali non si conoscono tutti gli scenari e dinamiche possibili, l'errore è ricercato per prevedere, migliorare e ottimizzare il proprio prodotto e minimizzare le possibilità di fallimento quando verrà rilasciato nell'ecosistema commerciale.

Per comprendere le dinamiche societarie moderne, le scelte e strategie delle principali realtà tech e non solo, si ritiene una skill di fondamentale importanza per i nuovi imprenditori quella di comprendere il ciclo di vita e le dinamiche che caratterizzano le startup. Quest'ultime offrono un punto di osservazione e metro di paragone per lo sviluppo societario e imprenditoriale contestualizzato in un periodo sociale ed economico caratterizzato da forti cambiamenti tecnologici, sempre più veloci e complessi, che influenzano il mercato generando nuove e sempre più specifiche esigenze per i consumatori.

2.1 CARATTERISTICHE DI UNA STARTUP

Focus centrale del paragrafo introduttivo di questo capitolo e della sua trattazione sulle startup è la distinzione rispetto alle imprese tradizionali. Sviluppandosi in mercati e contesti nuovi e inesplorati, esse hanno approcci organizzativi e imprenditoriali che li contraddistinguono. In questo paragrafo sono analizzati i principali aspetti che caratterizzano le startup, non solo da un punto di vista lessicale e di significato, ponendo il fulcro sulle sue dimensioni strutturali e organizzative: (1) Innovazione, (2) Scalabilità, (3) Rischiosità e incertezza e (4) Temporaneità (**Ghezzi, 2022**).

L'**innovazione** è il pilastro fondamentale di una startup, senza la quale la società perde questa classificazione ponendosi in un contesto societario e imprenditoriale più convenzionale. Lo sviluppo di nuove idee è intrinseco in tutte le aree aziendali e guida le strategie del management. Da un punto di vista del prodotto o servizio è proposta una soluzione nuova, non presente

sul mercato, per migliorare o rispondere a nuove esigenze dei consumatori. Cambiando prospettiva e tenendo come riferimento l'inizio del workflow operativo di quanto la startup propone, l'innovazione è base fondante anche del processo di produzione e distribuzione del prodotto o servizio venduto. Gli esperti sono alla continua ricerca di nuove tecnologie e metodi per ottimizzare e perfezionare la catena produttiva e logistica per ottenere un vantaggio competitivo essenziale per distinguersi rispetto agli altri competitors, massimizzando anche il margine di guadagno.

Ulteriore caratteristica di fondamentale importanza per queste realtà è la sua predisposizione alla **scalabilità**. Obiettivo e focus principale è la crescita rapida ed esponenziale del proprio business, aumentando velocemente il proprio bacino di clienti e producendo con costi marginali decrescenti.

Partendo dall'assunzione logica che ogni realtà imprenditoriale affronta e sopporta **dinamiche rischiose**, una startup opera in un contesto strutturale interamente basato su un'**incertezza radicale**. Guardando in un'ottica commerciale, queste nuove imprese non conoscono con certezza chi siano i loro clienti, le modalità di distribuzione e la risposta del mercato. L'incertezza è endogena anche in ambito finanziario. Le startup spesso non hanno il capitale necessario per lo sviluppo delle proprie idee o entrate sicure per finanziarsi. Di conseguenza devono fare affidamento ad investitori esterni per il loro sostentamento, fattore il quale contribuisce, almeno in parte, alla diminuzione del rischio che viene sostenuto anche dai possessori del capitale. Molti startupper ed esperti consigliano, in questo contesto di elevata incertezza, un approccio di business simile a quello applicato in contesti scientifici, basato inizialmente su ipotesi, test su piccola scala, analisi dei dati e successivo sviluppo.

Ultimo elemento fondante è la **natura transitoria** della società definita come startup. Quest'ultima, una volta raggiunta la maturità del proprio business, è destinata a diventare una società consolidata e strutturata, a essere venduta a colossi del mercato, all'ingresso nei mercati pubblici o al fallimento.

Una classificazione maggiormente specifica è quella che definisce le **startup innovative a significativo impatto sociale (Laspia et al., 2021)**. Sono definite tali le società innovative, con le caratteristiche precedentemente analizzate, che aggiungono in parallelo agli obiettivi di business anche soluzioni a valore aggiunto da un punto di vista sociale ed ambientale. La legislazione italiana ha certificato questa accezione con la pubblicazione dell'articolo 25 del D.L. 179/2012 nella quale introduce le

“startup a vocazione sociale”, denominate SIaVS, definendo il perimetro di riferimento e i requisiti richiesti per la sua attribuzione. Un elevato vantaggio competitivo per questa tipologia di startup è dovuto in relazione al crescente interesse di investitori pubblici e privati per le tematiche sociali ed ambientali. Per questo motivo, in molti contesti socioeconomici l’accesso al capitale e l’interesse degli investitori potrebbe essere agevolato se gli obiettivi di business sono collegati ad uno scopo sociale specifico. Tuttavia, molte dinamiche societarie e strategie di crescita sono spesso in contrasto con uno sviluppo sostenibile e con la creazione di un valore sociale. Queste società “ibride” si discostano con la classificazione tradizionale di impresa, intesa come una realtà che utilizza le proprie risorse con l’esclusivo scopo di massimizzare i propri profitti. Questa duplice natura è causa di difficoltà nel raggiungimento di livelli soddisfacenti di profittabilità, in quanto le risorse sono solo parzialmente investite nell’operatività del modello di business e impiegati anche per il raggiungimento degli obiettivi sociali e ambientali. Recenti studi (Laspia et al., 2021) hanno dimostrato statisticamente che i benefici e le difficoltà precedentemente citate e attribuibili alle SIaVS si compensano vicendevolmente e, di conseguenza, la sola natura di startup innovativa a significativo impatto sociale non impatta significativamente sulle prestazioni della società in termini di tasso di crescita e numero di dipendenti. Risultati simili alle startup tradizionali stanno incentivando l’interesse per le SIaVS anche da parte delle grandi realtà imprenditoriali per sviluppare strategie di “*Corporate Social Innovation*” per integrare tra gli obiettivi aziendali anche tematiche sociali e aumentare la “*brand reputation*”.

2.2 NUOVE FORME DI FINANZIAMENTO

Una delle numerose sfide affrontate da fondatori e management di una startup è la difficoltà a reperire i fondi necessari per la propria attività. La sostenibilità finanziaria è essenziale per supportare la crescita e, senza ricavi iniziali stabili, le tradizionali forme di raccolta capitale non sono applicabili. Fino ai primi anni 2000, il settore del finanziamento in startup è stato

dominato dall'utilizzo di azioni privilegiate³. Tuttavia, l'evoluzione del mercato ha innescato la creazione di nuovi metodi di finanziamento più elastici e che si adattano alla natura del business delle startup (**J.B Bernthal, 2018**). In un contesto di elevata rischiosità e incertezza è necessario utilizzare metodi e fondi di finanziamento che si adattino a supportare la rapida crescita, l'innovazione e che abbiano un'elevata propensione al rischio unita alla capacità di gestire il fallimento di un investimento. In questo paragrafo si analizzano le principali fonti di capitale per le startup. (**Regoli, 2021**)

Nella sua prima fase, spesso l'unica forma di ingresso di capitale per l'impresa è quella derivante dall'autofinanziamento, o **“Bootstrapping”**. Si spingono i fondatori a iniettare i propri fondi privati per sostenere l'azienda. Più semplice rispetto alle altre, ha il limite di essere composto spesso da risorse limitate per scalare velocemente e non si hanno margini di manovra per affrontare un eventuale crisi. Tra i lati positivi vi è una mancata diluizione delle quote societarie per i fondatori che mantengono una totale indipendenza preservando il pieno controllo decisionale e azionario. Questo impone una forte autodisciplina finanziaria, facendo attenzione alla sostenibilità economica fin dalle fasi iniziali. Tranne nei casi in cui i fondatori siano in possesso di elevati fondi per finanziare la startup, questa modalità di finanziamento è solo preliminare e non adatta alle fasi successive, nelle quali una complessità maggiore a livello di produzione e innovazione richiede forme di immissione di capitali più strutturate.

È possibile definire una variante più ampia del Bootstrapping, la raccolta di capitale tramite le 3 F: “Family, friends e fools”. Definito **“Love Capital”**, la strategia di finanziarsi con il sostegno economico di familiari, amici e parenti è coerente con quanto affermato precedentemente per l'autofinanziamento dei fondatori, mantenendo i vantaggi di non dover diluire le quote societarie già dall'inizio e mantenere la piena autonomia decisionale. Questi investitori vengono chiamati “Early adopter”, i quali decideranno le modalità di restituzione dell'investimento direttamente con i soci preesistenti in quanto la relazione tra i due attori è basata maggiormente sul rapporto con i fondatori, spesso senza uno studio oggettivo della

³ Azioni privilegiate: tipologia di azioni che differiscono da quelle tradizionali perché, oltre alla quota di proprietà corrispondente, conferiscono ai detentori dei diritti speciali come la priorità nei dividendi e di rimborsi in caso di fallimento e liquidazione degli asset.

profittabilità del business. Essendo tra le prime fonti di liquidità, essa sarà molto limitata e adatta solo nelle fasi preliminari. Pur non apportando benefici strategici e mentoring per il management, esse possono fornire supporto emotivo e incoraggiamento nei momenti di difficoltà, aspetto non trascurabile in questi contesti.

Tra gli stakeholder operanti in questo mercato di investimenti di capitale di rischio vi sono singoli soggetti, professionisti ed estranei da legami affettivi con fondatori e soci della startup, che valutano la profittabilità futura di una nuova realtà societaria innovativa e decidono di investireci. Non avendo uno storico creditizio, le loro valutazioni sono esclusivamente basate su impressione del management, idea di business, studio del futuro mercato e previsioni di profitti. Questa figura è chiamata “**Business Angel**” o “Angel Investor”. Mantenendo la velocità e la relativa semplicità nelle pratiche di immissione della liquidità dall’investitore alle casse societarie caratteristica del Bootstrapping e Love Capital, l’angel investor entra a far parte della proprietà societaria e offre anche una figura professionale e consulenziale che spesso manca in queste fasi iniziali al management aziendale. Il suo supporto è spesso utile per aumentare il networking⁴, essenziale in un ambiente apparentemente vasto, ma nel quale i players importanti e competenti sono pochi.

Metodo di finanziamento diffuso su larga scala, al quale è dedicato uno dei capitoli successivi, è collaborare attivamente con i **Venture Capital**, ossia società di investimento specializzate su progetti ad alto rischio. Il *modus operandi* di tale entità è quello di raccogliere ingenti capitali da finanziatori associati, per poi reinvestirli su aziende e startup selezionate con un positivo trade-off tra rischiosità e profittabilità. Come il business angel, la società di venture capital acquisisce anche pacchetti azionari delle startup in cui investe, impattando radicalmente sulla governance preesistente. Questo processo, molte volte destabilizzante, è supportato da diversi benefici. Questi finanziatori, oltre al capitale, apportano solidità manageriale sfruttandone la forte esperienza di business, permettono l’accesso a reti interne al portfolio del venture capital ed esterne di networking e supporto

⁴ Per networking si intendono le pratiche di costruzione e sviluppo di relazioni professionali e personali utili con possibili investitori, colleghi e in generale gli stakeholders del proprio business.

legale ed istituzionale anche per gestire la complicata macchina burocratica, permettendo ai fondatori di dedicarsi interamente al progetto. In Italia, come in altre nazioni occidentali, esistono società di finanziamento totalmente private o con partecipazioni pubbliche dello stato.

Ulteriore metodo di raccolta di capitale è il **crowdfunding** tramite il quale una collettività di singoli individui investe o dona una piccola quota del capitale richiesto, tipicamente tramite piattaforme online. Nelle sue varianti principali è basato su donazioni, equity, ricompense o prestiti con le rispettive caratteristiche che ogni distinzione comporta. In caso di donazione (crowdfunding donation-based) coloro che contribuiscono ricevono un ritorno non monetario, generalmente il prodotto o un servizio già al termine delle fasi iniziali di sviluppo. Per evitare la diluizione eccessiva delle quote societarie verso un unico grande player di investimento e la conseguente perdita di governance sul progetto, il management delle startup opta principalmente per l'equity crowdfunding (crowdfunding equity-based), favorendo l'ingresso di numerosi piccoli investitori con basso potere decisionale e, di conseguenza, non rilevanti nelle dinamiche interne operative e decisionali. Rispetto ai venture capital, il crowdfunding è adatto alla prime fasi di sviluppo consentendo ai fondatori di mantenere il controllo e contemporaneamente reperire fondi e conoscere potenziali clienti o investitori futuri.

Negli ultimi anni, la pubblica amministrazione prova a supportare lo sviluppo delle PMI e delle startup innovative introducendo bandi pubblici ed investimenti a fondo perduto⁵. Esse richiedono il possesso da parte del beneficiario di requisiti precisi e sono soggette a lunghe verifiche e step burocratici che talvolta limitano il loro utilizzo. Spesso è l'unico modo per startup neonate di reperire fondi. Invitalia ha promosso **“Smart&Start” (2014)**, un'iniziativa che prevede un misto tra finanziamenti a fondo perduto e debito per le startup che nascono e operano sul territorio nazionale. Il progetto è ormai nelle fasi terminali e i dati sono maturi per permettere una valutazione completa. I dati aggiornati al 1° febbraio 2024 registrano 1.549

⁵ I finanziamenti a fondo perduto sono contributi stanziati dallo Stato o dall'Unione Europea che non richiedono la restituzione delle somme o solo parte di esse a tassi agevolati da parte del beneficiario. Lo scopo principale non è il profitto diretto dell'investimento ma i benefici indiretti dello sviluppo.

startup finanziate, 800 milioni di euro in investimenti (tra fondo perduto e debito) e 618 milioni di agevolazioni finanziarie e fiscali concesse.

Il **Revenue-Based Financing** (RBF) è un ulteriore fonte di raccolta capitale basato sui ricavi futuri della società debitrice. I finanziatori concedono un credito al debitore che dovrà garantire una percentuale fissa di ricavi fino al raggiungimento e restituzione dell'investimento con la quota di interessi maturata. Particolarmente conveniente per gli startupper in quanto non devono diluire le proprie partecipazioni e non sono vincolati da scadenze e pagamenti periodici fissi. Poco utilizzato nella pratica dai fondi per la loro incertezza sul periodo e sulla restituzione dell'investimento. Infatti, poiché i rimborsi sono legati ai ricavi, la durata contrattuale è variabile e potrebbe oscillare dai 3 ai 5 anni. Questa metodologia si adatta a società che prevedono entrate fisse e regolari, come tutte quelle realtà digitali che basano il loro profitto sulla vendita di prodotti o servizi in abbonamento o con revenue ricorrenti.

L'intrinseca rischiosità, l'assenza di una solida base finanziaria o di flussi di cassa costanti, come anticipato, non permettono alle nuove società innovative di accedere a forme di finanziamento tradizionali come i debiti bancari. Per superare queste difficoltà e favorire l'utilizzo di strumenti di debito sono stati creati strumenti ad hoc per supportare le startup, chiamati "**Convertible Notes**". Gli istituti creditizi concedono capitale ai beneficiari, richiedendone la restituzione e maturando i relativi interessi. A differenza delle forme più tradizionali, in questo caso si prevede totalmente, parzialmente o su richiesta del creditore la restituzione delle somme investite sotto forma di quote societarie dell'impresa. Questa metodologia è principalmente utilizzata dalle startup nella loro fase iniziale in quanto, posticipando l'effettiva valutazione e previsioni di entrate al momento finale di restituzione del debito, si abbattano i tempi per ricevere il finanziamento. Da un punto di vista legislativo sono definite "obbligazioni convertibili", sviluppandosi con diverse forme e dinamiche. Tra le varianti di maggior successo, si sottolinea il crescente utilizzo del **SAFE** (Simple Agreement for future equity). Questo strumento prevede che un investitore fornisca il capitale in cambio della certezza o possibilità di convertire il debito in equity in un successivo round di finanziamento. Il valore delle quote societarie non dipende solo dall'investimento iniziale, ma dal valore della società al

verificarsi della conversione in seguito ad un evento “trigger” come l’emissione di nuove azioni, la fusione o l’acquisizione da parte di aziende terze. Da un punto di vista legale e contrattuale è spesso inserito un “Valuation Cap” al momento dell’accordo creditore-debitore. Questo permette di stabilire un valore massimo attribuibile alla società al momento della conversione, favorendo in caso di successo i fondatori della startup ai danni dei creditori che potrebbero avere un ritorno inferiore di equity rispetto al reale valore azionario. Per controbilanciare questi effetti, in numerosi casi si prevede l’inserimento negli accordi di un discount rate, uno sconto percentuale dato ai finanziatori attuali sul prezzo di mercato delle azioni e la priorità di acquisto per successive emissioni.

Varianti e nuovi metodi di finanziamento sono in continua evoluzione per adattarsi ad un panorama di mercato nel quale la velocità delle dinamiche che lo regolano e il cambiamento costante rendono necessari strumenti flessibili adatti a specifiche casistiche. Esempio paradigmatico è l’utilizzo del “Simple Agreement for Future Token” (SAFT), il quale si appoggia sulle nuove tecnologie di blockchain e cryptovalute. Con il termine “token” si fa riferimento ad un “unità digitale” che viene venduta dagli imprenditori per raccogliere capitale in riferimento ad un contesto aziendale o ad un progetto specifico. I vari token acquistati dai finanziatori possono essere convertiti in vari modi, tra cui equity, monetari, partecipazione ai profitti o accesso privilegiato al prodotto o servizio offerto. Il SAFT offre un approccio innovativo, sicuro e totalmente digitalizzato. Tuttavia, appoggiandosi sulla blockchain si hanno gli stessi rischi di mancata regolamentazione e conformità alle normative locali vigenti. In molti Paesi europei la classificazione dei token non è chiara e questi potrebbero essere definiti, da un punto di vista legale, come titoli, commodity o moneta elettronica. Questo non è un aspetto trascurabile per un investitore in quanto in ottica strategica, normativa e anche contributiva a livello di tassazione, è essenziale chiarire questo aspetto per gestire al meglio il proprio patrimonio.

Le fonti di finanziamento per le startup sono diverse e sono state analizzate solo le principali. In un mercato altamente competitivo immerso in un contesto dinamico, l’accesso al capitale per una nascente società è una sfida impegnativa. Valutare il contesto e il proprio business, scegliere le giuste strategie di marketing e soprattutto identificare lo strumento

finanziario più adatto alle proprie esigenze fa la differenza tra il successo e il fallimento prematuro di una startup.

2.3 LOCK-IN, PARK-n-RIDE E PAYOUT

Negli ultimi decenni, numerose figure professionali in ambito economico si sono interfacciate e hanno studiato le diverse forme di finanziamento per ottenere il capitale necessario alle startup. Specialisti di finanza aziendale, di capital budgeting⁶ e studiosi si sono domandati quali fossero i metodi per la raccolta di capitale più adatti, le loro interazioni e gli effetti positivi e negativi che potrebbero generare in relazione alla realtà economico/aziendale in cui sono scelti. Secondo la finanza neoclassica tradizionale, è possibile raccogliere capitale in diversi modi e combinazioni: (1) utilizzando Equity, ovvero ai mezzi propri che dispone l'impresa e i suoi soci per finanziare le attività societarie. Questi possono essere utili reinvestiti o generati dall'emissione o la vendita di quote azionarie. (2) Utilizzando capitale di debito come prestiti da finanziatori bancari o emettendo obbligazioni.

Come analizzato nei paragrafi precedenti, le dinamiche innovative e la velocità di evoluzione del mercato hanno imposto la creazione di nuovi strumenti che si adattino meglio all'operatività e alla struttura di startup e imprese innovative. In questo contesto l'identificazione tra capitale proprio e capitale di debito come distinzione della natura dei fondi raccolti perde la sua utilità e significato. Recenti studi propongono una nuova tipologia di classificazione che tiene conto di quattro dimensioni principali: (1) i diritti economici, (2) i meccanismi di controllo, (3) le tempistiche e (4) le normative esistenti. Seguendo tali distinzioni è possibile individuare tre forme di investimento: Lock-in, Park-n-ride e Payout (**Bernthal, 2018**).

La prima famiglia di strumenti di investimento, il **Lock-in**, include tutte le tipologie di finanziamento che trasferiscono con esso anche una quota della proprietà della startup. In questo caso, il ritorno sull'investimento non è previsto nel breve termine e richiede lo sviluppo del business per un

⁶ Il capital budgeting è il processo di valutazione di costi e benefici di potenziali progetti per un'azienda, pianificazione e valutazione degli investimenti a lungo termine che necessitano di elevati capitali

periodo stimato e compreso tra i cinque e gli otto anni. Queste tempistiche sono in linea con le previsioni del pieno sviluppo della startup, al termine del quale gli investitori riescono ad avere dei ritorni sul capitale in seguito ad eventi di exit, come la liquidazione in caso di fallimento o in IPO nel miglior caso di successo. In questa famiglia rientrano, per esempio, le azioni (privilegiate e ordinarie) e i titoli convertibili. Gli investitori, entrando in possesso di una quota della società, hanno diritto di voto nelle decisioni aziendali e diritti di controllo e monitoring della startup. Inoltre, questi strumenti sono classificati come titoli e per questo motivo soggette a relativa tassazione ma anche supportati e regolati da norme specifiche.

Il **park-n-ride** è simile al Lock-in, con la sostanziale differenza sulla dimensione temporale delle tipologie di investimento ad esso associate. In questi casi, l'investitore immette del capitale nelle casse societarie per avere un diritto futuro, non immediato, di proprietà sulla società stessa. In altre parole, la conversione del capitale investito in azioni societarie avviene solo in un secondo momento che, generalmente, coincide con un evento trigger come un IPO o un'operazione di merge o acquisizione. Tra gli strumenti che appartengono a questa classificazione vi sono, per esempio, il SAFE e il debito convertibile. In questo caso, rispetto a prima, gli investitori non hanno subito diritti di voto o di controllo sulla società e sono obbligati ad affidarsi completamente ai fondatori e al management societario. La relativa normativa è altamente variabile dal mercato economico di riferimento e dallo strumento specifico.

L'ultima classificazione, il **Payout**, include tutti gli strumenti che implementano una struttura di ritorno del capitale su distribuzione degli utili in relazione alle performance della startup. Crowdfunding (su ricompense), SAFT e RFB sono classificati come forme di payout. Tuttavia, questi strumenti sono più adatti a società e startup meno orientati e concentrati su uno sviluppo esponenziale rapido. Infatti, le startup altamente innovative non usano spesso questa famiglia di strumenti per la velocità con la quale gli investitori richiedono dei ritorni (generalmente tra i due e i quattro anni) e l'incertezza sulle effettive tempistiche e profittabilità future. Anche in questo caso la normativa non è uniforme tra i vari mercati e strumenti. Come il park-n-ride, queste metodologie non includono il trasferimento di diritti di voto o di controllo dalla startup agli investitori. Tuttavia, sono spesso inseriti negli

accordi che stabiliscono le quote di ripartizione degli utili anche clausole di controllo e monitoring sull'operatività aziendale da parte dei loro finanziatori.

Con questo nuovo punto di vista è possibile superare i rigidi limiti dell'economia tradizionale basata sulla dicotomia debito-equity, offrendo ad imprenditori e investitori nuove prospettive operative per gestire al meglio le relazioni con la controparte e individuare lo strumento adatto per il raggiungimento dei propri obiettivi di business.

