

POLITECNICO DI TORINO

Collegio di Ingegneria Gestionale e della Produzione

Corso di Laurea Magistrale
in Ingegneria Gestionale

Tesi di Laurea Magistrale

Startup e Sistemi Giuridici: L'Influenza del Regime Legale e delle
Politiche Pubbliche sul Ciclo di Vita delle Imprese Innovative



**Politecnico
di Torino**

Relatore

prof. Laura Rondi

Candidato

Gabriele Mantia 316011

Aprile 2025

Indice

Indice delle Tabelle	4
Indice delle Equazioni.....	4
Indice delle Figure.....	5
Abstract.....	6
Capitolo 1: Premessa e scopo del lavoro	8
Capitolo 2: Sistema legale e Imprese.....	11
2.1 Sistema common law	14
2.2 Sistema civil law.....	15
2.3 Differenze storiche tra i sistemi legali.....	15
Capitolo 3: I Sistemi Finanziari	18
3.1 Cenni storici.....	19
3.2 Differenze tra i due sistemi	20
3.3 Sistema finanziario e innovazione.....	21
Capitolo 4: Asimmetria Informativa	23
4.1 Il rapporto d'agenzia	23
4.2 Startup e Asimmetria informativa.....	24
4.3 Struttura del capitale	25
Capitolo 5: La Startup	28
5.1 Differenza tra startup e imprese tradizionali.....	28
5.2 Caratteristiche distintive.....	29
5.3 Tipologia di startup.....	31
Capitolo 6: Ciclo di vita di una Startup	33
6.1 Attività delle Startup.....	33
6.2 Fasi di sviluppo	34
6.3 Incubatori e acceleratori.....	36
Capitolo 7: finanziamento delle startup	38
7.1 Initial Public Offer (IPO)	38
7.2 Fonti di finanziamento.....	39
7.3 Round di finanziamento	41
Capitolo 8: L'organizzazione delle Startup	43
8.1. Il BOARD.....	43
8.2 Il tema della diversità.....	44
8.3 Valutazione di una startup.....	46
Capitolo 9: fattori di successo e insuccesso.....	47
9.1 Le cause di fallimento	47
9.2 Statistiche fallimento.....	50
9.3 Il concetto di Bancarotta.....	51

Capitolo 10: Metodo di lavoro.....	56
10.1. Definizione del campione e costruzione del database	56
10.2 Statistiche descrittive dei paesi.....	61
Capitolo 11: Risultati emersi.....	66
11.1. Analisi del campione	66
11.2 Il contesto sociale (educazione) e le startup.....	76
11.3 Il contesto legale (rule of law) e le startup.....	83
Conclusioni	99
Bibliografia.....	102
Sitografia.....	105

Indice delle Tabelle

Tabella 1: Principali caratteristiche dei Paesi anglo-americani ed europei.....	12
Tabella 2: differenze tra il sistema basato sulle relazioni e arm's lenght.....	18
Tabella 3: esempio dato database.....	58
Tabella 4: elenco variabili presenti in analisi.....	61
Tabella 5: statistiche descrittive delle variabili in analisi.....	62
Tabella 6: statistiche descrittive variabili in analisi nei paesi a common law.....	63
Tabella 7: statistiche descrittive variabili in analisi nei paesi a civil law francese.....	63
Tabella 8: statistiche descrittive variabili in analisi nei paesi a civil law tedesco.....	64
Tabella 9: statistiche descrittive variabili in analisi nei paesi a civil law scandinavo.....	64
Tabella 10: distribuzione delle startup in analisi per Nazione.....	66
Tabella 11: descrizione settori e numero startup per ogni settore.....	68
Tabella 12: sistema legale e startup delle Nazioni in analisi.....	70
Tabella 13: vita media startup per Nazione.....	74
Tabella 14: differenza vita media startup nei paesi a common law e a civil law.....	74
Tabella 15: statistiche descrittive vita media per sistema legale.....	75
Tabella 16: analisi regressione spesa pubblica in educazione.....	77
Tabella 17: differenza tra le medie della spesa pubblica in educazione tra i paesi a common law e i paesi a civil law.....	78
Tabella 18: analisi regressione vita media delle startup - spesa pubblica in educazione.....	79
Tabella 19: analisi regressione vita media delle startup - spesa pubblica in educazione nei sistemi civil law.....	81
Tabella 20: descrizione fattori che compongono l'indice rule of law.....	83
Tabella 21: risultati analisi regressione vita media - rule of law.....	86
Tabella 22: differenza tra medie degli di rule of law tra i paesi a common law e civil law.....	87
Tabella 23: analisi regressione rule of law.....	88
Tabella 24: analisi regressione rule of law.....	89
Tabella 25: analisi regressione vita media delle startup - rule of law.....	90
Tabella 26: analisi regressione indice diritti fondamentali.....	94
Tabella 27: differenza tra medie indice diritti fondamentali nei paesi a common law e civil law.....	96
Tabella 28: analisi regressione vita media - indice diritti fondamentali.....	97