2.4 RUOLO DEL CAPITALE UMANO PER LA CRESCITA DELLE STARTUP

A differenza delle imprese tradizionali che operano in contesti imprenditoriali e in mercati già consolidati, le startup devono orientarsi in ambienti altamente rischiosi e dinamici. In questi casi, le competenze dei fondatori e del loro team svolgono un ruolo di fondamentale importanza per influenzare la cultura aziendale, le scelte strategiche e i rapporti con investitori e primi clienti. Per introdurre questo filone di ricerca si analizzano le startup a base tecnologica (**Colombo, Grilli; 2005**). In questo studio, gli autori si basano su un dataset di 506 giovani imprese italiane operanti nel settore high-tech.

Nella versione base di questa analisi, a supporto delle successive più complesse e articolate ma ugualmente esplicative, il focus è incentrato sulla dimensione dell'impresa considerata come caratteristica di riferimento del successo della startup. Inoltre, sono state analizzate le seguenti variabili (*Figura 1*):

Education	Numero medio di anni di istruzione dei fondatori.
Workexp	Numero medio di anni di esperienza lavorativa dei fondatori.
Ecoeduc	Numero medio di anni di istruzione in campo economico e/o manageriale dei fondatori.
Techeduc	Numero medio di anni di istruzione in campo scientifico e/o tecnico dei fondatori.
Specworkexp	Numero medio di anni di esperienza lavorativa dei fondatori nello stesso settore della nuova impresa.
Otherworkexp	Numero medio di anni di esperienza lavorativa dei fondatori in settori diversi da quello della nuova impresa.
Techworkexp	Numero medio di anni di esperienza lavorativa tecnica dei fondatori in funzioni di R&S, progettazione, ingegneria e produzione.
Comworkexp	Numero medio di anni di esperienza lavorativa commerciale dei fondatori in funzioni di marketing, vendite e assistenza clienti.
Dmanager	Variabile dummy che vale 1 se uno o più fondatori hanno avuto una posizione manageriale precedente in un'azienda con più di 100 dipendenti, 0 altrimenti
Dentrepreneur	Variabile dummy che vale 1 se uno o più fondatori sono imprenditori seriali, 0 altrimenti
Nfounders	Numero di fondatori
Locdevelop	Livello di sviluppo economico della provincia italiana in cui opera l'impresa
DPrivate equity	Variabile dummy che vale 1 se l'impresa ha ottenuto finanziamenti esterni di private equity, 0 altrimenti.

Figura 1 - Variabili dipendenti studio econometrico di Colombo e Grilli (2005)

Nello studio specifico sulle caratteristiche del capitale umano inerenti al contesto delle startup e delle aziende high-tech (Modello 4 - Colombo, Grilli; 2005), si dimostrano statisticamente le precedenti affermazioni sull'importanza del capitale umano (*Figura 2*).

Stime OLS senza controlli per l'endogeneità. Variabile dipendente: Log(FirmSize)	
Constant	0.125 (0.273)
Ecoeduc	0.190 (0.059)***
Techeduc	0.036 (0.021)*
Techworkexp	0.020 (0.009)**
Comworkexp	-0.015 (0.014)
Otherworkexp	0.003 (0.006)
Dmanager	0.193 (0.146)
Dentrepreneur	0.263 (0.099)***
Age	0.082 (0.007)
Nfounders	0.087 (0.030)***
Locdevelop	0.002 (0.001)
DPrivate equity	0.868 (0.176)***
R ² Adj	0.283
* p < 0.10. ** p < 0.05. *** p < 0.01.	

Figura 2 – Modello 4 studio econometrico di Colombo e Grilli (2005)

Da questo studio si evince che ogni anno aggiuntivo di istruzione nel settore economico e manageriale contribuisce ad un incremento del 19% della dimensione dell'impresa con un livello di significatività elevato. Una seconda variabile altamente di interesse è la presenza di almeno un fondatore che sia un imprenditore seriale, che contribuisce con un aumento maggiore al 26% sulla variabile in oggetto. Infine, di particolare interesse per questa analisi e per il lavoro di tesi è la relazione tra l'utilizzo del Private Equity per sostenere le attività delle startup. In questo caso specifico, le imprese che utilizzano questa tipologia di capitali sono mediamente più grandi di quasi l'87% rispetto alle altre società che non ne fanno uso.

Lo studio è stato successivamente ampliato dagli autori con analisi econometriche più specifiche sulla stessa popolazione di dati ma considerando anche le relazioni tra le variabili considerate. Essi sottolineano la forte correlazione tra il capitale umano e la crescita di questa tipologia di startup. Non è sufficiente tenere in considerazione solo la maggiore disponibilità di risorse finanziarie per aziende con fondatori e manager altamente qualificati o che operano in contesti geografici o sociopolitici più adatti. È necessario considerare anche la natura dell'istruzione e le

competenze di fondatori e decisori. In particolare, si sottolinea la forte correlazione con il percorso accademico di queste figure, maggiormente impattante in ambito economico e manageriale, ma anche tecnico e scientifico. Le esperienze imprenditoriali pregresse, soprattutto nel caso di “imprenditori seriali”, impattano positivamente sulla crescita dell’impresa, al contrario invece di esperienze in settori diversi da quelli strettamente collegati alla startup o all’imprenditorialità in generale. Tuttavia, non è sufficiente avere competenza molto verticali sull’ambito e sulle tecnologie utilizzate. Da questa analisi emerge che le competenze eterogenee ma complementari siano altamente e positivamente correlate alla crescita e al successo della nuova azienda. Analizzando alcune capacità e caratteristiche eterogenee ma contestualizzabili per una startup high-tech, emergono le combinazioni tra fondatori con istruzione economico-manageriale e tecnico-scientifica. Questo evidenzia l’importanza di creare un team di fondatori non verticalizzato su poche competenze, ma in grado di spaziare in diversi contesti e in tutti gli aspetti operativi ed economici caratterizzanti la startup. L’istruzione, l’esperienza manageriale e presenza geografica in un ambiente caratterizzato da un numero elevato di investitori, sono tutte caratteristiche positivamente correlate con la probabilità di accedere a fondi esterni per la raccolta del capitale di rischio.

2.5 CRITICITA’ DEL FINANZIAMENTO A DEBITO PER LE STARTUP

La letteratura empirica moderna è stata incentrata principalmente sull’accesso delle società al debito tradizionale. Molti studi incorporano questa metodologia di raccolta di capitale in contesti reali nei quali i vincoli di finanziamento e le imperfezioni di mercato incidono pesantemente sulle performance aziendali. Un importante contributo in questo ambito è stato apportato da **Robert E. Carpenter e da Bruce C. Petersen (2002)**. I due studiosi evidenziano l’inadeguatezza e il poco utilizzo degli strumenti di debito da parte delle startup high-tech emergenti in America tra il 1981 e il 1998. Lo studio è stato effettuato con un panel di oltre 2.400 realtà statunitensi, producendo diversi risultati empirici a sostegno delle loro tesi. Quest’ultimi non sono presentati nel dettaglio in questo lavoro in quanto

riferiti ad un periodo temporalmente distante. Tuttavia, si ritiene che le considerazioni finali siano ancora oggi applicabili e rilevanti per descrivere le dinamiche finanziarie che caratterizzano il mercato di capitali e il comportamento delle startup moderne.

La natura delle inefficienze di mercato, le metodologie con le quali vengono rilevate rimangono molto controversi nella letteratura scientifica. Non esiste, tutt'oggi, un metodo robusto e globalmente accettato per valutare e quantificare l'effetto di queste imperfezioni sui risultati economici delle startup, soprattutto nel settore dell'innovazione e della tecnologia. Maggiormente rilevante nel settore High-Tech e Innovation, la scelta dei metodi di raccolta del capitale è largamente influenzata dalla qualità di dati e informazioni sulle realtà imprenditoriali operanti sul mercato di capitali. Questo principalmente per tre motivi: (1) i progetti di Ricerca e Sviluppo solo caratterizzati intrinsecamente da un'elevata incertezza e con basse probabilità di successo da un punto di vista di fattibilità e profittabilità futura; (2) alta probabilità di asimmetrie informative tra impresa e finanziatori dovuti principalmente alla complessità del settore e alla sua velocità; (3) il valore di garanzia limitato non compensa i risultati subottimali e i rischi legati alle inefficienze informative. In un contesto in cui il valore maggiore è dato da conoscenza e ricerca, con elevati investimenti specifici⁷, in caso di fallimento non rimangono abbastanza beni fisici da liquidare per compensare eventuali perdite.

I modelli neoclassici standard sono stati sviluppati contestualizzandoli e applicandoli a condizioni di mercato ideali. Per questi studi il modello di finanziamento tramite debito risulta valido e applicabile. Tuttavia, le 2.400 startup high-tech analizzate in questo studio hanno evidenziato l'accesso limitato al debito. I vincoli e le lacune di finanziamento derivanti dalle asimmetrie informative hanno un maggiore impatto sul settore high-tech rispetto ad altri settori industriali e di commercio tradizionali, e questo inibisce e rallenta lo sviluppo economico della startup stessa.

Una rappresentazione dell'offerta di finanziamento in relazione ai suoi costi marginali è rappresentata in *Figura 3*. Applicando la Pecking Order

⁷ Gli investimenti specifici sono investimenti che hanno valore solo all'interno di uno specifico contesto economico o di business. Questi perdono quasi la totalità del loro valore se impiegati in contesti diversi.

Theory (Myers&Majluf, 1984) la preferenza sulla scelta della forma di finanziamento da parte degli imprenditori ricadrebbe sull'uso di fonti interne (FI), principalmente utili non distribuiti, o di altri metodi specifici per sopportare la rischiosità intrinseca del settore, come love capital, crowdfunding o venture capital. Per le fonti interne il loro costo marginale (CM) è costante anche se, per startup di recente fondazione e non ancora operati sul mercato, risultano nulle o di bassa entità. Ugualmente, gli investitori specializzati nel capitale di rischio, essendo più propensi a quest'ultimo, richiedono un costo del capitale inferiore rispetto al debito bancario tradizionale.

Seguendo la teoria dell'”Ordine di preferenza”, si valuta l'utilizzo del debito ma con conseguente aumento esponenziale dei suoi costi marginali dovuti alla rischiosità del progetto. Per questo motivo, **anche qualora fosse reso accessibile per le startup senza uno storico finanziario e con poche garanzie materiale, il debito sarebbe una modalità altamente costosa e inconveniente** per reperire finanziamenti di elevata entità.

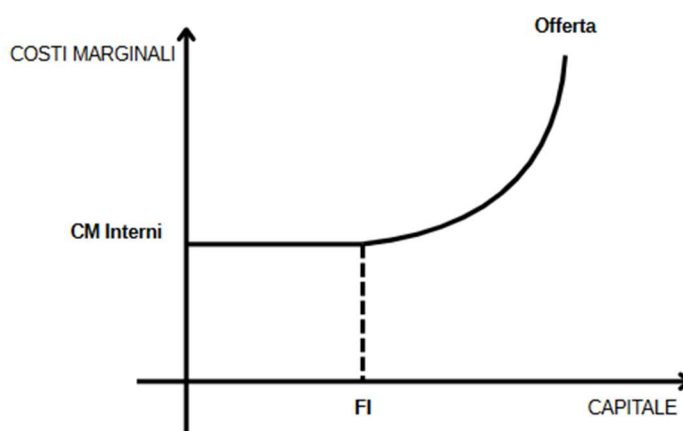


Figura 3 - Supply of finance con debito

Diverse sono le motivazioni per le quali questo strumento risulta inappropriato e del perché, per startup innovative ed imprese high-tech, il costo ombra del finanziamento⁸ tramite debito è caratterizzato da una relazione esponenzialmente crescente in funzione della leva finanziaria, in

⁸ Il costo ombra (shadow price) rappresenta il valore marginale di una risorsa finanziaria vincolata, in questo caso alla leva finanziaria. Questo identifica, cioè, quanto costerebbe un'unità aggiuntiva di debito.

quanto gran parte del valore di mercato delle startup innovative e high tech si basa su previsioni di crescita futura, le quali si deprezzano velocemente in situazioni di difficoltà finanziarie. Tutti questi fattori causano un sotto investimento per queste imprese rispetto a quanto farebbero in caso di assenza di inefficienze di mercato e nella situazione in cui il debito fosse un perfetto sostituto del finanziamento interno o del capitale di rischio.

3. SVILUPPO DELLE STARTUP ED ECOSISTEMI FAVOREVOLI

Il successo di una startup non dipende solo dalla qualità dell'idea e dalle competenze dei fondatori. Per massimizzare le probabilità di successo è necessario considerare tutte le fasi del suo ciclo di vita, scandite dalla raccolta di capitale di rischio necessario per proseguire con gli step di sviluppo e di preparazione del business per competere sul mercato. Inoltre, sono presenti ecosistemi favorevoli per supportare e velocizzare lo sviluppo della startup stessa, come incubatori e acceleratori. In questo capitolo si analizza il ciclo di vita delle startup fino alla fase di exit, in caso di successo, nel quale la società stessa perde la natura di startup e diventa una realtà imprenditoriale stabile e con una forte posizione sul mercato. In seguito, il focus della trattazione si sposta verso la presentazione di incubatori e acceleratori, definendone caratteristiche e scopi. In conclusione, è presentata una panoramica generale su dati statistici ed economici delle startup presenti sul territorio nazionale.

3.1 CICLO DI VITA DI UNA STARTUP

Caratteristica distintiva tra quelle precedentemente esposte è la natura transitoria dello stato di startup per una società in evoluzione. Da ciò consegue che ci sia un ciclo di vita che si concluderà con la completa maturazione o il fallimento. È necessario approfondire tutte le fasi delineate durante la sua operatività per distinguerne il livello di maturazione e i micro-obiettivi associati (**Regoli, 2021**). In ordine cronologico si individuano i seguenti steps: (1) Seed, (2) Early, (3) Growth, (4) Expansion e (5) Exit.

In molti casi, la fase Seed è preceduta da una fase **pre-Seed**. Focalizzata sullo sviluppo e ottimizzazione dell'idea e del modello di business, è il primo step per la nascita di una startup. In questo stadio l'incertezza è massima in quanto non si è prodotto nulla di concreto o una linea operativa delineata. Questo rende difficile trovare il capitale necessario. In molti casi, in Italia, Stato e regioni emettono finanziamenti pubblici con lo scopo di sostenere le proprie realtà locali.

I soli fondi iniziali non sono sufficienti per uno sviluppo esponenzialmente crescente della società e si passa alla fase di **Seed**. Definita anche come step di “Founding”, la società si pone l’obiettivo di implementare e prototipare l’idea originale per riuscire ad entrare sul mercato. Valutazioni recenti stimano la necessità di un capitale aggiuntivo compreso tra i 100.000 e i 200.000 euro, entità di investimento possibili solo tramite diluizione dell’equity vendendo parte dei titoli societari a business angels o crowdfunding.

Entrare nel mercato e diventare operativi permette al management di capire l’effettiva profittabilità del proprio business e valutarne i possibili progressi. Sotto l’aspetto operativo, in seguito ad un periodo iniziale di avvio, è possibile costruire una community con una base di utenti consolidata, fatturato, dati reali e costruire indicatori di performance rappresentativi e veritieri. L’insieme di questi valori è chiamato “track record” che, una volta sviluppato, permette di accedere ad un **Round A** di finanziamento ovvero di optare a metodi di raccolta capitale più solidi, definiti appunto di “Serie A”. Questo step è noto come “**Early Stage**”. Si fa riferimento a round, ovvero raccolte, nel quale i fondi cercati sono stimati tra i 350.000 e i 500.000 euro. I primi round sono essenziali per permettere alla startup di assumere nuovo personale, ottimizzare e implementare il proprio business plan ed estendere i propri orizzonti operativi per cercare di ottenere profitto nel medio e lungo termine. È comune l’ingresso di grandi fondi di venture capital con consistenti quote societarie e importanti ruoli decisionali. Esse si collocano in testa al gruppo parallelamente ai fondatori, con lo scopo di aumentarne la solidità economica e manageriale. Eventuali fondi o business angels preesistenti entrati nelle fasi precedenti tendono ad avere sempre meno influenza.

Le startup che hanno superato con successo la fase di Seed e di Early Stage sono in possesso di una sufficiente documentazione che accerti la loro salute finanziaria e societaria. Si passa ad una fase ulteriore di crescita, definita “**Growth**” o **Round B**, nel quale si pone il focus sul perfezionamento e miglioramento delle strategie di marketing, societarie e sul proprio prodotto. Raggiungere un bacino di utenti più ampio e aumentare le vendite è essenziale per un *continuum* sulla crescita aziendale. Da un punto di vista di attori e processi rispetto al Round A, gli investimenti ciclici dei

Round B sono cruciali per portare la startup ad un livello successivo. La differenza sostanziale è che gli investitori provenienti dalle fasi precedenti fungono da ancoraggio per attrarre altro capitale e venture capital specifici per le fasi di sviluppo successive.

Il capitale e le strategie operative adottate nel round B, se implementate con successo, trasformano la startup in una **scale-up**, ovvero una società innovativa nuova che dimostra una crescita significativa in termini di fatturato, personale e clienti, operante nel mercato da diversi anni. In questa fase di “**Expansion o Bridge**” è possibile emettere **Round C** di finanziamento, nel quale il solido storico finanziario permette l’emissione di obbligazioni o di accedere a prestiti convertibili. Spesso il capitale aggiuntivo proviene da banche di investimento e società di private equity. L’azienda dimostra un considerevole successo se arriva a questa fase e attrae anche hedge fund, ossia fondi di investimento privati, tra i quali figurano investitori istituzionali o ad alto patrimonio, altamente specifici e formati per ottenere elevati rendimenti indipendentemente dalle dinamiche di mercato. Raramente le società passano ai round successivi e utilizzano gli introiti del round C per aumentare la loro valutazione in previsione dell’ingresso sul mercato pubblico con la quotazione in borsa.

Si riporta nel grafico seguente (*Figura 4*) la distribuzione del numero di round e relativi capitali raccolti in VC per ogni fase precedentemente introdotta (**Growth Capital, 2025**):

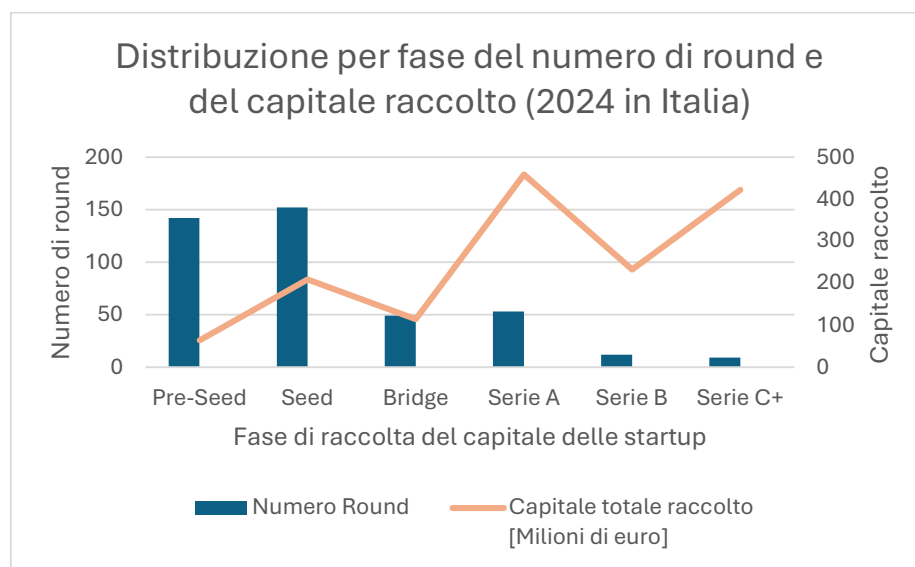


Figura 4 - Distribuzione per fase del numero di round e del capitale raccolto
Fonte: Growth Capital&LaStampa

Si nota che le fasi iniziali di raccolta del capitale sono soggette ad un numero elevato di round di finanziamento ma caratterizzati da una raccolta di capitale molto contenuta. Nelle fasi successive, le startup diventano più solide e possono presentare più garanzie e risultati ai propri investitori. Infatti, il numero di round scende progressivamente ma con una raccolta di capitale nettamente più elevata. È importante sottolineare la fase di Bridge, che rappresenta una tappa intermedia tra le fasi iniziali e quelli più avanzate verso la piena maturazione del modello di business.

Superati i vari cicli di round, si conclude lo stadio di startup per l'azienda con una fase di **Exit**. Con un elevato livello di maturazione, gli ulteriori step di espansione sono possibili solo con un exit in cui la società viene quotata nel mercato pubblico con il lancio di un IPO (Initial Public Offering). Questa fase complessa è ampiamente trattata in un capitolo successivo dedicato. Gli investitori sono in possesso di un titolo azionario quotato più sicuro, regolamentato e si crea la possibilità di reperire capitale in un mercato più ampio e con elevati fondi. Un percorso alternativo è quello di effettuare un merge, ovvero l'unione con altri player operanti nello stesso settore o in settori a monte o valle rispetto a quello in cui si opera, o l'acquisizione da parte società più grandi per essere inglobati. In quest'ultimo caso, l'imprenditore startupper ha la possibilità di cedere totalmente o parzialmente le quote proprietarie in suo possesso e di uscire o restare in qualità di figura apicale nel management societario. Una variante di acquisizione tradizionale è quella definita come **Acquihiers**. In questo caso, la nuova proprietà non è interessata solo alla startup, intesa come possesso a livello legale e decisionale, ma anche delle figure professionali chiave fino a quel momento. L'interesse dell'acquirente è dunque posto anche sulle experties delle persone che formano il team aziendale.

Nei casi in cui la società risulti altamente performante e riesca a generare notevoli profitti, i fondatori potrebbero riottenere le quote azionarie vendute per finanziare la crescita ed entrare nuovamente in possesso del 100% della proprietà o di una quota tale per cui si garantisca il controllo su di essa. Tale opzione è generalmente prevista sullo statuto societario o nei singoli accordi parasociali di investimento tra finanziatori e fondatori. L'imprenditore potrebbe anche decidere di affidare il controllo operativo a professionisti terzi di loro fiducia ed usare gli introiti per avviare nuovi

progetti o concentrarsi sugli sviluppi successivi. Le sfide e gli ostacoli lungo il cammino di crescita e lo sviluppo societario potrebbero portare ad una fase di exit più negativa, nel quale si concretizza il fallimento o la necessità di scioglimento della startup. Possono avvenire per necessità di legge o per scelta del management. Svariati sono le potenziali cause, tra cui il mancato o non sufficiente profitto per sostenere l'impresa, cambiamenti di mercato tali da non rendere conveniente proseguire con il modello di business iniziato o per cause legali esterne.

Il ciclo di vita di una startup è un percorso complesso e intrinseco di incertezza ed elevata rischiosità. Le sue fasi sono rappresentative di un livello specifico di maturazione. Ognuno di questi step è caratterizzato da strategie e obiettivi chiave, con lo scopo comune di raggiungere nel minor tempo possibile risultati concreti. Si ritiene cruciale conoscere i bisogni e le capacità aziendali in relazione alla fase raggiunta perché la natura momentanea e transitoria della startup non permette margini di errore da un punto di vista finanziario.

3.2 ECOSISTEMI FAVOREVOLI ALLO SVILUPPO DELLE STARTUP

Le cause di fallimento o di successo di una qualsiasi realtà aziendale, soprattutto in società altamente innovative e dinamiche, non sono da ricercare esclusivamente al loro interno o attribuibili alle scelte manageriali. Un ecosistema favorevole è un fattore altamente correlato al risultato positivo del concetto di business previsto e voluto da fondatori e loro investitori. Esso comprende ingenti somme di capitali e la possibilità ad accedervi, un ambiente normativo e burocratico flessibile e adatto alle nuove esigenze di mercato e reti di supporto adeguate come acceleratori e incubatori. In netta contrapposizione a quanto detto, elevate sono le testimonianze di imprenditori che operano in contesti ostili o non collaborativi. Difficoltà nel reperire i fondi necessari, l'accesso ad una rete di professionisti e collaboratori qualificati e adatti ad un contesto di innovazione, l'effettiva scalabilità del modello, barriere di ingresso nel mercato e pressione costante di innovazione sono alcune tra le numerose sfide che una startup deve affrontare quotidianamente. Per definire politiche

di crescita e introdurre strumenti di supporto efficaci è essenziale comprendere questi fattori.

Un ruolo di fondamentale supporto per la nascita, crescita e sostenibilità di una startup è svolto da **incubatori** ed **acceleratori** (Regoli, 2021). Nel linguaggio comune i due termini vengono spesso usati come sinonimi, ma da un punto di vista pratico, pur avendo obiettivi in comune, hanno scopi e modalità operative completamente diverse. Gli incubatori sono luoghi fisici o community atte ad offrire networking, consulenza legale ed amministrativa, mentoring e formazione durante le fasi embrionali e nei primi step di crescita. In genere non si stabilisce una durata fissa di permanenza della startup all'interno dell'incubatore e non si prevede un finanziamento diretto. Importante per questo aspetto è la rete di finanziatori esterni vicini ad essa, i quali si appoggiano per avere una consulenza diretta e un intermediario competente per valutare possibili investimenti. Tra le realtà più conosciute e incentrate sulla digital transformation, H-FARM (StartupMagazine, 2025) è ritenuto uno dei player di maggiore successo. Fondata nel 2005 da Riccardo Donadon, questa realtà ha l'obiettivo di "promuovere l'innovazione attraverso la tecnologia". Fino ad oggi hanno supportato centinaia di startup, concluso 50 exit e un unicorno⁹, "Depop" (H-FARM Business School, 2021). Gli acceleratori, invece, operano in una fase successiva del ciclo di vita societario. Intervengono in maniera intensiva e in un range temporale limitato compreso tra i 3 e i 6 mesi. Questi programmi di supporto si inseriscono quando la startup ha sviluppato un MVP, ovvero un "minimum viable product", è già presente sul mercato ed è pronta per la scalata. Il loro obiettivo principale è lo sviluppo rapido del modello di business, aiutando a trovare capitali sufficienti e fornendo una rete di mentoring e networking adatta al mercato in cui operano. A differenza degli incubatori, nei quali è più raro, gli acceleratori spesso offrono un investimento in seed in cambio di una quota di equity della startup. Ulteriore differenza con gli incubatori è l'elevata verticalità di queste realtà. Molte di loro sono focalizzati interamente su un intero segmento di mercato come le

⁹ Sono definite "Unicorno" le startup private, non ancora entrate nel mercato azionario, che hanno raggiunto una valutazione di mercato superiore a 1 miliardo di dollari. Enfatizzando la rarità di questo successo, il termine è stato coniato da Aileen Lee, influente venture capital angel di successo e fondatrice di Cowboy Venture.

fintech, specializzate sulla digital transformation del settore finanziario e bancario, o le biotech, verticali sull'innovazione in ambito biologico.

Il SIM¹⁰ ha pubblicato al termine del primo trimestre del **2024** uno studio relativo all'ecosistema italiano di incubatori e acceleratori (*Figura 5*). Esso comprende 262 realtà in totale con oltre 1.950 dipendenti. La maggior parte opera nel nord Italia in Lombardia, Toscana, Emilia-Romagna e Piemonte. Oltre al Lazio e alla Campania, sono poco rappresentate le regioni del centro-sud. La rete complessiva di oltre 2.850 startup inserite nei loro programmi di sviluppo ha generato un fatturato superiore a 500 milioni di euro. Per confermare quanto evidenziato prima sull'intervento orizzontale di incubatori e acceleratori su tutti gli aspetti operativi delle società da loro supportate, lo studio sottolinea come l'86% di loro si concentra anche su attività non legate direttamente all'investimento effettuato ma anche inerenti alla gestione di eventi promozionali per aumentare il network e presentare le proposte a potenziali investitori esterni. Oltre agli studi empirici e conoscenze sul tema, le università offrono la possibilità di rinnovare la formazione in relazione all'evoluzione di richieste e competenze utili per il mercato e di creare percorsi specifici per incubare idee innovative e supportare manager e investitori.

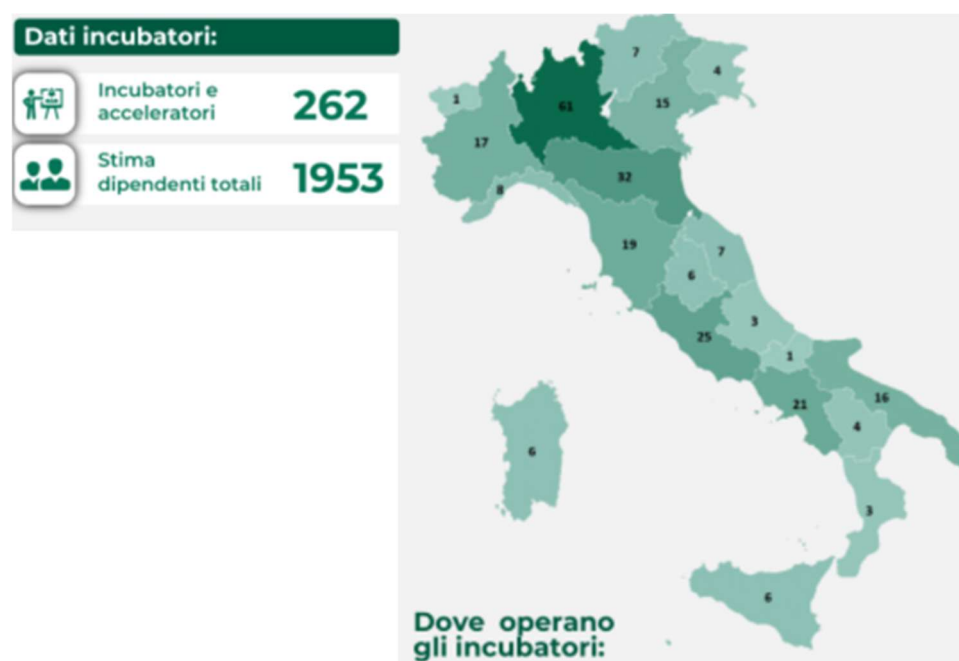


Figura 5 - Distribuzione ecosistema incubatori e acceleratori in Italia - SIM 2024

¹⁰ SIM: Social Innovation Monitor. Team di ricerca con base al Politecnico di Torino.

Una delle principali difficoltà affrontate dalle nascenti imprese innovative e tecnologiche sono la concorrenza e le barriere all'ingresso nei settori di riferimento del mercato. In questa trattazione si definiscono come barriere all'ingresso tutti gli ostacoli di natura economica, normativa, tecnologia o strategica che impediscono o non rendono economico l'imporsi di una realtà imprenditoriale sul mercato. La loro presenza, voluta da imprese leader o intrinseca nella realtà legislativa stessa, limita la concorrenza potenziale allontanando il mercato da un contesto ideale di concorrenza perfetta e facendolo tendere verso situazioni di quasi monopolio. Possono essere utilizzate come strumenti di difesa da parte degli incumbent, ostacolando tuttavia l'innovazione. Queste barriere pongono in una posizione di svantaggio competitivo le startup che cercano di affermarsi o innovare settori già saturi e consolidati, che si basano su solide economie di mercato, sulla fidelizzazione dei clienti e sull'importanza del "marchio". In molti settori è possibile trovare: (1) barriere di tipo tecnologico come la necessità iniziale di infrastrutture costose o la presenza di brevetti per prodotti o parti di essi che sono in contrasto con quanto sviluppato dalla società entrante; (2) barriere finanziarie legate alla capacità di reperire capitale; (3) o regolamentare, dovuta a normative stringenti o di ostacolo al modello di business delineato. Questi svantaggi potrebbero essere compensati da queste aziende sfruttando la loro velocità di adattamento, strategie mirate al settore di riferimento e supporto da parte di finanziatori o esperti. Inoltre, le asimmetrie fisiologiche tra la rigidità dei competitors e del settore, in relazione all'elevata flessibilità delle startup che cercano di entrare e operare in un settore specifico, possono facilitare l'ingresso attivo sul mercato per queste società. E in questo senso, acceleratori e incubatori offrono un supporto essenziale per le startup.

3.3 STARTUP INNOVATIVE IN ITALIA: DINAMICHE E TENDENZE RECENTI

Negli ultimi anni in Italia, l'ecosistema delle startup ha registrato una significativa crescita dovuta ad un sostegno maggiore della pubblica amministrazione e ad una crescente cultura imprenditoriale. Il modello americano sta lentamente sostituendo l'approccio tradizionale di "fare

impresa”, incentrato principalmente su aziende familiari e nei settori industriali o agro-alimentari. Digital transformation, AI e innovazione tecnologica stanno emergendo come settori trainanti dello sviluppo economico italiano. I report statistici del “Ministero delle imprese e del Made in Italy” descrivono, al termine del I Trimestre del 2025, una situazione di sostanziale crescita e sviluppo nel settore delle startup innovative (**Urso, 2025**). Le iscrizioni nel Registro delle Imprese sono pari a 12.170. Questo contesto imprenditoriale è stato caratterizzato da un andamento esponenzialmente crescente tra il 2013 e il 2022. Le instabilità geopolitiche dovute a guerre, politiche di dazi e gli effetti tardivi dei crolli economici conseguenti alla pandemia di SARS-CoV-2 (Covid19) ha causato una deflessione nel biennio 2023-2024 di circa 12.25%. L’andamento delineato è rappresentato in dettaglio nella *Figura 6*.

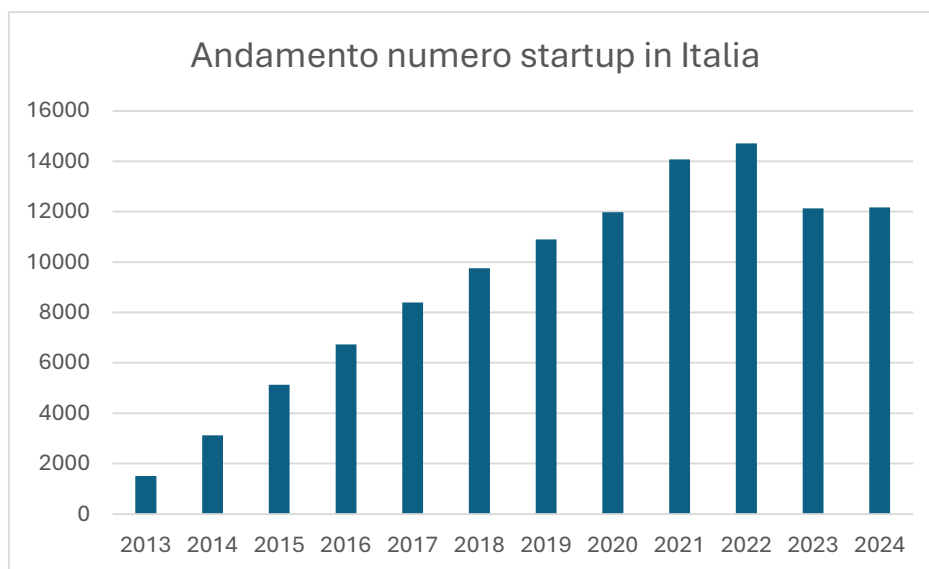


Figura 6 - Andamento del numero delle startup in Italia. Fonte "Unioncamere" del MIMIT

Anche se in leggera diminuzione rispetto al IV trimestre del 2024, segnando un -0.39%, il capitale sociale totale dichiarato risulta in crescita del 3.13%, per un aumento totale di 33 milioni di euro e raggiungendo un totale cumulativo registrato di 1.014.981.984 euro. Da un punto di vista occupazionale, le startup innovative nel loro complesso hanno un organico di 14.749 dipendenti, segnando un aumento di +122 rispetto all’ultima rilevazione del 2024.

La capitalizzazione in Italia per le startup rimane comunque bassa e con tendenze paragonabili dal 2016 al 2024 (*Figura 7*). La maggior parte delle società innovative iniziano con un capitale sociale molto ristretto, compreso tra i 5 e i 10 mila euro. Infatti, più della metà delle startup (59%) è classificata a bassa capitalizzazione (**CS. Tagliacarne, 2024; Infocamere (2024)**).

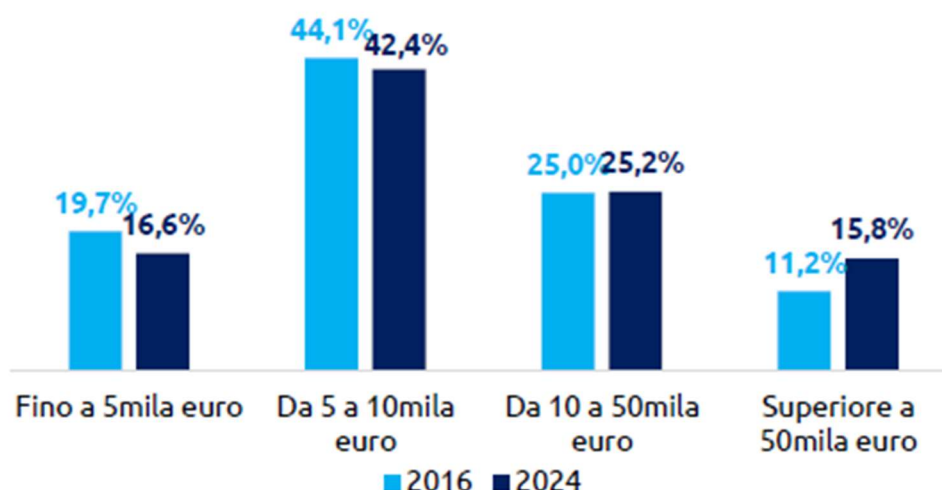


Figura 7 - Classe di capitale Startup Innovative
Fonte: Centro Studi Guglielmo Tagliacarne su dati Infocamere

Le startup innovative hanno avuto performance nettamente migliori nel triennio 2021-2023 rispetto alla controparte non innovative (*Figura 8*). In particolare, si riscontrano un aumento dei ricavi del 137% delle prime contro un aumento, comunque altamente positivo, del 95.5%. Stesso discorso è applicabile al numero dei dipendenti, con un divario superiore a 22 punti percentuali a favore delle startup innovative. Particolarmente significativo sono i dati sugli asset intangibili, caratteristiche delle aziende high-tech e innovative che si basano principalmente su idee e brevetti da sviluppare per entrare nel mercato.

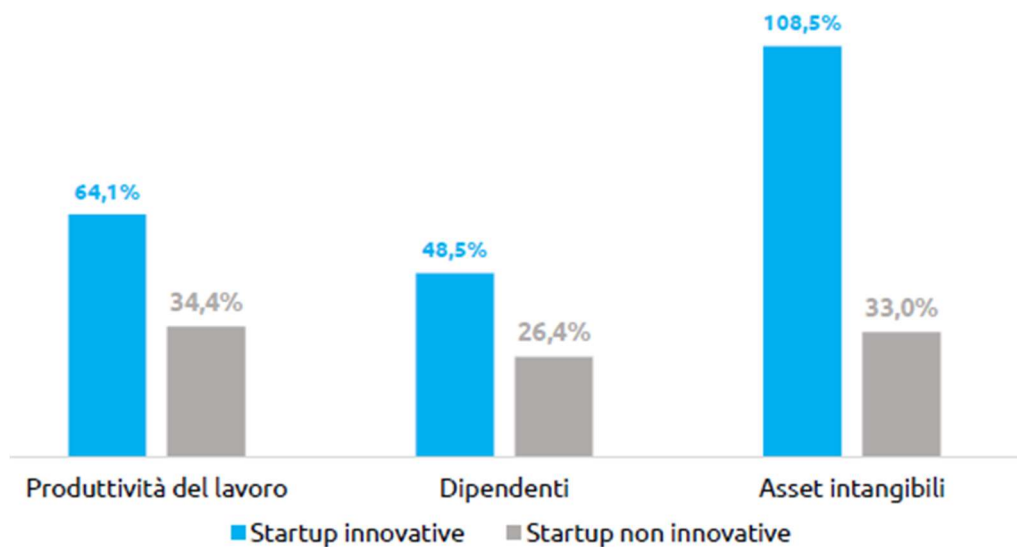


Figura 8 - Variazione % della produttività del lavoro, dipendenti e valore asset intangibili 2021-2023

Fonte: Centro Studi Guglielmo Tagliacarne su dati Infocamere

Da un punto di vista della distribuzione geografica, come anticipato nei paragrafi iniziali di questo capitolo e descritto in *Figura 9*, la concentrazione maggiore è nell'area centro-nord con prevalenza in Lombardia (**Report MIMIT, Infocamere, 2025**).

Distribuzione startup innovative in Italia

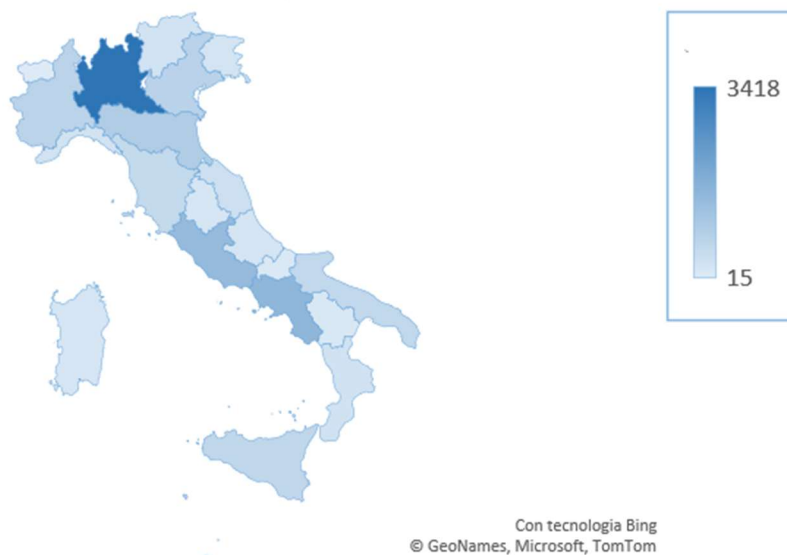


Figura 9 - Distribuzione startup innovative in Italia

Fonte: Dati Report MIMIT, 01 Aprile 2025

Il 20.31% ha sede nella provincia di Milano, facendo diventare la metropoli lombarda una versione italiana della Silicon Valley americana.

In una prospettiva settoriale, i servizi alle imprese che comprendono consulenza, digital transformation, Ricerca&Sviluppo e altri settori IT e ICT, è rappresentato con una popolazione di società pari a circa il 79.5%. Segue, molto distante, il settore manifatturiero e minerario con il 12.8%. Lo stato dell'arte alla fine di marzo del 2025 è rappresentato in *Tabella 1*:

Settore	Numero startup	%Startup rispetto al totale nazionale
Agricoltura e attività connesse	86	0.71%
Attività manifatturiere, energia e minerarie	1557	12.79%
Costruzioni	114	0.94%
Commercio	337	2.77%
Turismo	51	0.42%
Trasporti e logistica	27	0.22%
Assicurazioni e credito	37	0.30%
Servizi alle imprese (Compreso servizi IT e di trasformazione digitale)	9671	79.47%
Altri settori	255	2.1%
Non classificate	35	0.29%

Tabella 1 – Distribuzione del settore economico per le startup

Fonte: Dati Report MIMIT, 01 Aprile 2025

Analizzando la situazione globale delle startup innovative in Italia nel 2025 (MIMIT, Infocamere; 2025) meno della metà di esse è in utile. Inoltre, per i dati di bilancio chiusi al 2023, i principali indicatori economici di performance sono considerevolmente negativi e si registra un indice percentuale relativamente basso di valore aggiunto sulla produzione stimata. Tuttavia, positivi i valori di indipendenza finanziaria, registrando comunque che circa il 58% del capitale proviene da fonti esterne. Il 42% rappresenta comunque una situazione relativamente equilibrata del capitale proprio, sottolineando una buona stabilità da un punto di vista finanziario per le startup italiane. I dati sono rappresentati in dettaglio in *Tabella 2*.

% di società in utile	44,21
ROI	-0,07
ROE	-0,17
Indipendenza Finanziaria	0,42
Valore Aggiunto/ Valore Produzione	0,2

Tabella 2 - Dati su startup innovative in Italia 2025

Fonte: MIMIT, Infocamere; 2025

La pubblica amministrazione sta cercando di incentivare lo sviluppo tecnologico ed economico supportando queste realtà imprenditoriali con il “Fondo di Garanzia per le Piccole e Medie Imprese” (FGPMI), che ha lo scopo di facilitare la raccolta di capitale offrendo garanzie fino all’80% sui prestiti bancari, per un massimo di 2.5 milioni di euro (MIMIT, 2024). Questo fondo, secondo le stime del 2024 ha gestito 18.053 operazioni per un totale complessivo di capitale mobilitato sottoforma di prestito bancario di circa 2.7 miliardi di euro, dei quali 2.2 miliardi di euro con garanzia statale. I beneficiari di queste operazioni sono 8.096, con un ammontare medio per operazione di 177.181,03 euro e durata media del finanziamento di 60.4 mesi. Tuttavia, considerando la natura altamente rischiosa di queste società e il tasso di fallimento elevato nei primi anni di vita, una delle principali criticità di tale strumento è proprio la durata eccessiva di oltre cinque anni. Questa durata apparentemente elevata potrebbe portare ad un’esposizione prolungata al rischio, complicando la gestione degli impegni finanziari a lungo termine e disincentivando possibili altri investitori come business angels o venture capital. Una soluzione potrebbe essere quella di introdurre prestiti e agevolazioni più flessibili, per un ammontare di capitale minore con scadenze brevi, e la possibilità di richiederne diversi durante il periodo di sviluppo della società. Per il momento non si segnalano politiche simili da parte della pubblica amministrazione e dai ministeri competenti.

Nonostante il sostegno della PA, il management delle startup continua ad essere rallentato da numerose sfide legati-burocratiche, capacità di scalabilità, sostenibilità finanziaria a lungo termine e dalla crescente competizione. Nei settori high-tech e innovativi, la velocità di evoluzione e di crescita incontrollata sono tra le principali cause di fallimento precoci

dovute all'instabilità finanziaria e all'incapacità di gestire le complicate dinamiche settoriali. È essenziale che la politica nazionale si evolva verso una cultura imprenditoriale più moderna, permettendo un accesso facilitato al credito e promuovendo alleanze e consorziati tra grandi aziende consolidate e società emergenti. In parallelo ma con lo stesso obiettivo, i metodi alternativi di raccolta di capitale come il crowdfunding e i venture capitalist stanno supportando efficacemente tutto il settore e promuovendo lo sviluppo sul territorio.