Indice delle Equazioni

Equazione 1: indice di Tobin.....	45
Equazione 2: modello di Lens.....	49
Equazione 3: retta di regressione vita media - spesa pubblica in educazione.....	78

Equazione 4: retta di regressione vita media - rule of law.....	85
Equazione 5: curva di regressione vita media - rule of law.....	85
Equazione 6: retta di regressione numero startup - indice diritti fondamentali	95
Equazione 7: retta di regressione vita media startup - indice diritti fondamentali	96

Indice delle Figure

Figura 1: stock market capitalization. (Fonte: LLSV 2008)	12
Figura 2: European Central Bank loans requested by firms (Fonte: European Central Bank) .	19
Figura 3: Rogers_Moore model (Fonte: MindTools)	30
Figura 4: Gartner hype cycle (Fonte: Todreamlife 2021).....	31
Figura 5: principali attività di una startup	33
Figura 6: Startup failure rates (Fonte: Exploding Topics).....	50
Figura 7: Distribuzione startup chiuse e aperte disponibili su crunchbase	57
Figura 8: distribuzione startup identificate come chiuse in modo ostile	59
Figura 9: distribuzione fondazione delle startup negli anni	60
Figura 10: distribuzione fallimento delle startup in analisi	60
Figura 11: distribuzione delle startup nei continenti	67
Figura 12: distribuzione delle startup nei settori.....	67
Figura 13: Startup failure rates nel campione di analisi.....	69
Figura 14: distribuzione geografica delle startup	71
Figura 15: distribuzione dei settori più numerosi nei sistemi legali.....	71
Figura 16: Numero startup fallite per sistema legale in orizzonti temporali diversi	72
Figura 17: Startup failure rates per sistema legale.....	73
Figura 18: diagramma a dispersione vita media - spesa pubblica in educazione.....	78
Figura 19: valori indice rule of law per Nazione	84
Figura 20: diagramma a dispersione vita media - rule of law	85
Figura 21: rappresentazione curva di regressione vita media - rule of law	86
Figura 22: diagramma a dispersione numero startup - indice adeguamento ai diritti fondamentali.....	95
Figura 23: diagramma a dispersione vita media - indice adeguamento diritti fondamentali..	96

Abstract

Le startup svolgono un ruolo cruciale nelle economie globali, contribuendo alla crescita economica, all'innovazione tecnologica e alla creazione di posti di lavoro. Tuttavia, la loro sostenibilità e longevità dipendono da una moltitudine di fattori istituzionali, legali, sociali e culturali, che variano significativamente tra i diversi paesi. Questa tesi, dal titolo "Startup e Sistemi Giuridici: L'Influenza del Regime Legale e delle Politiche Pubbliche sul Ciclo di Vita delle Imprese Innovative", esplora come il regime legale di un paese (common law e civil law) interagisca con variabili istituzionali fondamentali, come la spesa pubblica in educazione, il rispetto della rule of law e la tutela dei diritti fondamentali, influenzando la durata e il successo delle startup. L'analisi empirica si basa su un database di oltre 3000 startup fallite, esaminando le differenze tra i paesi e il loro impatto sulla vita delle imprese innovative. Utilizzando il software STATA, la ricerca ha mostrato che la durata media delle startup varia significativamente tra i sistemi legali, con implicazioni rilevanti per le politiche pubbliche adottate. Questo studio fornisce nuovi spunti per la comprensione del contesto istituzionale e offre indicazioni per il disegno di politiche volte a sostenere l'ecosistema imprenditoriale in diversi contesti legali, contribuendo significativamente alla comprensione delle dinamiche che influenzano l'ecosistema delle startup.