3.4 DA STARTUP A SCALEUP: I FATTORI DEL SUCCESSO

La transizione da startup a scaleup è una conseguenza naturale del processo di sviluppo e crescita di questa tipologia di società innovativa (**Pardo-del-Val et al., 2024**). Quest'ultime sono startup che raggiungono elevati tassi di crescita in relazione al fatturato e al numero di dipendenti, dimostrando di avere un modello di business scalabile e robusto. Esse, chiamate anche “gazzelle” dai professionisti del settore, promuovono ed incentivano la nascita di nuove startup e agenti di supporto, i quali sono attratti da prospettive di crescita simili a quelle riscontrate per le scaleup, generando un circolo virtuoso di innovazione e sviluppo economico. Particolarmente impattante per questa transizione è l'ecosistema imprenditoriale (EE) in cui la società opera, definito come la rete di stakeholders che interagiscono per supportare l'imprenditorialità e l'innovazione di una specifica società (**Isenberg, 2011**). Tra le dimensioni chiave di un EE vi sono: (1) la Politica, come supporto delle amministrazioni e degli enti pubblici sia da un punto di vista economico, sia da un punto di vista giuridico e legale; (2) la Finanza, ossia l'accesso semplice e rapido alle varie tipologie di finanziamento precedentemente descritte; (3) la Cultura del territorio e della società di riferimento della startup, che deve essere orientata al cambiamento, all'innovazione e predisposta a vedere un insuccesso come possibilità di miglioramento e crescita futura; (4) supporti da parte di associazioni di categoria e stakeholders, anche indirettamente, collegati agli obiettivi di business della società, come università e centri di ricerca; (5) la presenza di Capitale Umano professionalmente qualificato per sostenere gli elevati tassi di crescita ed innovazione caratterizzanti una startup; (6) i

Mercati nel loro complesso, non solo come centri di scambio di capitali ma anche da un punto di vista del networking e di collaborazioni tra stakeholders imprenditoriali, pubblica amministrazione e enti di vigilanza.

Ecosistemi di elevato successo, come la Silicon Valley, sono legate ad un efficace interazione tra i sei punti specificati, generando un ambiente adatto per lo sviluppo delle startup in essa operanti e la loro transizione verso una scaleup sostenibile, profittevoli e con una solida posizione sul mercato. In un contesto come quello descritto, le politiche pubbliche giocano un ruolo fondamentale per influenzare il successo di un'azienda innovativa. Il ruolo dei *political decision makers* è quello di essere dei facilitatori imparziali dell'interazione tra le startup con l'ecosistema, lasciando comunque la leadership aziendale agli imprenditori, ossia non intromettendosi sugli aspetti operativi della società. Le macro-aree di riferimento nelle quali le politiche pubbliche si devono concentrare sono: (1) incentivare la disponibilità del talento con il supporto ad università e centri di ricerca con programmi focalizzati sulle esigenze delle startup e supportare i professionisti anche offrendo un contesto sociale attraente da un punto di vista della qualità e stile di vita sul territorio in cui operano le startup; (2) promuovere il networking con attività peer-to-peer con altri ecosistemi, garantendo la disponibilità di spazi e strutture adatte per ospitare queste realtà e cercando di facilitare tutti gli aspetti burocratici ad esse legati; (3) rafforzare la *entrepreneurial culture* sul territorio riconoscendo e pubblicizzando i successi delle scaleup e facilitando i rapporti in un'ottica di *corporate venturing* con le grandi aziende del settore, ponendosi come un ponte tra questi due modelli di business che, pur essendo in stadi di sviluppo completamente opposti, spesso condividono obiettivi simili e la loro interazione potrebbe fungere da catalizzatore per velocizzare lo sviluppo e il successo di entrambe le realtà.

I quest'ottica è dunque fondamentale predisporre un canale di dialogo regolare, veloce e permanente tra i decisori pubblici e gli imprenditori, massimizzando l'efficienza e l'efficacia delle politiche di supporto specifiche alle esigenze delle startup in un contesto altamente dinamico e in continua evoluzione, spesso non compatibile con le tempistiche che caratterizzano l'operatività della pubblica amministrazione. L'influenza non solo delle politiche pubbliche ma, in generale, del sistema legale sono

altamente impattanti sulle performance aziendali. Per questo motivo è stato sviluppato un successivo approfondimento in un capitolo ad esso dedicato.

3.5 STARTUP “UNICORNI”: UNA PARNORAMICA GLOBALE

Il termine “unicorno” per classificare una startup di successo è stato coniato per la prima volta nel 2013 da Aileen Lee, fondatrice di Cowboy Ventures. Sono classificate tali le società che hanno raggiunto o superato la valutazione di 1 miliardo di dollari e l'utilizzo di questo paragone è altamente rappresentativo della rarità del risultato. In Europa, mediamente, un unicorno raggiunge una grandezza tale da assumere circa mille collaboratori, con una solidità altamente sufficiente per support preparare lo step successivo di sviluppo, la quotazione in borsa (**ClubDegliInvestitori, 2022 - Torino**).

I dati del 2025 (**Database: CBInsights – Tracker**) segnalano la presenza di 1262 startup “unicorno” in tutto il mondo. I primi dieci Paesi con una popolazione maggiore di queste società innovative di successo sono rappresentati in *Figura 10*:

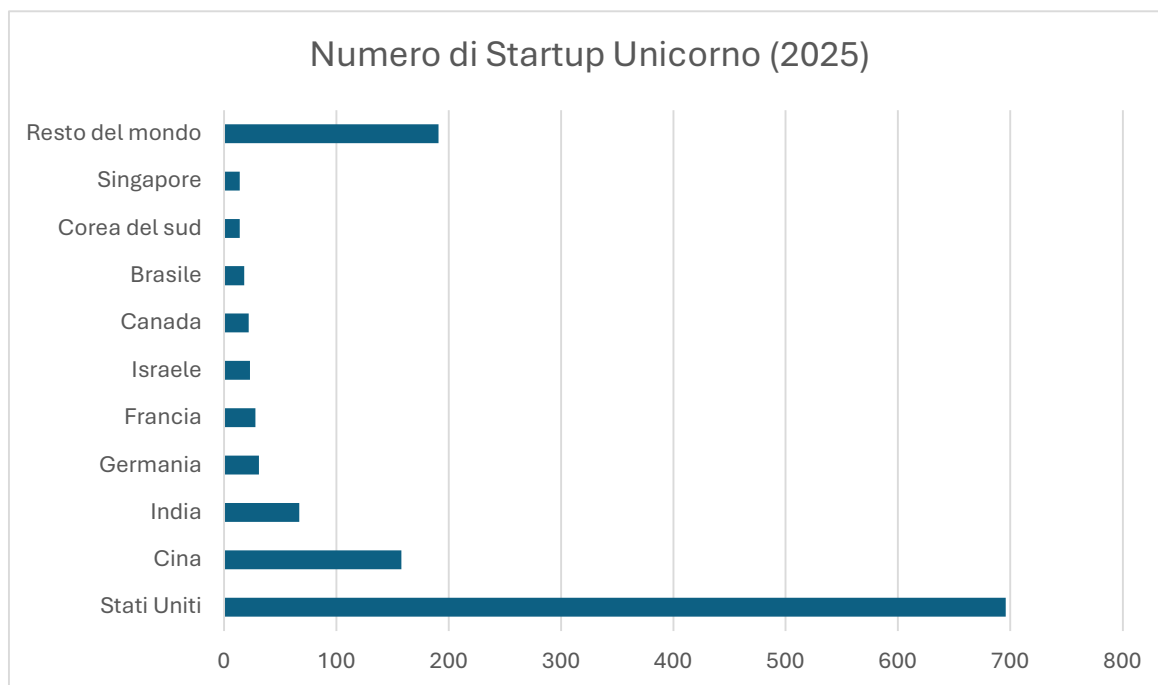


Figura 10 - Numero di Startup "Unicorno" (2025)
Database: CBInsights – Tracker

In Italia sono presenti tre “Unicorni” con un valore complessivo stimato in 4.55 miliardi di dollari totali. Tra le più note, “Satispay”, la nota piattaforma di servizi finanziari nata in Piemonte, ha raggiunto ufficialmente la quotazione di un miliardo di dollari nel settembre del 2022.

Considerando i principali Stati europei, le caratteristiche relative a questo studio sono sintetizzate in *Tabella 3*:

Paese	Numero Unicorni	Valore complessivo [Miliardi di dollari]	Valore medio [Miliardi di dollari]
Germania	31	85.03	2.7
Francia	28	71.86	2.57
Italia	3	4.55	1.52
Regno Unito	54	189	3.5
Spagna	5	7.66	1.53
Paesi Bassi	9	24.46	7.72
Svezia	6	22.14	3.69
Belgio	3	11.95	4
Svizzera	6	9.8	1.63
Totale	145	426.45	-

Tabella 3 - Statistiche sugli unicorni in Europa
Database: CBInsights – Tracker

L'Italia è tra i Paesi con il minor numero di startup di successo, con una media di un unicorno su 10.000 se paragonato a Paesi simili (da un punto di vista economico e politico) come la Francia, con una media di un unicorno ogni 1.000. Diverse sono le motivazioni di questa discrepanza di risultati. Tra le principali, vi è la tendenza degli investitori italiani di finanziare le startup solo in round avanzati e di trascurare le fasi iniziali, come i round di

seed o di serie A. La mancanza di capitale agli inizi del ciclo di vita della startup impedisce la costruzione di solide basi del modello di business che difficilmente è possibile migliorare o modificare nelle fasi più avanzate. Questo limita enormemente le prospettive di successo elevato e il raggiungimento di risultati economici tali da competere a livello globale **(Ronchetti, 2022)**.

4. IMPATTO DELLE ASIMMETRIE INFORMATIVE SULLE STARTUP

La perfetta simmetria delle informazioni rende possibili valutazioni oggettive delle dinamiche e dei beni scambiati, permettendo di raggiungere la massima efficienza e di estrarre tutti i benefici pubblici dal titolo. **Andrikopoulos (2007)** sostiene che i modelli di finanza tradizionali sono utili per una comprensione di base e puramente teorica. Nella realtà, questa è una situazione utopica in quanto, per strategia o per incompetenza degli attori coinvolti, non tutte le informazioni sono disponibili, portando a scelte non convenienti e, conseguentemente, a forti inefficienze. Dunque, per le startup e tutti gli stakeholders che operano nei settori imprenditoriali ad elevata innovazione è necessario comprendere le cause che portano alle inefficienze di mercato e alle dinamiche che caratterizzano le relazioni con gli altri agenti, soprattutto gli investitori.

4.1 ASIMMETRIE INFORMATIVE NEL RAPPORTO TRA SOCIETÀ E INVESTITORI

Le startup, soprattutto nelle prime fasi, sono in possesso di informazioni inerenti al progetto, alle capacità del team e alle reali potenzialità del proprio modello di business. Queste informazioni, maggiormente quando non altamente positive o vantaggiose per gli imprenditori, sono spesso tenute private e non rilasciate ai potenziali investitori. Quest'ultimi devono basare le proprie scelte solo su segnali indiretti e ipotesi non validate sulla futura profittabilità della società analizzata. Questo fenomeno, nella fase ex-ante, è altamente sbilanciato contro gli investitori che non riescono a sviluppare valutazioni complete e pienamente efficaci anche per l'assenza di uno storico finanziario e per la natura sperimentale ed innovativa del prodotto o servizio offerto dalla startup. Questi fenomeni, come analizzato nei capitoli successivi, causano anche delle forti inefficienze ex-post per la società stessa come l'underpricing e l'underinvestment.

Gli effetti dell'asimmetria informativa sono stati ampiamente analizzati e descritti con semplici esempi da George Arthur **Akerlof (1970)**.

Per spiegare efficacemente le implicazioni di questo fenomeno, l'autore descrive il mercato delle automobili nuove ed usate. Per semplicità di trattazione, sono distinte due categorie: auto di buona qualità e auto scadenti, quest'ultime chiamate "Lemons". Come spesso capita nella realtà, il venditore conosce lo stato e il livello di qualità della vettura che vende; contrariamente, il compratore non dispone di questa informazione. Come definito precedentemente, si crea un rapporto di asimmetria informativa tra venditore e acquirente. Quest'ultimo, conoscendo il vantaggio informativo della controparte, è disposto a pagare un prezzo medio tra il valore dello stesso bene considerato di buona qualità e quello se venisse valutato come un "lemon". La conseguenza di questo "underpricing" è che le auto di alta qualità vengono ritirate dal mercato, all'interno del quale rimangono solo beni scadenti e si entra in un circolo vizioso dove si può rilevare un continuo crollo dei prezzi e perdita di qualità dei beni scambiati. Gli effetti descritti, generati inizialmente dal problema di asimmetria informativa, potrebbero portare al collasso del mercato. Questo ragionamento è una generalizzazione contestualizzata della conosciuta "legge di Gresham" che afferma: "La moneta cattiva scaccia quella buona".

La relazione tra acquirente e venditore nell'esempio esplicativo di Akerlof è completamente adattabile al rapporto tra imprenditori e finanziatori. Le startup, volontariamente o per incompetenza del management, non esternano tutte le informazioni utili ai possessori di capitale e si espongono alle conseguenze dell'asimmetria informativa, come l'underpricing. La controparte, spesso consapevole di questo svantaggio informativo, si sottopone a due rischi legati a questa situazione, la selezione avversa (Adverse Selection) e azzardo morale (Moral Hazard).

Il problema di "**Adverse Selection**" si concretizza quando, in relazione ad una contrattazione o ad uno scambio di beni o servizi, una delle parti ha informazioni aggiuntive rispetto alla controparte. Questa situazione porta le startup, in questo caso il soggetto in possesso di più informazioni utili, ad avere una posizione dominante e di vantaggio competitivo all'interno delle trattative con i finanziatori. La selezione avversa è un fenomeno ex-ante, in quanto questa dinamica si verifica prima della transazione tra le parti coinvolte.

Il “**Moral Hazard**”, pur essendo causato anch’esso dell’asimmetria informativa, è inerente ad una sola parte coinvolta, a differenza del problema di selezione avversa, che in questo caso sono i portatori di capitale di rischio. In generale, il possesso di poche informazioni, o di scarso valore, porta gli investitori ad attuare comportamenti più rischiosi comparati a quelli che avrebbero avuto se fossero a conoscenza di informazioni aggiuntive.

Come analizzato dettagliatamente in un capitolo successivo, queste inefficienze causate dall’asimmetria informativa nel rapporto tra startup e finanziatori e, nel dettaglio, tra le strategie di finanziamento e il mercato, sono parzialmente ridotte da investitori professionali come i venture capital (**Hellmann&Puri, 2000**).

4.2 AGENCY THEORY

Le principali teorie economiche, in particolare gli studi di corporate governance e sulla finanza aziendale, sono state approfondite e oggetto di critica nel 1976 da **Michal C. Jensen e William Meckling**. I due accademici americani ampliano e influenzano le teorie di uno dei paradigmi più rilevanti e influenti dell’Entrepreneurial Finance e di tutta l’economia in generale: la **Teoria dell’Agenzia**. Questo modello si concentra sulla relazione tra due parti che, pur perseguendo in generale gli stessi obiettivi, generano inefficienze e producono risultati sub-ottimali a causa di costi di agenzia, asimmetrie informative e inefficienza nell’impostazione degli incentivi tra le parti. Questi fenomeni sono descritti successivamente all’interno di questo paragrafo. In fase preliminare all’analisi è necessario introdurre approfonditamente i due soggetti nella relazione: il principale e l’agente.

Il problema principale-agente si verifica quando una parte, l’agente, è stato incaricato dalla controparte, il principale, a intraprendere azioni per suo conto in cambio di una remunerazione o benefici, delegandogli anche una certa autorità decisionale. Agente e principale sono avverso e neutrale al rischio, rispettivamente. Questo implica che, se entrambi massimizzassero la loro utilità, l’agente non agirebbe con il massimo sforzo nell’interesse della sua controparte.

Le caratteristiche della relazione di agenzia sono contestualizzabili al rapporto tra il management della startup e i suoi investitori, classificati rispettivamente come agente e principale. Chi immette del capitale di rischio nelle società altamente innovative è costretto a delegare al management tutti gli aspetti operativi e cercare di incentivare l'allineamento con i loro interessi di ritorno dell'investimento e di elevata profittabilità dell'impresa. Tuttavia, per i finanziatori è impossibile gestire il controllo e il monitoraggio delle attività svolte dalla startup senza sostenere dei costi che, in letteratura, sono definiti "Costi di agenzia" (**Jensen&Meckling, 1976**). Esse sono definite come le perdite economiche e le spese sostenute tra le parti con l'obiettivo di mitigare gli effetti delle inefficienze di mercato e dell'asimmetria informativa, e comprendono:

- **Monitoring Expenditures:** sono le risorse economiche impiegati dagli investitori per osservare e valutare periodicamente lo stato di avanzamento del modello di business e delle attività svolte dalla startup. Queste includono l'implementazione di sistemi di controllo, la raccolta di informazione e un piano di incentivazione della società per impedire loro eventuali comportamenti opportunistici e allinearsi con gli interessi degli investitori.
- **Bonding Expenditures:** sono costi completamente sostenuti dall'agente (la startup) per offrire delle garanzie ai loro finanziatori, come l'inserimento di clausole risarcitorie nel loro rapporto in caso di comportamenti opportunistici o la rinuncia di parte della propria autonomia decisionale per dare più potere alla controparte.
- **Residual Loss:** rappresenta la diminuzione del valore della startup causata dalla divergenza di interessi tra i due stakeholder, al netto della parziale compensazione delle due voci di costo precedenti.

Di conseguenza, in questo contesto altamente influenzato dai modelli di agenzia e asimmetrie informative, l'efficacia nel rapporto tra i portatori di capitale e le startup dipende strettamente dalla capacità di progettare ex-ante l'investimento dei meccanismi contrattuali e dall'impegno ex-post di monitorare e influenzare le scelte e l'operatività della controparte, con il solo obiettivo di minimizzare questi costi e di rendere proficuo per entrambi gli stakeholder il mantenimento di questi rapporti nel medio-lungo termine.

4.3 CORPORATE GOVERNANCE COME STRUMENTO PER RIDURRE I COSTI DI AGENZIA

La corporate governance è descrivibile come la complessa interdipendenza tra regole, dinamiche, pratiche e relazioni tramite le quali una “firm” è gestita e controllata. Di conseguenza, essa rappresenta il quadro istituzionale che influenza il funzionamento societario (**Zingales, 1997**). Questa definizione si ispira alle visioni degli anni, come quelle di **Oliver Hart (1995)** che definisce il governo societario come il “complesso insieme di vincoli che modellano la negoziazione ex post sulle quasi-rendite generata da un’impresa”.

La corporate governance è uno strumento organizzativo e di gestione della società usata anche per compensare i costi di agenzia generati dalla Agency Theory tra finanziatori e startup e tra i vari owners dell’impresa. Tali costi derivano, come visto, dalla difficoltà di allineare gli interessi, il coordinamento e il monitoraggio tra owners-managers ed investitori che non sono internamente operativi per il modello di business (**Colombo et. al, 2013**). Lo studio si concentra sui **costi di agenzia verticali**, ovvero quei costi derivanti dal rapporto “principale-principale” che si stabilisce tra “owners-manager” e “non-manager individual shareholders”, ovvero un fornitore di capitale che riceve quota societarie ma non gestisce le attività dell’impresa. Quest’ultimi, per la startup, apportano due effetti contrastanti. Il primo altamente positivo dovuto al capitale aggiunto apportato ai bilanci societari. Il secondo, negativo, è la generazione dei costi di agenzia verticali dovuti al rapporto con i manager interni.

Uno dei cambiamenti nella struttura di governance è quella di aprire la compagine manageriale e il board anche a membri indipendenti e competenti sul settore di riferimento. Questa figura può fungere da gestore neutrale, favorendo l’allineamento degli interessi tra i due principali stakeholders. Inoltre, gli investitori professionisti (venture capital o business angels), oltre a importare capitale per la società offrono spesso anche attività di consulenza per la startup. Inserire anche loro rappresentanti all’interno del CdA è uno strumento di allineamento di interessi molto efficace. Facilita il monitoring e abbate tutti i costi ad esso associati se fosse fatto dall’esterno.

Gli autori individuano anche la possibilità di gestire i conflitti ex-ante, inserendo clausole e meccanismi di incentivazione nel contratto di finanziamento. Uno studio adeguato delle dinamiche societarie e l'esperienza degli investitori sono cruciali nel prevedere e definire la maggior parte delle situazioni di inefficienze descritte in questo capitolo.

Lo studio è stato effettuato su un dataset di 255 realtà imprenditoriali high-tech e innovative tra il 1994 e il 2003 in Italia. Risultato in linea con le previsioni dell'analisi è la correlazione positiva tra il numero owner-managers e le performance societarie. Questo è dovuto all'ampliamento delle risorse e delle competenze all'interno della startup, connesse ad un allineamento degli interessi tra attori insiders simili e con conseguente diminuzione dei costi di agenzia associati. Inoltre, per le startup analizzate in quegli anni, in numero di owner esterni (outsiders) non impatta significativamente sulle metriche di performance, in quanto i relativi costi di agenzia sono compensati dai benefici legati al capitale da loro immesso. Lo studio è rappresentativo delle dinamiche delle startup ma non completamente esplicativo. Tuttavia, per mancanza di dati non è tenuto conto delle quote possedute da ciascun owner (insider e outsider) e del corrispettivo peso all'interno delle dinamiche societarie.

5. PROSPETTIVA DEGLI INVESTITORI NEL RAPPORTO CON LE STARTUP: VENTURE CAPITAL

Le dinamiche imprenditoriali analizzate nel contesto dell'entrepreneurial finance sono influenzate non solo dalle scelte dei portatori di capitali, ma anche dalle valutazioni e comportamenti del management delle società innovative. Non è corretto considerare le startup come figure passive e non opportunistiche nel rapporto con i suoi investitori. Le inefficienze, come sottolineato nel paragrafo sull'Agency Theory, sono causate e imputabili ad entrambi gli attori di questo rapporto. Considerato ciò, per completare l'analisi su questi fenomeni finanziari è strettamente necessario valutare tale rapporto anche dalla prospettiva degli investitori. Per il management delle startup è necessario conoscere il metodo di lavoro e le strutture della loro principale fonte di capitale, per sfruttarne le dinamiche e gestire i rapporti con questi finanziatori.

Non si include in questa analisi il punto di vista di finanziatori istituzionali o bancari, in quanto essi sono esposti ad una rischiosità inferiore rispetto alle altre tipologie di investitori analizzati e sono poco utilizzate da parte delle startup. Per completezza di analisi e considerando l'elevato utilizzo per le nuove realtà imprenditoriali innovative nelle fasi cruciali del loro sviluppo, si presenta in questo capitolo il punto di vista dei venture capital. Sono analizzate sia gli aspetti orizzontali e comuni ad ogni investitore, sia le caratteristiche specifiche che caratterizzano il loro rapporto con le startup che finanziano.

5.1 INTRODUZIONE AI VENTURE CAPITAL E AL CICLO DI INVESTIMENTO

Il settore legato ai venture capital è stato un fenomeno prettamente americano nei suoi primi decenni di vita. La sua evoluzione è stata studiata e approfondita da **Paul Gompers (2007)** introducendo il settore tecnologico come primo segmento di interesse. La letteratura scientifica sostiene che il settore dei venture capital è influenzato da sviluppi ciclici. In particolare, negli USA è stata svolta un'analisi empirica che tiene in considerazione la variazione percentuale della dimensione di questi fondi di investimento e il

capitale movimentato. Questo lavoro è stato presentato da **Roland Fuss e Andrea Alexandra Nowak (2006)**. Soprattutto negli anni di maggiore sviluppo per i venture capital, gli autori hanno svolto un lavoro di raccolta dati tra il 1980 e il 2004, riscontrando gli andamenti e confermando le precedenti considerazioni, come mostrato in *Figura 11*:

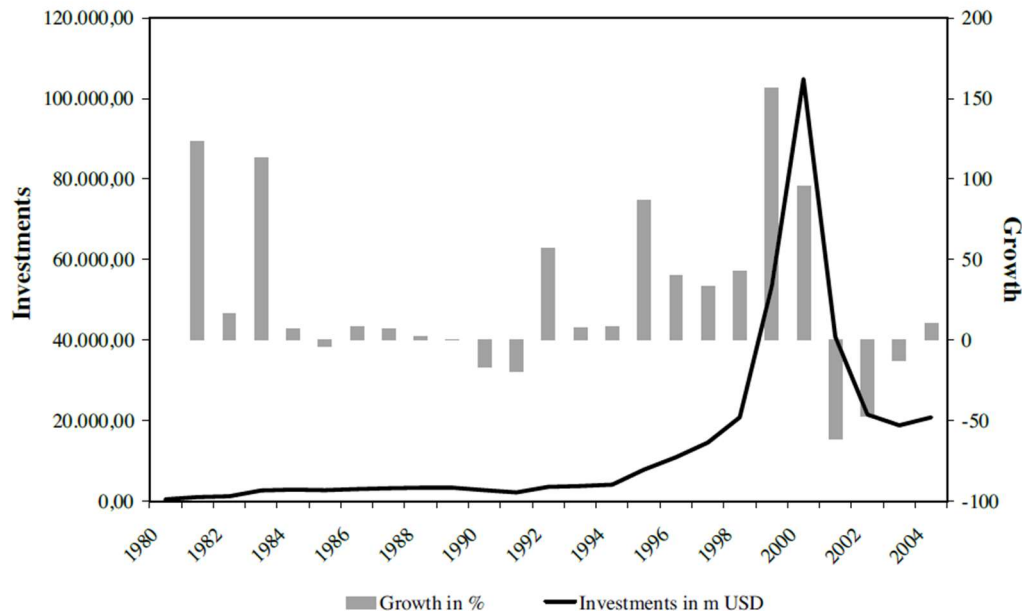


Figura 11 - Investimenti da Venture Capital tra il 1980 e il 2004

Grafico tratto da: Venture Capital Cycles: Empirical Evidence from the USA

Le fasi del processo di investimento di un Venture Capital o di una Joint Venture per una startup si basano su una partecipazione in un intervallo temporale limitato, con step iterativi che si concludono, nell'ipotesi migliore per gli investitori e per la società stessa, in un ingresso nei mercati pubblici con un'IPO e conseguenti ritorni sul capitale investito. Secondo **Gompers e Lerner (1998)**, come analizzato successivamente, il "Ciclo del Venture Capital" inizia con la raccolta fondi e, successivamente alle fasi di screening e investimento nelle startup individuate come potenzialmente profittevoli e inserite nel proprio portafoglio di investimento, si prosegue con il monitoraggio e le attività consulenziali per creare valore per l'impresa finanziata. In seguito all'uscita del fondo di investimento, il ciclo è ripetuto iterativamente per altre idee di business e startup. Questa metodologia di lavoro iterativa e ciclica è pienamente rispecchiata e parzialmente correlata con gli andamenti riscontrati in questo contributo. Report recenti, anche a distanza di vent'anni dal termine di questo studio, dimostrano l'esistenza di

questi trend. Inoltre, la grande dinamicità del mercato moderno e la conseguente necessità di completare queste operazioni velocemente hanno reso questi fenomeni ciclici visivamente distinguibili non solo con una granularità annuale ma anche mensile. Le analisi pubblicate da “*Trustventure*” (2025) rappresentano l’andamento della quantità di round di finanziamento portati a termine tra gennaio 2024 e gennaio 2025 in Europa, come riportato in *Figura 12*:

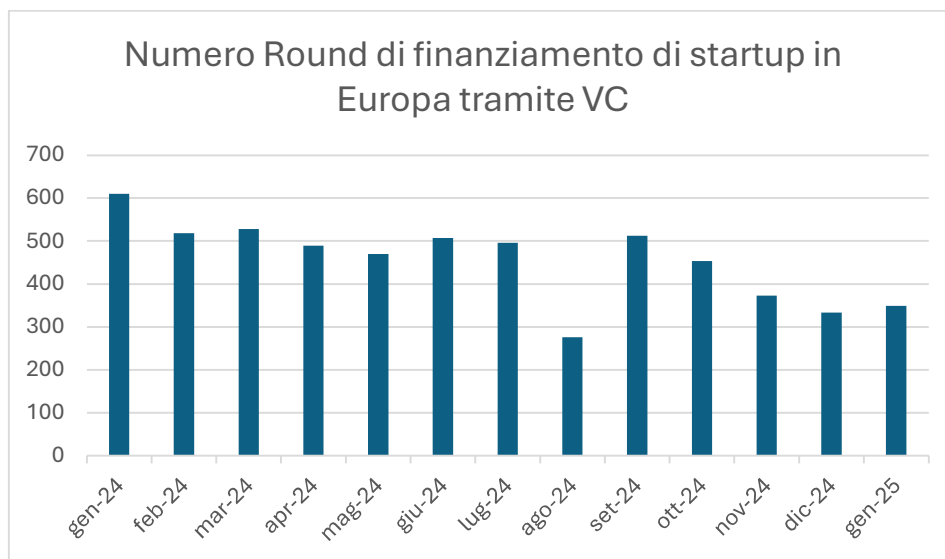


Figura 12 - Numero Round di finanziamento in Europa con capitali di rischio
Fonte: trustventure

Analizzando il volume totale di capitale investito e considerando l’alta correlazione con il numero di round, è possibile applicare le stesse considerazioni per quest’ultimi dati (*Figura 13*):

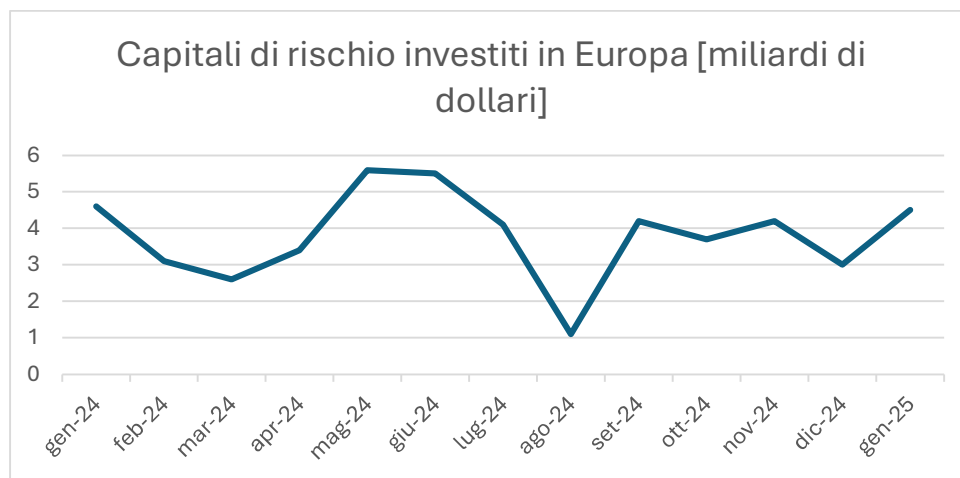


Figura 13 - Capitali di rischio investiti in Europa
Fonte: Trustventure

Come evidenziato da **Da Rin, Hellmann e Puri (2013)** il settore è in continua crescita da, ormai, oltre 40 anni. Considerando il solo mercato americano, si è chiuso il 1980 con 610 milioni di dollari investiti, passando ai 2.3 miliardi del 1990 e stabilizzandosi a 30 miliardi di dollari nel 2010. Si esclude da questa considerazione il picco di oltre 100 miliardi verificatosi durante la bolla delle dot.com. Il tasso di crescita è notevolmente aumentato nell'ultimo decennio, superando per la prima volta il picco anomalo registrato nei primi anni 2000 e chiudendo, secondo la stima pubblicata nel report **PitchBook-NVCA Venture Monitor (2019)**, il 2018 con 130.9 miliardi di dollari. Nello stesso mercato, a conclusione del 2024 (*Figura 14*), nonostante un mercato globale in leggera deflessione, gli Stati Uniti chiudono il secondo semestre con un totale investito nell'anno di 221.7 miliardi di dollari (**Report KPMG, 2024**).

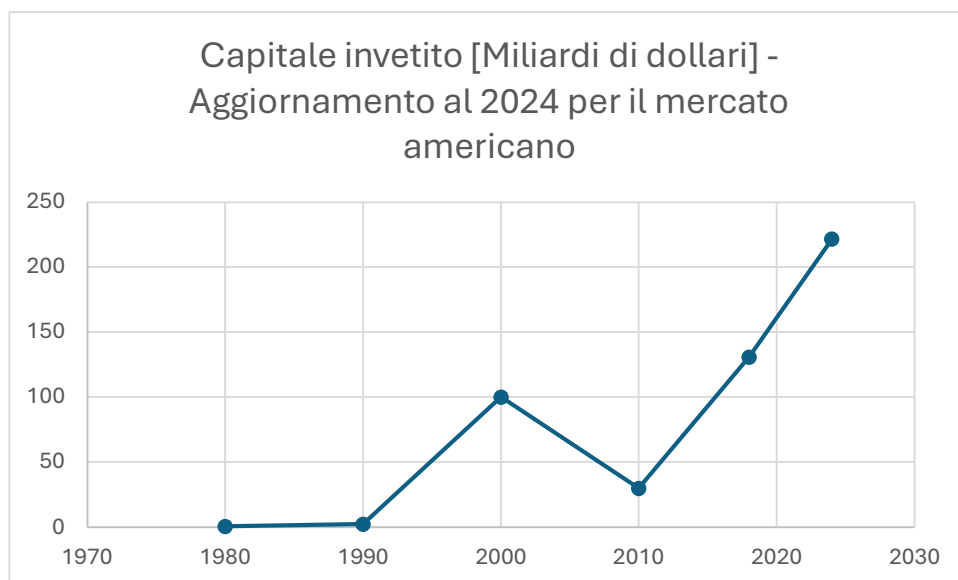


Figura 14 - Capitale investito [Miliardi di dollari] - Aggiornamento al 2024 per il mercato americano

Fonte dati: Report KPMG

Si noti che, come sottolineato più volte, le strategie di finanziamento e investimento non possono essere decontestualizzate dal contesto sociale e politico. Il raggiungimento di un equilibrio stabile potrebbe essere rallentato in quanto i vari fondi di private equity si stanno adattando alle dinamiche moderne non considerando solo i possibili ritorni finanziari ma adottando anche le pratiche ESG (Environmental, Social and Governance), ovvero guardando con occhio critico anche gli aspetti sociali, l'impatto ambientale e gli interessi di governance delle realtà analizzate prima del loro potenziale

ingresso nel portafoglio di investimento. Il processo di adattamento dei venture capital e delle joint venture a queste dinamiche influenzerà il raggiungimento di un equilibrio stabile tra questa forma di finanziamento e il mercato.

5.2 STAGING E GOVERNANCE ORIENTATA AL RISCHIO PER LE STARTUP

Passando alle fasi successive al primo round di investimento, il contributo di **Gompers (1995)** evidenzia come il meccanismo di controllo maggiormente efficiente e semplice da adottare per i venture capitalist sulle startup è lo “**Staging**”. Questa strategia si basa sul frazionamento delle infusioni di capitale, ovvero l'immissione graduale di liquidità alle startup per permettere un controllo più accurato nel tempo senza concedere troppo potere e fondi al management. L'infusione a fasi del capitale mantiene il “guinzaglio stretto” alle startup, riducendo esponenzialmente il rischio di opportunismo e gli incentivi a perseguire strategie che non massimizzano il valore dei finanziatori. Maggiore è la frequenza dei round di finanziamento, maggiori saranno le fasi di consuntivazione e monitoraggio dei progressi, mantenendo anche la possibilità da parte dei venture capital di abbandonare il progetto al termine di qualsiasi round qualora non si raggiungano risultati accettabili o si individuino comportamenti scorretti della controparte. Nondimeno, questa strategia è caratterizzata da non irrilevanti costi relativi a spese legali, contrattuali e costi opportunità. Per questo motivo, generalmente, è implementata in fasi discrete, ovvero in tranches prestabilite e delineate da scadenza, milestone nel tempo o raggiungimento di risultati prestabiliti. Consci che il round successivo è strettamente correlato dai risultati, i fondatori sono incentivati a raggiungere gli obiettivi stabiliti.

Gli studi fino a questo momento introdotti analizzano la relazione tra i venture capital e le startup vedendo questi investitori come figure professionali attivi nel monitoring delle aziende in cui immettono il capitale per mitigare gli effetti di moral hazard e adverse selection. Questa visione è stata totalmente stravolta negli ultimi anni con la diffusione della teoria di “**governance orientata al rischio**”, che studia la tendenza recente da parte dei venture capital di limitare il ruolo di monitoring per incoraggiare le

startup ad intraprendere con convinzione strategie ad alto rischio, cambia nettamente la visione tradizionale. Questo cambiamento è probabilmente dovuto ad una maggiore competitività nei mercati innovativi e digitali, la quale richiede un approccio più risk-oriented per trovare soluzioni ed implementare un modello di business in grado di differenziarsi rispetto agli altri competitors (**Broughman, Wansley, 2023**). Con questo nuovo approccio, gli investitori cercano di aumentare le loro probabilità di ottenere ritorni elevati attraverso le “home run”¹¹, cambiando notevolmente la loro propensione al rischio. Secondo questa nuova visione, i ruoli in relazione al rischio tra fondatori ed investitori si invertono. I primi concentrano le loro disponibilità finanziarie in un unico progetto e, di conseguenza, tendono ad essere più prudenti. Gli investitori, invece, possono diversificare il portafoglio per diminuire l’impatto del rischio e quindi incentivare le singole startup presenti nel massimizzarlo. Per ridurre questa discrepanza di intenti e di propensione alla volatilità dell’impresa, i finanziatori adottano una politica di governance più permissiva, definita “**founder-friendly**”, con la quale attraverso accordi espliciti offrono protezione finanziaria e reputazionale ai fondatori, con “atterraggi morbidi” in caso di fallimento e altri benefici privati. A loro volta, le startup adottano **politiche di sviluppo più orientate al rischio** come le espansioni in perdita, il blitzscaling, la “regulatory entrepreneurship” o le pratiche predatorie.

L’**espansione in perdita** è una politica che consiste nell’investire ingenti capitali nella crescita per aumentare le dimensioni e conquistare vantaggi competitivi, anche quando l’azienda non è abbastanza redditizia per supportare questa strategia. Essa è adottabile solo nel breve periodo e deve essere supportata da investitori consapevoli e con capitali adeguati.

Il **blitzscaling** è una strategia di rapida crescita attraverso la quale le startup lanciano prodotti o servizi, anche incompleti, con il solo obiettivo di battere la concorrenza con la velocità e conquistare posizione di mercato, non curandosi di inefficienze, rischi e costi.

La “**Regulatory Entrepreneurship**” è una politica che consiste nel lanciare sul mercato un prodotto o servizio che non rispetta pienamente la regolamentazione e le leggi del mercato o del Paese. Il rischio di lanciare il

¹¹ Metafora sportiva che mira a descrivere un investimento o una startup di grande successo e che genera ritorni finanziari elevati per gli investitori.

proprio business anche in contesti legali ambigui o nel quale esso è addirittura proibito, ha il solo scopo di ottenere un vantaggio competitivo tale da essere altamente redditizio per compensare eventuali perdite e costi di contenziosi legali.

Infine, le **pratiche predatorie** sono strategie basate sulla famosa legge di Bertrand¹², che consiste nel fissare prezzi bassi o addirittura sotto il costo marginale del prodotto, per eliminare concorrenti dal mercato acquisendo la loro quota di mercato. Una volta ottenuta una posizione di “quasi monopolio” o comunque dominante, la startup può aumentare nuovamente i prezzi in modo da compensare le iniziali perdite.

I comportamenti degli investitori negli ultimi anni sono in controtendenza rispetto a quelli previsti nel caso in cui fossero classificati solo come operatori di “monitoring e consulting”. Questo nuovo punto di vista si adatta meglio alle strategie adottate soprattutto dai venture capital. Tuttavia, il sistema legale e gli enti regolatori non risultano ancora pronti per controllare questi fenomeni e subentrano le problematiche relative al diritto societario, come la protezione dei piccoli investitori e dei dipendenti delle startup, i quali non sono inclusi in questi patti interni tra gli investitori principali e i fondatori.

5.3 VALORE DEL NETWORK E DELLA PRESENZA DI UN RAPPRESENTANTE NEL CDA

Le giovani startup in una prima fase embrionale, spesso anche solo un'idea di business dei fondatori, sono i principali utilizzatori dei fondi derivanti dall'attività dei venture capital. In molti casi, questa fonte di capitale di rischio è l'unica realmente in grado di supportare le attività aziendali per molte realtà imprenditoriali. Le startup sono soggette ad un forte razionamento e ridimensionamento del capitale che ne rallentano la crescita e limitano le reali potenzialità. Per superare questi ostacoli, un ruolo fondamentale è svolto dal team di esperti e decisori delle società di

¹² Abbassare il prezzo rispetto ai competitors di un infinitesimo per prodotti omogenei o simili, ti permette di acquisire l'intero mercato e compensare la diminuzione del prezzo ai livelli dei costi marginali con le economie di scala.

investimento che, con un approfondito processo di valutazione, controllo e monitoraggio continuo permettono di ridurre la rischiosità associata e la conseguente possibilità di aumentare la liquidità offerta alle startup.

Tuttavia, soprattutto nei settori high tech, le asimmetrie informative e i problemi di agenzia sono patologie difficilmente alleviabili nei rapporti tra finanziati e finanziatori. **Jensen e Meckling (1976)** dimostrano che il ruolo di “principale” e “agente” è attribuibile sia agli imprenditori, sia ai capitalisti. I problemi di asimmetria informativa rendono l’analisi di queste dinamiche particolarmente articolata in quanto consentono un comportamento opportunistico anche da parte del management delle startup ex-post il finanziamento. Non sostenendo l’intero costo del capitale, quando il manager raccoglie fondi esterni è incentivato a adottare strategie atte ad estrarre maggiori benefici privati dalle proprie strategie di business rispetto ai benefici pubblici di azienda e investitori. I fornitori di capitale di rischio conoscono la natura opportunistica della controparte e l’impossibilità o onerosità di politiche di controllo efficaci. Per questo motivo spesso richiedono un tasso di rendimento più elevato rispetto ai tassi generabili da fonti interne.

I venture capitalist offrono un servizio di screening e successivo monitoraggio per alleviare, almeno parzialmente, i problemi precedentemente descritti e ridurre i vincoli di capitale. Essi valutano i potenziali conflitti di interesse e relativi costi di agenzia ex-ante l’investimento. Molti progetti, anche potenzialmente di successo, sono spesso rifiutati se connaturati da forti asimmetrie informative e rischi opportunistici da parte degli imprenditori. All’aumentare della possibilità di comportamenti opportunistici, la durata del finanziamento diminuisce e la frequenza del monitoraggio aumenta. Il valore della supervisione è maggiore per queste imprese, di conseguenza i costi principali sono orientati nella stesura di contratti efficienti e nel monitoring.

Di notevole rilevanza è anche la natura stessa degli asset prodotti dalla startup. Essi hanno un impatto oneroso sui costi di agenzia attesi nel caso di asset intangibili (come brevetti, capitale umano e idee). Con l’evoluzione della società stessa, in molti casi, si ha una trasformazione da asset intangibili a tangibili e, in questo caso, i venture capital potrebbero ritornare dal loro investimento e avere comunque maggiori garanzie di liquidazione in caso di

fallimento. Per questo motivo, le realtà imprenditoriali ad alti livelli di ricerca e sviluppo sono caratterizzate da round di investimenti di breve durata e monitoring più aggressivo, per limitare la crescita esponenziale dei costi di agenzia associati a possibili comportamenti opportunistici da parte dei detentori delle informazioni e della conoscenza, che sono il vero valore del business in quel momento. Queste previsioni teoriche sono state dimostrate empiricamente da **Paul A. Gompers (1995)**. Usando un campione casuale di 794 società che sono state capitalizzate tramite venture capital, l'autore ha confermato i comportamenti e le strategie degli attori promosse dall' Agency Theory.

Argomento correlato con il lavoro di Lerner è la pubblicazione dello studio di **Yael V. Hochberg, Alexander Ljungqvist and Yang Lu (2007)**. L'articolo sottolinea l'importanza del network e come questo influenza positivamente le possibilità di un IPO di successo per le startup finanziate da venture capital. La ricerca è particolarmente affidabile in quanto si basa su uno studio reale su un campione completo di venture capital americani nell'arco di 23 anni, tra il 1980 e il 2003. Gli autori dimostrano che non sono importanti solo le quantità di relazioni con altri professionisti, ma anche la qualità delle singole interazioni e le capacità degli attori del network. Questi offrono: (1) informazioni privilegiate derivanti dalle connessioni con altri fondi che già conoscono la startup in analisi o sono in possesso di informazioni non ancora pubbliche; (2) deal flow ad alta qualità, ovvero contatti affidabili che possono segnalare opportunità profittevoli in anticipo rispetto ai competitors; (3) elevate expertise, con la condivisione di competenze ed esperienze tra professionisti del network; (4) accesso a pool di capitali ampi con conseguente accesso ad investimenti non sostenibili se valutati singolarmente. Gli studi empirici dimostrano che un elevato valore di centralità e presenza dei venture capital nel mercato e il network con altri investitori o aziende simili ha effetti indiretti positivi anche nei confronti delle startup presenti nel portafoglio. Le startup finanziate da fondi con alto indice di centralità (caratteristico di venture capital esperti) sono soggette a una maggiore probabilità di successo (misurata dalla quota di aziende che raggiungono un IPO o un'acquisizione) rispetto alle società simili ma finanziate da fondi con indici inferiori. Questo fenomeno è sicuramente influenzato dalle caratteristiche relazionali tra investitori e startup descritte nei capitoli precedenti, ovvero la possibilità di avere una componente di

esperienza e consulentistica apportata da venture capitalist molto verticali nel settore di interesse e con forti competenze inerenti al progetto finanziato.

Per questo motivo, molti venture capital hanno una loro rappresentanza all'interno del Consiglio di amministrazione di società da loro finanziate. **Josh Lerner** (1995) esamina l'importanza di questo ruolo di controllo e consulenziale. La presenza di rappresentanti dei fornitori di capitale all'interno degli organi istituzionali e decisionali delle startup è direttamente proporzionale alla necessità di controllo e supervisione. Un aspetto rilevante è che, la rappresentanza dei venture capital ha maggior peso nei casi in cui il rischio di deviazioni dalla massimizzazione del valore (funzione obiettivo degli azionisti) è più probabile. L'autore definisce i venture capital come “**intensive oversight**”, ovvero fornitori di supervisione intensiva, per le realtà presenti nel loro portafoglio di investimento. Si evidenziano in particolare due momenti nei quali la presenza di una rappresentanza ha un impatto maggiore: (1) durante le fasi di CEO Turnover, nel quale il cambio di figure apicali dell'organico manageriale causa un aumento esponenziale della probabilità di crisi organizzative e rischi di opportunismo; (2) quando la vicinanza geografica non è un ostacolo per le visite di supervisori all'interno della società, in quanto i costi di verifica e monitoring sono notevolmente inferiori. Anche se lo studio è stato effettuato su un campione relativamente piccolo (271) e tra il 1978 e il 1989, si ritiene che le conclusioni del modello siano ancora applicabili nei contesti sociali moderni. Lerner ha supportato queste teorie con delle analisi statistiche effettuate nei momenti in cui il cambio di CEO successivo ad un round di finanziamento comportava una modifica della struttura organica del Cda. È stato utilizzato un modello di regressione di Poisson per sfruttare l'adattabilità di questo metodo per variabili strettamente dipendenti con valori interi e discreti. In *Tabella 4* sono riportati i risultati di due esperimenti distinti effettuati da Lerner. Nel primo è definita come variabili in esame il numero di nuovi membri del Cda della società che sono anche venture capital; nel secondo, la variabile è rappresentata dal numero di nuovi membri del CdA che sono outsiders, ovvero altri tipi di investitori non venture capitalist. Le variabili correlate analizzate sono: (1) la differenza tra dollari investiti rispetto al round precedente, espressa in milioni di dollari, (2) il numero di membri del consiglio esclusi rispetto alla composizione pre-round e (3) una variabile dummy che identifica se è avvenuta una sostituzione del

CEO (=1) o meno (=0). Il valore della statistica t per ogni variabile è riportato tra parentesi.

	Venture Capitalist	Altri investitori outsiders
CEO turnover	1.88 [8.86]	-0.04 [0.13]
\$ investiti nel round	0.02 [0.89]	-0.06 [2.28]
Numero di direttori eliminati nel round	0.15 [2.06]	0.19 [1.41]
Costante	-1.43 [8.94]	-1.13 [8.00]
Log likelihood	-175.29	-157.20
Statistica chi-quadro	112.50	7.56
p-value	0.000	0.056
Test chi-quadro dell'ipotesi nulla che i coefficienti del CEO turnover siano entrambi uguali		p-value=0.000

Tabella 4 - Studio statistico di Lerner in "Venture Capitalist and the Oversight of Private Firms"

L'analisi comparata tra questi due esperimenti evidenzia come la sostituzione del CEO sia un predittore da considerare (t-value=8.86) e impattante (coefficiente=1.88) della presenza di membri dei venture capital all'interno del Cda rispetto quelli confrontati. Questo risultato è in netta controtendenza con altre tipologie di investitori esterni, con un contributo negativo e con un basso t-value; quindi, non ci sono evidenze empiriche per affermare che la differenza riscontrata sia statisticamente da considerare. Inoltre, un p-value uguale a 0.000, nettamente inferiore per qualsiasi livello di significatività genericamente richiesto, permette di rifiutare con estrema confidenza l'ipotesi nulla che il CEO Turnover non sia rilevante ai fini di giustificare l'aumento di rappresentati venture capitalist all'interno del Cda. Identico ragionamento, ma con conclusioni opposte, è effettuato per gli outsiders. Un p-value superiore ai valori standard di significatività (1% o 5%) non permettono di rifiutare la medesima ipotesi nulla. L'effetto della variabile dummy tra le due situazioni è stato eseguito con un test chi-quadro le due regressioni. Tale test ha prodotto un p-value=0.000 che consente di rifiutare l'ipotesi nulla che il contributo di tale variabile sia uguale in entrambe le casistiche. La differenza tra questi due indicatori è

statisticamente robusta ed indica un approccio opposto tra gli stakeholders finanziari nella situazione analizzata.

Questi risultati evidenziano un comportamento diverso tra i venture capital e gli altri investitori nella gestione delle startup in cui investono. Lo strumento del CEO Turnover è usato dai VC come metodo di controllo e gestione della società in portafoglio. Viceversa, gli investitori esterni, come investitori istituzionali o pubblici, non attuano strategie simili e non dimostrano un coinvolgimento paragonabile a quello dei venture capital nella gestione della società.

5.4 RUOLO DEI VENTURE CAPITAL NELLE STRATEGIE DI INNOVAZIONE

La letteratura scientifica ha documentato, come ampiamente sottolineato in questo capitolo, il ruolo attivo dei venture capital nelle startup presenti nel portafoglio di investimento. Il primo contributo in relazione alla presenza di questi investitori e come influiscano sull'adozione di strategie innovative e la propensione a adottare modelli di business orientati al progresso è stato sviluppato da **Da Rin e Penas (2007)**. Lo studio prende in considerazione un campione di 7800 società innovative e startup, studiando le performance tra quelle appoggiate da venture capital e quelle che utilizzano altri metodi di raccolta del capitale. Per questo motivo, il punto centrale della trattazione è la capacità di assorbimento delle startup stesse, ovvero la propensione societaria a sfruttare, oltre al capitale, anche le capacità e le conoscenze esterne date dalle attività di consulenza del venture capitalist. Gli autori sottolineano come la presenza e il ruolo attivo di questa tipologia di investitori possa favorire: (1) il rafforzamento delle strategie di marketing, (2) accelerazione della commercializzazione e del network di prodotti e servizi e (3) l'adozione di pratiche manageriali e societarie più evolute ed efficienti.

Per formare la propria capacità di assorbimento (**Cohen&Levinthal, 1990**), le startup possono attuare due strategie differenti. La prima è quella del “make”, ossia svilupparla internamente con attività di ricerca e sviluppo e consolidare le capacità tecniche e societarie del proprio gruppo di lavoro. Viceversa, la seconda strategia è quella del “buy”, che consiste

nell'esternalizzare la knowledge e alcune skills aziendali, pagando consulenti o società terze per supportare il proprio business. Tuttavia, l'adozione isolata di una delle strategie non è consigliata e sostenibile. Internalizzare completamente queste fasi richiede costi e tempi di apprendimento non sempre disponibili per le startup ed esternalizzarle richiederebbe la collaborazione con attori esterni e la totale dipendenza da essi. Per questo motivo, è stato riscontrato che i migliori risultati sono stati ottenuti seguendo un approccio "make-and-buy" (Cassiman&Veugelers, 2006), integrando entrambi gli approcci per avere una base solida sulle capacità settoriali e di business, ma velocizzando lo sviluppo comprando solo competenze e tecnologie specifiche altamente verticali o costose da un punto di vista del tempo di apprendimento e dei costi.

I venture capital agiscono proprio nella promozione nell'adozione di questo approccio ibrido. I finanziamenti in VC consentono alle startup di sviluppare il settore di Ricerca&Sviluppo, consentendo alle stesse di creare una solida base di conoscenza tecnico-scientifica. Parallelamente, queste società di investimento utilizzano la loro esperienza e il loro network nel settore per favorire l'interrelazione tra professionisti simili e l'acquisizione di know-how come, ad esempio, collaborazioni con centri di ricerca e università o l'acquisto di brevetti. Infine, la collaborazione e la presenza di referenti dei venture capital all'interno del board della startup permettono a quest'ultima di raggiungere un equilibrio societario e supportando la definizione delle strategie di business a medio e lungo termine. Questa triplice funzione è la sostanziale distinzione tra investitori professionisti in capitali di rischio e altre forme di finanziamento tradizionali, come i fondi pubblici e bancari. Quest'ultimi non offrono un servizio di supporto e mentoring, rendendo inadeguata la loro adozione per startup e società innovative, per le quali la raccolta di capitale è un fattore cruciale ma non sufficiente per raggiungere il successo.

In conclusione, si sottolinea che l'adozione di queste strategie non impattano solo da un punto di vista operativo ma sono in grado di minimizzare anche i costi di agenzia introdotti nei capitoli precedenti. La presenza dei venture capital nella quotidianità aziendale permette di facilitare il monitoraggio, la collaborazione e l'allineamento naturale degli interessi tra investitore e startup.

6. METODI DI VALUTAZIONE DI UNA STARUP E CAUSE DI FALLIMENTO

Per i possibili investitori ma anche per le startup stesse è fondamentale trovare delle metriche di valutazione adatte per monitorare attivamente lo stato di salute della società, prevedere derive verso il fallimento e cercare, se possibile, di evitarlo. In questo capitolo sono proposte le metodologie di valutazione di una società senza uno storico finanziario e che opera in contesti altamente innovativi e caratterizzati da profonde incertezze sul modello di business e sulla futura profittabilità. Inoltre, si analizzano le statistiche di fallimento delle startup in Europa e Italia per studiarne le cause e individuarne le tendenze.

6.1 STRATEGIE DI VALUTAZIONE E GESTIONE DELL'INVESTIMENTO

Calcolare i rendimenti finanziari e gli indici di performance per gli investitori è da sempre impegnativo, (**Da Rin et al., 2013**). Data la minima disponibilità di dati finanziari e di flussi di cassa delle startup, gli strumenti standard di corporate finance, come l'IRR, si sono rivelati inadeguati e, in molti casi, inapplicabili. Questo indice è molto sensibile al momento in cui si realizzano i guadagni. Se un investimento è molto redditizio, ma i ritorni si concretizzano dopo molto tempo, l'IRR potrebbe essere basso. Questo altera le valutazioni di un investimento di rischio che, per definizione, non genera ritorni immediati. Per questo motivo, sono stati implementati metodi alternativi da diverse figure professionali del settore (**Report “TalentGarden”, 2022**). Purtroppo, questi sono prettamente qualitativi e non affidabili come gli indici classici di corporate finance, ma riescono a considerare diverse dinamiche caratterizzanti il settore ma non prese in considerazione precedentemente.

Diverse sono le strategie di gestione e valutazione ex-post l'investimento da parte di investitori e venture capital a favore di startup innovative. È essenziale, comunque, uno studio preliminare e attento delle opportunità di business, vero impegno e scopo specifico dei venture capital e motivo per cui molti investitori si affidano al loro per la gestione del

proprio patrimonio. Alternativamente o in parallelo, se possibile, al calcolo delle metriche standard, è opportuno implementare diversi metodi qualitativi e quantitativi per supportare i decisori nelle fasi di scelta della composizione del portafoglio di investimento.

Il **metodo Berkus**, omonimo del famoso business angel Dave Berkus, prende in considerazione che i profitti delle startup nella loro fase iniziale di sviluppo spesso non corrispondono a quelli previsti. Per offrire uno strumento predittivo e soggettivo di valutazione agli imprenditori, Berkus imposta un modello utile solo nelle fasi iniziali dell'investimento in una startup e basato su una checklist composta da cinque diversi fattori di rischio: (1) Basic value, cioè il rischio intrinseco all'idea di business, (2) Technology, connesso alla tecnologia di riferimento, (3) Execution, l'incertezza legato alle capacità del management, (4) Market Risks, autoesplicativo e riferito al mercato e (5) Production and Consequent Sales per definire il rischio finanziario. Utile per stimare il valore della società in una fase di pre-revenue, nella sua formulazione standard attribuisce un valore massimo di 500.000 USD ad ogni categoria, raggiungendo una valutazione massima di 2.500.000 USD. Determinanti per le singole valutazioni sono i dati reperibili dal mercato fino a quel momento e le capacità dei propri valutatori. Trattandosi di elementi altamente soggettivi, la precisione delle valutazioni è altamente correlata con l'esperienza degli investitori e del loro entourage. Focalizzato sulla riduzione del rischio di scelta della composizione del portafoglio di investimento, ha come punto forte la sua semplicità e applicabilità anche in assenza di molti dati economici. Tuttavia risulta altamente soggettivo, generando stime non dimostrabili e non considerando il cash flow societario o altre metriche tradizionali.

Il **metodo Scorecard** è un ulteriore modello di valutazione delle startup, teorizzato da William (Bill) Payne. È un processo valutativo basato sulla comparazione tra società simili, operanti nello stesso settore e con un livello di maturazione simile. I fattori presi in considerazione sono sette ed espressi in *Tabella 3* con i rispettivi pesi rispetto al risultato finale:

Forza del team e del management	Fino al 30%
Dimensione del mercato di riferimento	Fino al 25%
Prodotto/Servizio e tecnologia impiegata	Fino al 15%
Partnership, marketing e canali di vendita	Fino al 10%
Contesto competitivo	Fino al 10%
Necessità di ulteriori investimenti	Fino al 5%
Altre variabili	Fino al 5%

Tabella 3 - Modellizzazione Metodo Scorecard

I range assegnati non sono fissi ed è possibile adattarli per ogni mercato di riferimento. Concettualmente è un metodo *benchmark based* che parte da una valutazione media di mercato per il settore corrispondente e applica un moltiplicatore correttivo per ognuno dei sette fattori. L'output di valutazione è ottenibile dal prodotto di questi due valori, generando il cosiddetto "*Adjusted Weighting*", ovvero una sua ponderazione corretta. Questo approccio genera un valore finale complessivo, ottenuto dalla sommatoria dei singoli valori ottenuti per ogni categoria.

Basato su metriche tradizionali come il ROI e L'Exit Value atteso, il **Metodo Venture Capital** è spesso utilizzato da finanziatori omonomi per la valutazione di un futuro investimento in una nascente impresa innovativa. Generalmente, i venture capital intervengono in round di finanziamenti avanzati, dando il tempo alle startup di generare uno storico finanziato relativamente stabile e completo. Per questo motivo possono adattare metodi più tradizionali anche per queste realtà. L'Exit value è calcolato con una stima basata, per esempio, sugli utili attesi in un orizzonte temporale compreso tra i 5 e 8 anni. Conseguentemente, il valore post-money¹³ della società è stimabile con il seguente rapporto:

$$post - money\ value = \frac{Exit\ Value\ (atteso)}{ROI\ atteso} \quad (1)$$

¹³ Post-Money Value: Valore monetario della startup conseguentemente all'immissione del capitale dai finanziatori.

In questa configurazione, il valore pre-money¹⁴ dell'investimento è ottenibile dalla sottrazione tra l'investimento iniziale I_0 e il post-money value precedentemente calcolato:

$$pre - money\ value = (post - money\ value) - I_0 \quad (2)$$

Si evidenzia che tale metodo è particolarmente selettivo in quanto rischia di escludere dalle valutazioni tutte le società che non riescono a garantire ritorni immediati ma che potrebbero essere comunque altamente profittevoli nel medio-lungo periodo. Per questo motivo, e come analizzato nella trattazione sul ciclo di vita delle startup, i venture capitalist entrano in round di finanziamento avanzati, nei quali vi è una possibilità maggiore di garanzie e possibili introiti nel breve periodo.

A differenza del Break-even Point per il quale vi sono diverse pubblicazioni scientifiche ed evidenze empiriche a sostegno della sua affidabilità, per gli altri metodi la letteratura accademica non è florida. Esperimenti e considerazione in merito non sono facilmente dimostrabili essendo basati su valutazioni soggettive ed interne alle società di investimento. Si è ritenuto utile introdurli brevemente nella seguente trattazione in quanto sviluppati da investitori professionisti di fama mondiale e, inoltre, citati in numerosi magazine e blog del settore.

6.2 ANALISI DEI FALLIMENTI DELLE STARTUP IN ITALIA: CAUSE E DATI

Le startup, soprattutto quelle ad alto fattore di innovazione, sono soggette ad elevati tassi di fallimento e ad un basso rapporto di successo anche in caso di sopravvivenza della società. Questo è dovuto alle strategie ad alto rischio e alle velocità di sviluppo richieste. Gli approcci tradizionali si basano sullo studio di dati finanziari per prevedere la probabilità di fallimento e individuarne le cause. Dagli anni '80, tuttavia, sono state introdotte altre tecniche per considerare anche caratteristiche qualitative ma altamente correlate al successo o insuccesso di una startup, come algoritmi decision tree o reti neurali.

¹⁴ Pre-Money Value: Valore monetario della startup precedentemente all'immissione del capitale dai finanziatori.

Diversi studi si concentrano solo sulle determinanti del successo ma stanno crescendo le analisi relative anche alle cause del fallimento. Gli analisti spesso utilizzano un approccio “top-down”, ricercando i fattori che hanno portato al successo da startup affermate. Viceversa, l’indisponibilità di dati in merito al fallimento delle startup impone di impostare gli studi sulle cause del fallimento con un approccio “bottom-up”, partendo da narrazione, interviste e analisi qualitative degli imprenditori e dei report di chiusura delle società.

Per analizzare le cause del fallimento è stato introdotto il metodo SHELL¹⁵ (**Hawkins, 1975**). Questo approccio di valutazione suggerisce che le motivazioni determinanti dell’insuccesso non siano mai da ricercare in un singolo fattore, ma nelle combinazioni e interrelazioni di un insieme di fattori anche, apparentemente, indipendenti. Queste interazioni possono essere classificate come “fallimenti attivi” se l’errore ha effetti immediati, o “fallimenti latenti”, se l’errore ha effetti evidenti solo nel futuro. Per le startup quest’ultima tipologia di errore è quella più impattante e frequente. Errori nel modello di business, nella selezione del team di lavoro, nella definizione delle strategie e nella scelta dei finanziatori sono spesso non visibili nell’immediato, ma hanno conseguenze latenti e sistemiche che portano alla deriva della società verso performance non ottimali o, nel peggior caso possibile, verso il fallimento.

Lo studio analizzato in questo paragrafo (**Cantamessa et al., 2018**), applica questo approccio per classificare il fallimento delle startup usando la figura dell’imprenditore/fondatore come attore focale della ricerca, ovvero come individuo determinante delle altre relazioni della startup con stakeholders, mercato e ambiente esterno. L’analisi è stata effettuata su un campione di 214 startup fallite, studiando i relativi report “post-mortem”. Da questa analisi emerge che le principali cause della chiusura di una startup sono il modello di business (35%), compreso il posizionamento errato nel

¹⁵ Il metodo SHELL è un acronimo che identifica cinque variabili altamente correlate:

1. Software: normative e tecnologie collegate alla startup
2. Hardware: strumenti fisici operativi
3. Environment: contesto operativo e sociale
4. Liveware (Persone): Individuo centrale nel sistema di valutazione
5. Liveware (Ambiente Sociale): interazione tra gli individui del sistema

mercato o valutazioni ex-ante troppo ottimistiche per il product/market fit, e l'inesperienza manageriale (28%). I principali fattori, impattanti nel più del 10% dei casi, sono rappresentati in *Figura 15*:

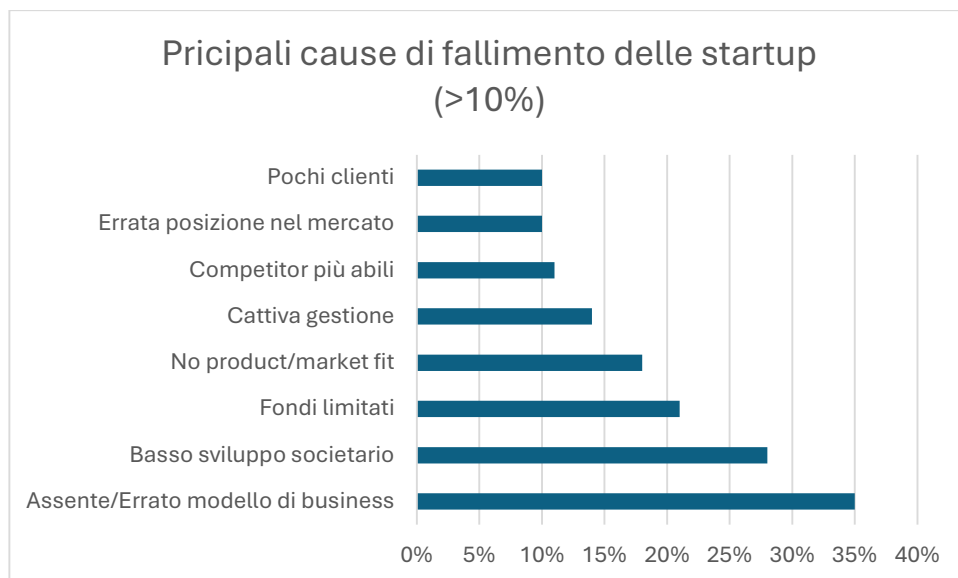


Figura 15 - Principali cause di fallimento delle startup (>10%)

Fonte: "Startups' roads to failure", Cantamessa et al. (2018)

È importante contestualizzare queste cause in relazione alle fasi di sviluppo della società. Come introdotto nel paragrafo 3.1, il ciclo di vita di una startup è caratterizzato da diversi step profondamente correlati ma che richiedono obiettivi e strategie diverse per essere affrontati. Infatti, in relazione agli anni dell'azienda, i problemi più impattanti possono variare. Nel primo anno di vita è essenziale sviluppare un modello di business robusto e cercare di compensare l'iniziale inesperienza con analisi approfondite e supporto consulenziale. Tra il secondo e il terzo anno, tra le principali cause di fallimento si riscontrano i problemi di competitività e di product/market fit. L'evoluzione accelerata di questo settore innovativo crea un mercato altamente competitivo per soluzioni utili ed innovative. Infine, dal quarto anno in poi, nel quale si dovrebbe trovare una stabilità da un punto di vista societario e della posizione sul mercato, assumono un ruolo centrale i problemi organizzativi e il disallineamento tra gli interessi dei fondatori e degli investitori. Il periodo maggiormente critico è quello centrale, nel quale si sviluppano le basi fondanti della società. In questo periodo, tra il primo e il quinto anno di vita, falliscono in totale circa il 72% delle startup, come mostrato in *Figura 16*:

Anni di vita della startup pre-chiusura

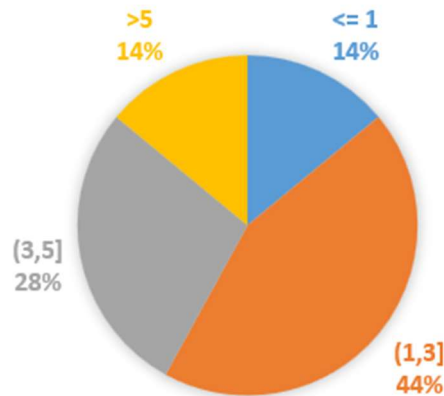


Figura 16 - Anni di vita della startup pre-chiusura
Fonte: "Startups' roads to failure", Cantamessa et al. (2018)

Lo studio propone delle soluzioni per limitare questi fattori negati divisi per settore di riferimento. Tra questi si sottolineano: (1) l'ingegnerizzazione del processo commerciale, includendo nelle fasi di sviluppo strategie semplici come la Lean Model o la GUEST Business Model e (2) includere esperti di business nel board a supporto dei fondatori.

Rispetto alle aziende tradizionali, il fallimento nelle startup è visto in un'accezione meno negativa. Il processo di sviluppo nei contesti innovativi e di ricerca è spesso impostato secondo un approccio "learning by doing", attraverso il quale gli errori sono visti come opportunità di crescita per correggere approcci e metodi, cercando di raggiungere risultati migliori successivamente.

7. DA STARTUP A SOCIETA' QUOTATA: INGRESSO NEI MERCATI AZIONARI

Le startup con un modello di business altamente scalabile necessitano, nelle fasi finali del loro ciclo di vita, di elevati capitali per proseguire il percorso di crescita. Da questo momento in poi, le forme di finanziamento analizzate nei capitoli precedenti non sono più adatte e sufficienti a sostenere le attività delle imprese per gli step successivi. In una visione ottimistica della realtà, escludendo quindi il caso di fallimento e liquidazione della società, il processo di maturazione di una startup si conclude con la fase di exit, che si articola in tre alternative: (1) merge o acquisizione con una big company, (2) mantenimento dell'autonomia societaria con un modello di business autosostenibile o (3) ingresso nel mercato pubblico per la ricerca di significativi capitali per proseguire con il percorso di crescita. In questa sezione dello studio si approfondisce il processo di **Initial Public Offering (IPO)**, attraverso la quale una startup diventa ufficialmente una grande realtà imprenditoriale innovativa, certificando il raggiungimento di una solidità economico-societaria e una posizione dominante nel mercato. Entrare sul mercato azionario comporta anche maggiore responsabilità, controlli e trasparenza di tutte le attività svolte dalla società. Per reperire nuovo capitale tramite la vendita di azioni a possibili finanziatori è fondamentale garantire la tutela anche dei loro interessi attraverso una governance più robusta e trasparente. Per questo motivo è necessario un percorso di trasformazione da un punto di vista finanziario ma anche di corporate governance. In questo mercato altamente regolamentato aumenta notevolmente anche la pressione per la conformità normativa e i controlli delle autorità competenti rispetto al mercato di capitali di rischio. Gli impegni di disclosure finanziaria¹⁶, la separazione tra proprietà e controllo, e le relazioni tra management e Consiglio di amministrazione sono alcuni dei principali punti di attenzione che una società quotata sul mercato pubblico deve considerare. In questo contesto, corporate governance e successo dell'IPO sono strettamente interconnesse. Il presente capitolo propone un'analisi di tale legame,

¹⁶ La disclosure finanziaria è l'obbligo di pubblicazione di dati rappresentativi lo stato finanziario e societario dell'azienda, al fine di permettere una valutazione oggettiva e completa da parte di possibili investitori, del mercato e il controllo delle autorità vigilanti.

sottolineando gli aspetti organizzativi e legislativi, con particolare attenzione agli effetti causati da inefficienza di mercato quali le asimmetrie informative e agency theory.

7.1 INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO): STEP PREPARATORI

La pianificazione di un IPO richiede una preparazione in termini di cultura aziendale ed economia. Tutta la fase pre-IPO per una startup è caratterizzata da elevati costi di consulenza legale, studio di prospetti finanziari, stesura di documentazione conforme e valutazioni manageriali che richiedono un budget anche di diversi milioni di euro in relazione alla dimensione dell'offerta pubblica stessa. Questo step dura in media tra i 6 e i 12 mesi. Le startup sono soggette ad una fase preparatoria e di ricerca di consulenti altamente impattante per il successo dell'IPO e dell'efficacia dell'ingresso nei mercati azionari. (**Borsa Italiana, 2015**)

Al termine di un'analisi interna sulle motivazioni strategiche che valutano la fattibilità e la necessità di entrare nel mercato azionario, è necessario selezionare consulenti esperti per supportare l'azienda stessa in un processo altamente complesso e convoluto. È necessario individuare un **“Underwriter”**, ovvero un Investment Bank come partner finanziario per garantire una successiva rete di distribuzione sul mercato azionario delle quote societarie e che abbia un'esperienza e credibilità settoriale per svolgere le attività consulenziali ed aumentare la fiducia di futuri azionari nei confronti della società. Questo partner interviene e supporta la startup per tutte le fasi pre e post IPO durante le quali si sviluppano i processi valutativi, di pricing e gestionali. La voce di costo ad essa associata è comprensiva generalmente di una fee iniziale di underwriting e una percentuale compresa tra il 3% e il 7% sui capitali futuri raccolti sul mercato.

Il gruppo consulenziale è composto anche da altre figure che impattano meno sui costi di preparazione ma che sono fondamentali per portare a termine le operazioni di quotazione. Documenti articolati e complessi sono i report di due diligence legale e finanziaria che richiedono l'affiancamento di **studi legali** e **auditors** con elevate competenze settoriali e specifiche sui controlli da effettuare e report da produrre nei tempi stabiliti.

Evidenziato anche nelle trattazioni precedenti, un ruolo importante è svolto anche dal networking e da rapporti con gli stakeholders presenti sul mercato. Per questo motivo, molte aziende si affiancano società consulenziali di “**Investor Relation**” (IR) per la gestione dei rapporti con possibili azionisti, preparazione delle presentazioni e comunicati pubblici, e formazione del management attuale sul mercato pubblico. Il successo è correlato anche dall’immagine che la società esprime.

L’ufficialità di un IPO deve necessariamente essere preceduta da un’**approvazione delle autorità di vigilanza** operanti nel mercato di riferimento. La CONSOB in associazione con la Borsa Italiana è l’ente regolatore per il mercato italiano sulla Borsa di Milano. La controparte americana operante sul NASDAQ e sulla Borsa di New York City (NYSE) è il SEC.

I possessori di quote societarie pre-IPO come fondatori, investitori privati o management sono spesso soggetti ad accordi di **lock-up (Bernthal, 2018)** nei mesi precedenti all’inizio dell’IPO (generalmente un semestre) nel quale non possono vendere le proprie partecipazioni. Questa operazione è necessaria per evitare influenze esterne sul prezzo reale di mercato nel momento dell’inizio delle offerte pubbliche. Successivamente all’entrata e per tutta la permanenza della società nel mercato pubblico, subentrano gli obblighi precedentemente citati di pubblicazione periodica dei bilanci certificati da revisori dei conti, comunicazione di fattori anche non monetari ma manageriali che potrebbero influenzare il prezzo e l’operatività aziendale tramite gli organi competenti per la vigilanza e con particolare attenzione alla regolamentazione sulla trasparenza e sul market disclosure.

7.2 UNDEPRICING E UNDERIVESTMENT PRE-IPO

Le inefficienze informative caratterizzanti i mercati finanziari, quello azionario e, in questa fase, i rapporti tra azionisti e management della startup causano un fenomeno altamente studiato dalla letteratura accademica, ovvero l’**underpricing (Ljungqvist, 2007)**. Esso impatta pesantemente sulla capacità di raccogliere capitale, la quale è limitata dalla vendita di quote societarie ad un prezzo di mercato inferiore rispetto al suo reale valore e al

prezzo al quale le stesse azioni si venderebbero se si operasse sul mercato secondario. Questo fenomeno è causato principalmente dalla consapevolezza degli investitori della rischioosità associata all'investimento. Infatti, la categoria degli azionisti sul mercato pubblico è tendenzialmente meno propensa al rischio rispetto alle altre tipologie di investitori analizzati nei capitoli precedenti per il mercato finanziario di capitali di rischio. Rimangono valide le considerazioni su inefficienze di mercato e asimmetrie informative introdotte. Tuttavia, quest'ultime sono parzialmente compensate dagli obblighi di trasparenza, da maggiori controlli istituzionali e da una regolamentazione matura alla quale il management societario è soggetto. Consci delle imperfezioni del mercato, di possibili comportamenti opportunistici del management i nuovi investitori (azionisti) richiedono uno sconto sul prezzo per compensare l'esposizione a questi rischi. Questo fenomeno è l'**underpricing**, che è influenzato da (1) informazione asimmetrica, (2) influenze legali e istituzionali, (3) separazione tra proprietà e controllo e (4) bias comportamentali.

Altamente correlato con l'underpricing, un altro fenomeno collegato alle asimmetrie informative e ai comportamenti opportunistici degli stakeholders è l'**underinvestment**. In presenza di queste inefficienze di mercato e nelle relazioni con la controparte, gli investitori non sono incentivati a investire i capitali economicamente ottimali per il progetto della startup. Questo, a sua volta, può portare il management societario a rifiutare progetti potenzialmente profittevoli per evitare la diluizione della proprietà con l'emissione di nuove azioni per ricevere una quantità di capitale non ottimale per la gestione e la promozione del modello di business proposto.

Per ridurre l'underpricing è fondamentale la liquidità¹⁷ del mercato azionario. Un mercato liquido aumenta la facilità di scambi e la propensione all'acquisto degli investitori, limitando gli effetti delle asimmetrie informative sulla diminuzione del prezzo delle azioni durante l'IPO rispetto al loro valore reale (**Da Rin, Hege, Llobet e Walz, 2005**). Gli investitori privati svolgono un ruolo fondamentale operando anche dal mercato secondario in quanto, svolgendo analisi indipendenti da banche e venture capital direttamente coinvolte nell'IPO, inviano segnali e informazioni non

¹⁷ Facilità con cui un titolo viene venduto nel mercato azionario secondario, ossia il mercato in cui si scambiano i titoli già emessi.

influenzate dal rapporto con la società ed evitando così potenziali conflitti di interesse che potrebbero diminuire la qualità delle informazioni pubbliche per i possibili investitori esterni. Gli analisti finanziari, infatti, possono svolgere efficacemente il loro lavoro nella fornitura di informazioni solo se sono separati dagli attori interni alle società di underwriting.

7.3 IPO IN ITALIA: ANALISI DELLE STARTUP CHE LANCIANO UN IPO

Le startup che completano il loro ciclo di vita come tali e sono pronte a diventare aziende mature e con una solida posizione di mercato, si quotano in Italia sull'AIM, ora chiamato "Euronext Growth Milan", dedicato esclusivamente a startup e PMI italiane.

Purtroppo, il 2024 si è chiuso con un trend e indici finanziari fortemente negativi per l'Italia in relazione non solo alle IPO ma all'economia in generale. Risultati sicuramente influenzati da un contesto sociopolitico europeo altamente instabile e che ha indotto i finanziatori a trasferire i loro capitali verso mercati più solidi e competitivi. Come sottolineato nel report annuale della società di consulenza EY, "**EY Global IPO Trends**", nel **2024** si riscontra una forte contrazione del mercato delle IPO proseguendo le tendenze riscontrate dal secondo semestre del 2023. Il numero di tali operazioni è diminuito di quasi la metà con un valore complessivo di capitale movimentato che segna un – 87%. L'andamento degli ultimi dieci anni è rappresentato in *Figura 17*.

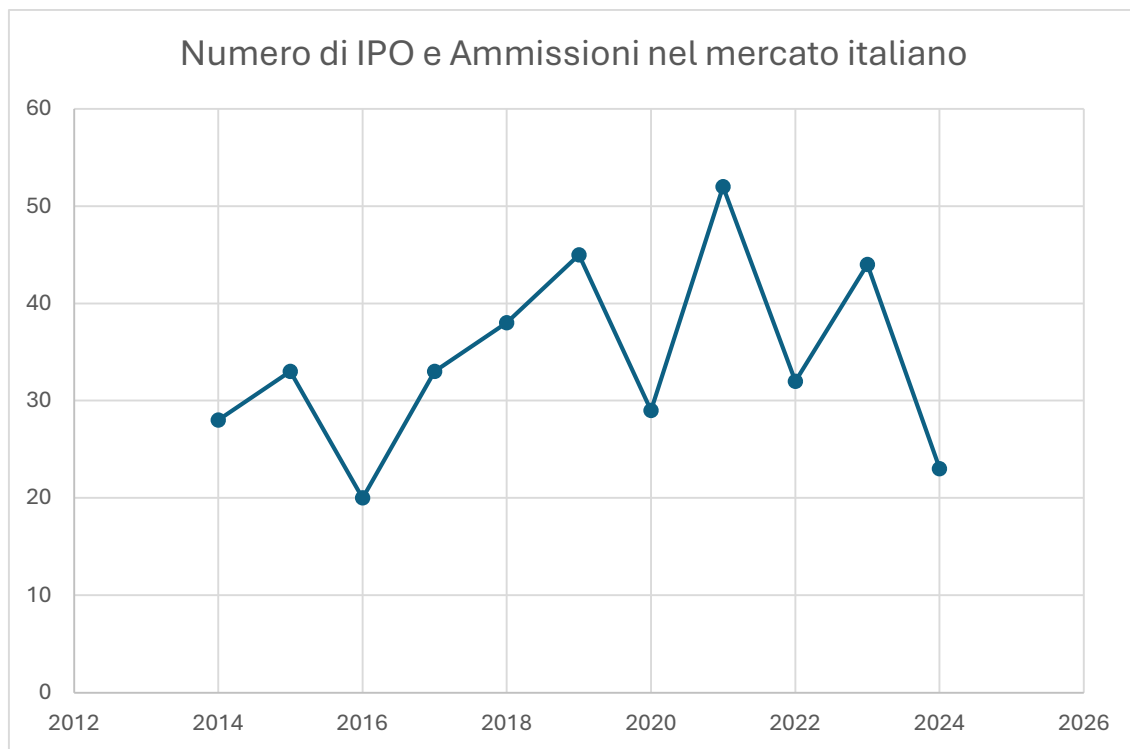


Figura 17 - Numero di IPO e Ammissioni nel mercato italiano

Fonte: www.borsaitaliana.it

Previsione cautamente ottimistiche per il 2025 in quanto si stima che molti potenziali IPO siano state solo rimandate per osservare l'andamento delle dinamiche europee e aspettare un riequilibrio degli assetti di potere politici ed economici.

8. INFLUENZA DEL SISTEMA LEGALE

I mercati finanziari sono ambienti altamente controllati, soggetti a norme e legislazioni complesse e non sempre di chiara interpretazione. Esse hanno implicazioni dirette sullo sviluppo del modello di business delle startup e delle loro relazioni con gli investitori. I principali studi empirici si basano su come le caratteristiche di questi sistemi influenzino i mercati finanziari e gli investitori. Si ritiene, dunque, utile un'analisi qualitativa e quantitativa di questi fenomeni in quanto essi, anche se indirettamente, impattano sull'operatività, sulle relazioni con i finanziatori e sulla capacità di reperire fondi da parte delle startup e delle PMI innovative.

Questa ipotesi di forte dipendenza casuale è analizzata in un approccio dell'economia moderna chiamato **“Law and Finance” (La Porta et al., 1998)**. L'obiettivo principale di questi studi è individuare e spiegare la motivazione per la quale esistono sostanziali differenze di sviluppo tra diversi mercati. Un contesto economico efficiente, dinamico e orientato al progresso è fortemente attrattivo per investitori e capitale che, come effetto moltiplicatore, promuovono nuove idee di business, startup di successo e massimizzano la solidità delle aziende entrate nei mercati azionari. Tuttavia, gli approcci economici standard non spiegano la differenza di efficienza dei mercati a parità di sviluppo finanziario.

8.1 DIFFERENZE TRA CIVIL LAW E COMMON LAW

La struttura legale, le norme e le leggi in generale che influenzano il sistema economico sono caratteristiche di ogni economia analizzata e si basano su concezioni e culture storicamente trapiantate da influenze legali temporalmente precedenti. Gli autori assegnano a questa caratteristica un peso rilevante nelle considerazioni e negli studi sul loro impatto sulla finanza aziendale. Gli studi empirici del 1998 (La Porta et al., 1998), analizzando 49 paesi con ideologie e culture diverse, indentificano due sistemi legali particolarmente influenti e diffusi: Common Law e Civil Law.

Il sistema legale **“Common Law”** è particolarmente diffuso in Africa, Canada, Australia, India e Stati Uniti d'America. Ciononostante, ha origini nell'Inghilterra nel XII secolo. Utilizzato comunque nei Paesi anglofoni,

questo approccio si basa fortemente sulle decisioni giudiziarie, cercando di interpretare e considerare maggiormente il contesto specifico rispetto all'applicazione meccanica e precisa dei codici civili o penali. Questo associa un ruolo centrale ai giudici che basano le loro decisioni nel rispetto dei precedenti e delle scelte degli organi giudiziari di ordine superiore, permettendo di adottare criteri valutativi più dinamici.

Il sistema legale “**Civil Law**” è l'opposto di quello appena descritto per il Common Law. Diffuso principalmente in Europa, Asia e America latina, fonda il suo operato su codici scritti e in sistemi legislativi (teoricamente) completi. Pur mantenendo un ruolo centrale ai giudici con compiti prettamente interpretativi, la Civil Law è focalizzata sul rispetto letterale di norme e codici vincolanti e che cercano di considerare tutte le possibili dinamiche. Come sottolineato in precedenza, l'impostazione attuale non consente di rispondere prontamente alle richieste di un mercato e di una società che cambia con una velocità nettamente superiore a quella di aggiornamento dei codici stessi.

La “**Legal Origin Theory**”, citata dagli autori, pone un maggiore risalto alla differenza sostanziale tra questi due sistemi, enfatizzando la discrepanza tra gli stili di controllo sociale e dell'economia. Il sistema Common Law è fondato su una piena fiducia del mercato e sul presupposto che esso sia in grado di allocare efficientemente le risorse e creare valore in autonomia e senza l'intervento ex-ante del legislatore. Gli enti di controllo e giudiziari intervengono solo ex-post in fase di controllo o di risoluzione delle controversie, tutelando pienamente i diritti di proprietà e l'autonomia contrattuale nelle relazioni tra gli stakeholders finanziari. Contrariamente, la Civil Law cerca di operare anche ex-ante, non dando fiducia al mercato e agli agenti in esso operanti. Ha come obiettivo principale quello di “prevenire il disordine”, ossia di garantire a priori l'ordine sociale dando linee guida e procedure standard ma che non si adattano a tutti i contesti analizzati e spesso troppo difficili da interpretare e contestualizzare.

8.2 RISULTATI EMPIRICI SULL'INFLUENZA DEL SISTEMA ECONOMICO

Il contributo di **La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (2008)** è interamente incentrato sulla dimostrazione empirica delle loro teorie presentate nel 1998 e della “Legal Origin Theory”. Analizzando una popolazione rappresentativa di Paesi con sistemi legali diversi, sono stati in grado di raccogliere e analizzare dati statisticamente rappresentativi e confrontare i sistemi Civil e Common Law sotto diverse caratteristiche di mercato. In questo studio statistico di regressione con variabili categoriali è stato utilizzato un metodo di codifica dummy con il quale si sono introdotte tutte le variabili indipendenti, tranne una che è stata usata come riferimento implicito. Nel caso in oggetto, il riferimento è posto sulle economie classificate Common Law con analisi comparative sui sistemi Civil Law e focus sui sistemi legali di origine francese, germanica e scandinava. I risultati ottenuti sono rappresentati in *Tabella 5*:

	Istituzione Finanziaria e Origine Legale				
	Indice anti-conflitto di interesse	Prospectus Disclosure	Creditor Right Index (2003)	Debt Enforcement	Banche di proprietà statali
Origine legale francese	-0,3334 (0,0511)	-0,3298 (0,0577)	-0,8394 (0,2251)	-13,6361 (5,6535)	0,3316 (0,0755)
Origine legale Germanica	-0,3454 (0,0736)	-0,2370 (0,0966)	-0,1714 (0,2579)	-8,8577 (5,8022)	0,3456 (0,1060)
Origine legale Scandinava	-0,3820 (0,0642)	-0,2867 (0,0478)	-0,9435 (0,4865)	5,2707 (5,8212)	0,3109 (0,1545)
ln(GDP pre capita)	0,0728 (0,0263)	0,0618 (0,0261)	0,2022 (0,0875)	19,8980 (2,7517)	-0,1808 (0,0377)
Costante	0,0177 (0,2433)	0,2102 (0,2422)	0,6043 (0,7560)	-124,6692 (26,9421)	1,6206 (0,2876)
Osservazioni	71	49	130	85	74
R quadro	45%	0,45	18%	0,57	37%

Tabella 5 – Studio statistico comparativo sull'influenza del sistema legale tra Common Law e Civil Law

Fonte: “The Economic Consequences of Legal Origins” (2008)

Il significato delle variabili dipendenti è analizzato in *Tabella 6*:

Indice anti-conflitto di interesse	Indice rappresentativo della protezione degli azionisti di minoranza.
Prospectus Disclosure	Livello di informazione finanziaria. Rappresenta quanto si obbligano le società ad essere specifiche e dettagliate nei loro prospetti informativi forniti alle autorità competenti e agli stakeholders di mercato.
Creditor Right Index (2003)	Indice di forza legale in caso di controversie in tutele dei creditori.
Debt Enforcement	Indice rappresentativo dell'efficacia e la forza del sistema legale nelle fasi di esecuzione dei contratti. Fattori dell'indice sono tempo, costo e complessità delle pratiche che obbligano il rispetto contrattuale.
Banche di proprietà statali	Percentuale di banche di proprietà dello Stato.

Tabella 6 - Spiegazione variabili dipendenti in Tabella 5

I risultati evidenziano quanto anticipato nelle loro analisi del 1980. I sistemi legali, anche se di diversa origine, basati sul Civil Law offrono meno protezione agli azionisti di minoranza. Questo fattore induce la migrazione di capitali verso i mercati nel quale si applicano sistemi Common Law, come quello americano. Stesso ragionamento, anche se meno impattante per i sistemi di origine germanica e scandinava rispetto a quello francese, è l'indice di informazione finanziaria. Risultato molto significativo e inaspettato. La rigidità e la ricerca continua di completezza legale e contrattuale dei sistemi Civil Law dovrebbero favorire e obbligare la produzione di documentazione informativa efficace e altrettanto completa. Ciononostante, i risultati statistici dimostrano che i sistemi Common Law stimolano indirettamente la produzione di informative più complete a causa dello stesso principio di autoregolazione, introdotto nel paragrafo precedente, che lo stesso mercato si impone. La caratteristica di intervento ex-ante e di "previsione del disordine" è evidente anche dagli indici statistici rappresentativi la percentuale di banche di proprietà dello Stato. In tutte e tre i sistemi legali Civil Law analizzati, questa percentuale supera quella del sistema Common Law in riferimento. Particolarmente incidente per i sistemi di origine germanica e francese con un fattore superiore allo 0.3 per questa metrica in entrambe. Risultati globali di questa analisi sono coerenti con le previsioni e le assunzioni fatte. I sistemi Common Law sono orientati verso

i diritti privati e la piena fiducia sull'autoregolazione dei mercati per sostenere le economie nazionali, preferendo produrre solo linee guida di condotta e intervenendo ex-post in caso di controversie o di monitoraggio. Nel caso dei sistemi Civil Law, la strategia di controllo e gestione è incentrata sull'intervento statale come regolatore dei mercati e delle operazioni consentite, con l'obiettivo ultimo di massimizzare ordine e stabilità in tutte le fasi di creazione del valore.

La “Legal Origins Theory” è stata anticipatrice di considerazioni che, negli ultimi anni e in seguito alle analisi empiriche svolte sull'argomento, hanno portato a studiare le potenziali inefficienze insite nei sistemi legali e burocratici. Tra le inefficienze individuate e di maggiore interesse per questa analisi si evidenziano: (1) l'applicazione di procedure, leggi e regole fiscali-amministrative insite nella tradizione legale di un Paese ma in contesti inappropriati nei quali non si adattavano pienamente; (2) mancato aggiornamento o eliminazione di procedure e leggi non più adatte al mercato che appesantiscono inutilmente le dinamiche societarie e, di conseguenza, l'efficienza produttiva. Questo spesso porta a continue riforme per stabilire un piano guida dettagliato (“Blueprint”) per generare un modello di riferimento in grado di uniformare le decisioni e le valutazioni economico-giuridiche in un sistema legale. È necessario sviluppare un modello che trovi il giusto trade-off tra il “disordine” e la “dittatura”, ovvero tra la totale assenza dell'intervento statale rispetto alla completa gestione da un punto di vista economico e legislativo a livello governativo. Questo spesso porta ad una diminuzione dell'intervento delle autorità per minimizzare le barriere all'ingresso dei mercati per i capitali, semplificare le operazioni di investimento ma offrendo un significativo livello di tutela in caso di insolvenze o rapporti non correttamente gestiti. In questo senso, i sistemi Common Law offrono maggiore efficienza. Tuttavia, è doveroso sottolineare che l'Unione Europea sta cercando di individuare e promuovere un piano economico-normativi più “market-friendly”, cercando di adattarli in contesti nazionali altamente specifici e spesso contrastanti con le linee guida emanate. Il forte processo di digitalizzazione e la sempre più forte globalizzazione dei mercati finanziari sta causando una convergenza naturale delle dinamiche economiche verso caratteristiche miste tra i due sistemi ma con maggiore tendenza verso il Common Law. Tuttavia, interventi orientati

alla “policy-implementig” intrinseci del Civil Law limitano e rallentano notevolmente questa convergenza.

8.3 IMPATTO DEL SISTEMA LEGALE SULLE STARTUP

La capacità di sviluppo e le probabilità di successo delle startup sono altamente correlate con il contesto istituzionale, legale in cui operano. Gli approcci analitici descritti in questo capitolo evidenziano le influenze su investitori e mercato finanziario. Quest’ultime, anche se indirettamente, sono influenti anche sull’operatività delle startup stesse. Questo perché il successo societario e la sua competitività sul mercato dipende, in generale, da tre fattori altamente influenzati dal sistema legale.

L’accesso ai finanziamenti esterni, in particolare dei venture capital, è necessario per la raccolta di capitali necessario per implementare e sostenere il modello di business della startup. In questo senso, i sistemi che favoriscono la tutela degli investitori sono associati a mercati più propensi alla circolazione del capitale.

Un **quadro regolatorio incentrato all’innovazione**, ossia un sistema che incentivi sia da un punto di vista economico, sia da un punto di vista di libertà di azione e sperimentazione. Questo permette a startup di operare in tranquillità, concentrandosi sul proprio progetto.

Infine, **l’efficienza e la stabilità del sistema giuridico** permettono di creare un ambiente favorevole sia per le società sia per gli investitori, promuovendo la stipula di contratti completi, una risoluzione efficiente delle controversie e piani di tutele stabili e chiari.

I contributi analizzati in questo capitolo evidenziano chiaramente che i sistemi di tipo common law tendono a favorire maggiormente la nascita e lo sviluppo di startup ed imprese innovative. Viceversa, la rigidità dei sistemi civil law non permette di adattare le richieste di velocità e elasticità caratteristiche del sistema in cui operano le startup. Investitori ed imprenditori devono valutare attentamente il contesto giuridico. Caratteristiche come la semplicità nelle fasi di exit o la semplicità nella stipula e la facilità degli obblighi di rispetto dei contratti tra le due parti influiscono enormemente sulle strategie delle startup.

I dati relativi al numero di startup nei primi 20 Paesi a livello mondiale indicano una preponderanza netta dei sistemi common law come culla per la proliferazione di questa tipologia di società, come mostrato in *Figura 18 (Startup Ranking, 2024)*:

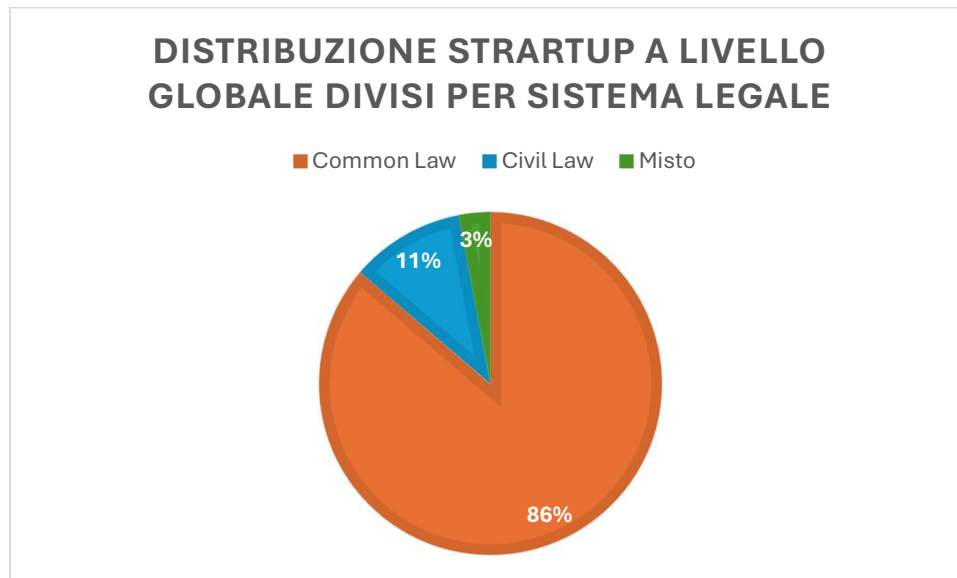


Figura 18 - Distribuzione delle startup in funzione del sistema legale
Fonte: dati Startup Ranking (2024), Rielaborazione Money.it

Questi dati sono sicuramente influenzati dalla presenza di due Paesi altamente popolati come Stati Uniti e India, entrambi adottanti il sistema Common Law, che occupano le prime due posizioni nella classifica dei Paesi con maggior numero di società. Solo gli USA ospitano oltre il 62% delle startup a livello globale, attestando il ruolo di Stati Uniti e Silicon Valley come “culla delle startup”.

Per i finanziatori, investire tempo e risorse economiche in governance e supporto è conveniente solo se sono adeguatamente garantiti e supportati dal sistema legale. Se efficiente, quest’ultimo rende difficile la deviazione da profitti e dalla massimizzazione del valore per il management delle startup, ovvero favorisce l’allineamento naturale tra gli interessi degli imprenditori e gli interessi dei finanziatori. Infatti, offrendo le opportune garanzie, i sistemi legali migliori incentivano le società di investimento, come i venture capital, a sviluppare le competenze necessarie per portare valore aggiunto alle società nel portafoglio. Per questi motivi, secondo uno studio empirico condotto per la comunità europea nel 2001 considerando l’origine legale, la

rule of law¹⁸ e un indice di complessità procedurale, il sistema legale di origine anglosassone Common Law è considerato il migliore dal punto di vista dell'efficienza dei mercati finanziari (**Da Rin, Hege, Llobet e Walz, 2005**). I migliori sistemi legali sono caratterizzati da un maggiore coinvolgimento e presenza degli investitori, non solo da un punto di vista del capitale circolante, ma anche in relazione alla presenza attiva, al mentoring e al loro coinvolgimento nel progresso della startup in cui investono. Per questo motivo le attività di venture capital ed investitori professionali sono maggiormente rilevanti in USA o India, ovvero in paesi strutturati secondo un sistema legale Common Law.

¹⁸ Indice che si basa su diversi fattori legali ed istituzionali che serve per rappresentare il contesto legale attraverso le caratteristiche di imparzialità, trasparenza e giustizia.

9. CONCLUSIONI

Il presente lavoro di tesi si è posto l'obiettivo di esplorare la nascita, il ciclo di vita e le dinamiche di fallimento o successo delle startup. Parte dello studio è stato dedicato all'influenza di stakeholders e contesti esterni, come i venture capital e i sistemi legali, nell'operatività e nello sviluppo di questa particolare tipologia di startup. Infatti, la complessità e la dinamicità del contesto analizzato hanno richiesto una trattazione che consideri gli aspetti econometrici, giuridici e finanziari, pur cercando di mantenere il focus sulla startup e come questi aspetti siano collegati ad essa.

L'entrepreneurial finance, come branca dell'economia che studia le caratteristiche e le dinamiche in grado di supportare startup e PMI, ha permesso di sviluppare il lavoro sotto diversi punti di vista. Diverse sono le branche sociali e comportamentali che influiscono sulle startup che, anche se non trattate in dettaglio in questo lavoro, devono essere considerate in un'ottica più ampia di analisi. A differenza dell'economia neoclassica e della finanza tradizionale, questa branca specifica è in grado di adattarsi alle caratteristiche di profonda incertezza ed elevata dinamicità del mercato delle startup e di supportare imprese e investitori nella gestione del capitale di rischio. Sono state analizzate i nuovi strumenti di raccolta di capitale e di struttura finanziaria secondo l'ottica dell'entrepreneurial finance, considerate rilevanti per superare le limitazioni e la rigidità della dicotomia debito-equity della finanza tradizionale.

Le startup sono identificate come nuove realtà imprenditoriali in fase di avvio ad alto tasso di crescita e innovative. Come visto, per esempio nel caso degli "unicorni", queste società possono raggiungere dimensioni notevoli con alto valore di mercato. Questo è possibile, oltre ad una gestione interna del management, anche dal supporto di società di investimento specializzate nel capitale di rischio come i venture capital. Quest'ultimi infondono la liquidità necessaria e supporto consulenziale attivo per supportare la crescita e l'innovazione societaria. Inoltre, non deve essere trascurato, come visto nei capitoli iniziali, l'importanza del capitale umano come determinante del successo della startup. Esperienza ed istruzione svolgono un ruolo fondamentale per la gestione della startup ma anche per

convincere investitori o azionisti nel sostenere e dare fiducia al proprio modello di business.

La relazione tra startup ed investitori è soggetta ad asimmetrie informative ed inefficienze di mercato in grado di limitare enormemente le performance societarie. Sono stati presentati i problemi di moral hazard e adverse selection per sottolineare e cercare di limitare comportamenti opportunistici o discrepanze informative tra gli stakeholders finanziari, cercando così di limitare gli effetti di fenomeni come l'underpricing e l'underinvestment.

Il ciclo di vita di una startup è un percorso altamente rischioso e caratterizzato da limitati dati finanziari per valutare oggettivamente l'evoluzione del modello di business sia da un punto di vista della società stessa, sia per gli investitori. Per questo motivo sono stati introdotti metodi alternativi utilizzati dai professionisti per svolgere queste analisi come il metodo Berkus o il metodo Scorecard. Questi strumenti misti (qualitativi e quantitativi) sono spesso citati in pubblicazioni e articoli di settore ma, considerata la natura altamente soggettiva e l'intrinseca correlazione con l'avversità al rischio del valutatore, non sono supportate da una letteratura econometrica e statistica florida. Tuttavia, considerate le caratteristiche precedentemente descritte di questi contesti, si ritengono strumenti di supporto utili.

L'ingresso nei mercati pubblici (IPO) è la chiusura migliore del ciclo di vita di una startup. Gli imprenditori possono attingere ad una maggiore fonte di capitali rispetto a quelli di rischio e gli investitori hanno l'opportunità di avere ritorni elevati sugli investimenti effettuati. Nonostante ciò, le fasi preparatorie di questa evoluzione da startup a società quotata richiedono un elevato impegno interno, il supporto di consulenti esterni ed un elevato investimento per essere pronti all'IPO. Sono state analizzate queste fasi e l'andamento in Italia di queste operazioni, usata come metro di giudizio del contesto economico in cui le startup operano. Oltre a sottolineare le dinamiche di successo, è stata introdotta una trattazione dettagliata di cause di fallimento, supportata da statistiche e dati per la valutazione oggettiva di queste dinamiche. Tuttavia, per le startup il fallimento è spesso visto come un'opportunità di apprendimento e miglioramento per i progetti futuri (learning-by-doing).

Infine, sono stati introdotti i principali studi sull'influenza dei sistemi legali e delle politiche pubbliche sul mercato di capitali. Anche se indirettamente, quest'ultimi influenzano anche l'operatività delle startup e la loro capacità di reperire liquidità e di relazionarsi con i loro investitori.

L'entrepreneurial finance non è una scienza esclusivamente focalizzata allo studio dei metodi di finanziamento e sulla valutazione delle performance economiche delle startup. Essa si pone come strumento di supporto a decisioni, valutazioni e sviluppi per un contesto che non riesce ad adattarsi a dinamiche standard e rigide, offrendo invece caratteristiche di dinamicità e adattabilità nei suoi metodi e nel suo approccio. Per questo motivo è utile studiarla ed analizzarla da un punto di vista critico ed elastico per provare a rispondere alle richieste di un mercato in continua espansione già da quasi due decenni. Startup e PMI innovative sono i motori del progresso e generatrici di nuovi posti di lavoro per la società moderna e, in un processo ormai avviato di digital transformation, sono gli strumenti adatti per supportare a loro volta l'economia mondiale sia da un punto di vista commerciale, sia sociale.

Bibliografia

1. **Akerlof, George A.** (1970) – “*The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*”, The Quarterly Journal of Economics, Aug., 1970, Vol. 84, No. 3 (Aug., 1970), pp. 488-500
2. **Andrikopoulos, Panagiotis** (2007) – “*Modern Finance vs Behavioural Finance: An overview of key concepts and major arguments*”, Leicester Business School, De Montfort University
3. **Bernthal, J. Brad** (2018) – “*The Evolution of Entrepreneurial Finance: A New Typology*”, BYU L. Rev. 773, Publications Colorado Law Faculty Scholarship
4. **Blank, Steve** (2013)– “*Steve Blank: The 6 Types of Startups*, The Wall Street Journal”, pubblicazione online Ed. 24 giugno 2013
5. **Broughman, Brian, and Kathryn Wansley** (2023) – “*Risk-Seeking Governance*”, ECGI, Law Working Paper N°720/2023
6. **Cantamessa, Marco; Gatteschi, Valentina; Perboli, Guido; Rosano, Mariangela** (2018) – “*Startups Roads to Failure*”, Politecnico di Torino, MDPI, ISSN 2071-1050. - ELETTRONICO. - 10:7(2018), pp. 1-19
7. **Carpenter, Robert E.; Petersen, Bruce C.** (2002) – “*Capital Market Imperfection, High-Tech Investment and New Equity Finance*”, The Economic Journal, Feb., 2002, Vol. 112, No. 477, Features (Feb., 2002), pp. F54-F72, Oxford University
8. **Cassiman, B.; Veugelers, R.** (2006) – “*In search of complementarity in innovation strategy: Internal R&D and external technology acquisition*”, Management Science, Jan., 2006, Vol. 52, No. 1 (Jan., 2006), pp. 68-82 INFORMS
9. **Centro Studi Guglielmo Tagliacarne su dati Infocamere** (2024) – “*Le startup innovative*”, unioncamere.gov, gennaio 2025
10. **Cohen, Wesley M., & Levinthal, Daniel A.** (1990) – “*Absorptive Capacity: A New Perspective on Learning and Innovation*”, Administrative Science Quarterly, 1990-03, Vol.35 (1), p.128-152
11. **Colombo, Massimo; Croce, Annalisa; Martinu, Samuele** (2013) – “*Ownership structure, horizontal agency costs and the performance of high-tech entrepreneurial firms*”, Small Business Economics, 2014-02, Vol.42 (2), p.265-282
12. **Colombo, Massimo; Grilli, Luca** (2005) – “*Founders’ human capital and the growth of new technology-based firms: A competence-based view*”, Research policy, 2005-08, Vol.34 (6), p.795-816
13. **Da Rin, Marco, Hege, Ulrich, Llobet, Gerard e Walz, Uwe** (2005) – “*The Law and Finance of Venture Capital Financing in Europe: Findings from the RICAFE Research Project*”, ECGI Finance Working Paper No. 50/2005.
14. **Da Rin, Marco; Hellmann, Thomas; Puri, Manju** (2013) – “*A Survey of Venture Capital Research*”, Handbook of the Economics of Finance, 2013, Vol.2A, p.573-648
15. **Da Rin, Marco; Penas, Maria Fabiana** (2007) – “*The effect of venture capital on innovation strategies*” NBER Working Paper Series, 2007-11, p.13636

16. **Fuss, Roland; Nowak, Andrea Alexandra** (2006) – “*Venture Capital Cycles: Empirical Evidence from the USA*”, *Kredit und Kapital*, 39(2), 183–210
17. **Gompers, Paul** (2007) – “*Venture Capital*”, *Handbook of Corporate Finance*, Cap. 9, Vol. 1, P. 482-506, B. ESPEN ECKBO (Ed.), First edition 2007, Amsterdam: North-Holland
18. **Gompers, Paul A.; Lerner, Josh** (1998) – “*What Drives Venture Capital Fundraising?*”, *Brookings papers on economic activity*, 1998-01, p.149-204
19. **Gompers, Paul A.** (1995) – “*Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital*”, *The Journal of finance* (New York), 1995-12, Vol.50 (5), p.1461-1489
20. **Hart, Oliver** (1995) – “*Firms, Contracts, and Financial Structure*”, Oxford: Clarendon Press, c1995
21. **Hawkins, F. H.** (1975) – “*Human Factors in Flight*. Aldershot: Gower Technical Press”, *Applied ergonomics*, 1988, Vol.19 (4), p.337-337
22. **Hellmann, Thomas; Puri, Manju** (2000) – “*The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital*”, *The Review of financial studies*, 2000, Vol.13 (4), p.959-984
23. **Hochberg, Yael V.; Ljungqvist, Alexander; Lu, Yang** (2007) – “*Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance*”, *The Journal of finance* (New York), 2007-02, Vol.62 (1), p.251-301
24. **Isenberg, Daniel** (2011) – “*The Entrepreneurship Ecosystem Strategy for Economic Growth Policy*”, *The Babson Entrepreneurship Ecosystem Project*, 9-10 Dicembre 2011
25. **Jensen, Michael; Meckling, William** (1976) – “*Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure*”, *The Economic Nature of the Firm*, 2009, p.283-303
26. **La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W.** (1998) – “*Law and Finance*”, *The Journal of Political Economy*, Volume 106, Issue 6 (Dec., 1998), 1113-1155
27. **La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei** (2008) – “*The economic consequences of legal origins*”, *Journal of Economic Literature* 2008, 46:2, 285–332
28. **Laschia, Alessandro; Vigliani, Davide; Sansone, Giuliano; Landoni, Paolo** (2021) – “*Startup innovative a vocazione sociale. Analisi a confronto con le startup innovative*”, *Impresa Sociale*, ISSN 2282-1694, pp. 61-75
29. **Lerner, Josh** (1995) – “*Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms*”, *The Journal of finance* (New York), 1995-03, Vol.50 (1), p.301-318
30. **Ljungqvist, Alexander** (2007) – “*IPO Underpricing*”, *Handbook of Corporate Finance*, Cap. 7, Vol. 1, P. 376-409, B. ESPEN ECKBO (Ed.), First edition 2007, Amsterdam: North-Holland
31. **MIMIT & Infocamere** (2025) – “*Report con dati strutturali - Startup innovative*”, Elaborazioni a: 01 Aprile 2025, Pubblicazione Online www.mimit.gov.it

32. **Myers, Stewart C.; Majluf, N. S.** (1984) – “*Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*”, IDEAS Working Paper Series from RePEc, 1984-01
33. **Pardo-del-Val, Manuela; Cerver-Romero, Elvira; Martinez-Perez, Juan Francisco; Mohedano-Suanes, Antonia** (2024) – “*From Startup to Scaleup: Public Policies for Emerging Entrepreneurial Ecosystems*”, Journal of the knowledge economy, 2025-06, Vol.16 (2), p.7874-7907
34. **Regoli, Fabio Alberto** (2021) – “*LE STARTUP IN ITALIA: Dalla Startup all’Unicorno*”, Presentazione PWC, Torino, 9 e 10 dicembre 2021
35. **Urso, Alfonso (MIMIT)** – “*Startup Innovative: Cruscotto di indicatori Statistici*”, Dati nazionali, Primo trimestre 2025, rilasciato il 01 Aprile 2025 su MIMIT.com
36. **Zingales, Luigi** (1997) – “*Corporate Governance*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*”, NBER Working Paper No. 6309 December 1997 JEL No. G3

Sitografia

1. **Antonio Ghezzi, Osservatorio Startup Hi-Tech del Politecnico di Milano, 2022**
– *Start-up innovative: cosa sono e come funzionano*
<https://www.osservatori.net/blog/startup-open-innovation/start-up-innovative-cosa-sono-e-come-funzionano/>
2. **CBInsights – Tracker: Unicorn Companies**
<https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>
3. **Club degli Investitori – Italian Unicorns: what do we need?**
https://www.clubdeglinvestitori.it/content/uploads/2022/07/20220715_Italian_Unicorn_CDI.pdf
4. **Borsa Italiana. (2015). Quotarsi in Borsa: la nuova segmentazione dei mercati di Borsa Italiana.** Recuperato da <https://it.readkong.com/page/quotarsi-in-borsa-la-nuova-segmentazione-dei-mercati-di-8656717>
5. **Enciclopedia Treccani – Definizione di startup**
[https://www.treccani.it/enciclopedia/startup_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/startup_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)
6. **Growth Capital & LaStampa – Venture capital in Italia nel 2024**
<https://finanza.lastampa.it/News/2025/01/27/venture-capital-in-italia-nel-2024-investiti-1-5-miliardi-+28percento-in-417-round-+31percento-/NzFfMjAyNS0wMS0yN19UTEI>
7. **Depop becomes a ‘unicorn’: sold for over \$1.6 billion (2021)**
<https://schools.h-farm.com/en/news/news-depop-unicorn/>
8. **EY Global IPO Trends 2024:** <https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/en-gl/insights/ipo/documents/ey-gl-ipo-trends-v1-12-2024.pdf>
9. **Intervista di Giancarlo Ronchetti (StartupItalia, 2022) – Unicorni scornati: l’Italia gioca in controtendenza**
<https://startupitalia.eu/startup/unicorni-scornati-giancarlo-rocchiotti-sopravalutazione-a-livello-globale-ma-litalia-gioca-in-controtendenza-il-modello-zuckerberg-qui-non-funziona/>
10. **KPMG Private Enterprise – Venture Pulse (2024)**
https://kpmg.com/xx/en/media/press-releases/2025/01/2024-global-vc-investment-rises-to-368-billion-dollars.html?utm_source=chatgpt.com
11. **MIMIT – Fondo di garanzia per le PMI**
<https://www.mimit.gov.it/it/incentivi/fondo-di-garanzia-per-le-pmi>
12. **Panorama del capitale di rischio europeo – Gennaio 2025, Trustventure**
<https://trustventure.de/en/european-venture-capital-landscape-january-2025>
13. **PitchBook-NVCA Venture Monitor del 9 gennaio 2019:**
<https://pitchbook.com/news/reports/4Q-2018-pitchbook-nvca-venture-monitor>
14. **Politecnico di Torino – SIM, 2024 Report su Incubatori e Acceleratori**
<https://www.polito.it/ateneo/comunicazione-e-ufficio-stampa/poliflash/riprende-e-si-specializza-la-crescita-degli-incubatori-e-0>
15. **Progetto “Smart&Start” (Invitalia) – Smart&Start Italia (2014)**
<https://www.invitalia.it/incentivi-e-strumenti/smartstart-italia>
16. **Startup magazine – Acceleratori startup italiani: i più importanti (2025)**
<https://www.startupmag.it/acceleratori-startup-italiani/>
17. **Startup Ranking / Money.it – Classifica dei 20 Paesi con più startup nel mondo (2024)**

<https://www.money.it/20-paesi-con-piu-startup-nel-mondo-c-e-anche-l-italia-classifica>

18. **Talent Garden** – *Metodi di valutazione di startup*

<https://blog.talentgarden.com/it/blog/startup/5-metodi-per-valutare-il-tuo-progetto-di-startup>