Capitolo 1: Premessa e scopo del lavoro

Le startup hanno sempre avuto un ruolo fondamentale nelle economie dei paesi: esse, guidate da imprenditrici e imprenditori caparbi, si fanno fautrici delle innovazioni tecnologiche, modificando, talvolta, la società in cui si vive.

Le attività imprenditoriali sono infatti tra i responsabili della crescita del PIL nonché dell'occupazione di molti lavoratori mantenendo, dunque, un peso non indifferente nel tessuto sociale ed economico dei paesi

L'imprenditorialità in generale dipende, però, da molteplici fattori definendo, così, una vera e propria cornice (*framework*) che racchiude i principali fattori che portano al successo o meno di attività di questo tipo. In particolare, l'imprenditorialità in un paese dipende da tre contesti principali: sociale, legale e culturale; tra questi rientrano fattori demografici, educativi, storici. È importante capire tali aspetti in quanto determinano diverse tipologie di imprese nonché evoluzioni diverse nel modo in cui tali imprese nascono e sviluppano. I meccanismi di *corporate finance* messi in atto dalle imprese, per esempio, sono ampiamente dipendenti dalle caratteristiche del paese in cui l'impresa opera.

Tali caratteristiche si riflettono in molti aspetti della vita delle imprese, in particolare sulle startup, le quali sono costrette a fronteggiare difficoltà iniziali non indifferenti. L'asimmetria informativa elevata e la mancanza di capitali rappresentano ingenti problemi per le imprese già affermate sul mercato, ma rendono ancor più complicato l'affermarsi di realtà come le startup.

I contesti istituzionali dei paesi, come il sistema legale (*common law* e *civil law*) definiscono delle caratteristiche che influenzano la vita delle imprese già affermate, modificandone la modalità con cui si finanziano o la modalità di gestione. I sistemi legali, infatti, pongono diversa attenzione agli investitori a seconda della storia e delle tradizioni legali sviluppatesi in un paese, portando a risultati totalmente differenti in termini di struttura del capitale.

Come detto in precedenza, le startup sono molto importanti nel tessuto economico e sociale di un paese, ma poiché dipendono da fattori sociali, culturali e legali, non è facile la definizione di un insieme di caratteristiche favorevoli alla loro nascita e sviluppo. Negli anni, molti studi hanno affrontato questo tema, cercando di definire se alcune caratteristiche possano agevolare o meno il successo (o fallimento) di questa tipologia di realtà.

In particolare, questo studio si focalizza sull'interazione tra i sistemi giuridici, con la distinzione tra *common law* e i diversi regimi di *civil law*, e tre variabili istituzionali fondamentali: la spesa

pubblica in educazione, il livello di rispetto della *rule of law* (stato di diritto) e il grado di tutela dei diritti fondamentali. Tali variabili rientrano nel framework appena citato ma, l'obiettivo è comprendere se e come tali variabili, interagendo con le caratteristiche specifiche del sistema legale di riferimento, contribuiscano a creare condizioni favorevoli o sfavorevoli per la longevità delle startup.

Attraverso un'analisi empirica comparativa, questa tesi si propone di offrire una prospettiva originale sull'influenza delle istituzioni e delle politiche pubbliche sul ciclo di vita delle startup, evidenziando differenze significative tra i paesi di *common law* e *civil law*. Non si tratta, quindi, di individuare le cause del successo o del fallimento, ma di analizzare il contesto istituzionale come una variabile cruciale che possa facilitare o ostacolare la sostenibilità e la resilienza delle imprese innovative.

Questo elaborato si inserisce nel contesto appena descritto e intende studiare la relazione tra il ciclo di vita delle startup e il regime legale vigente in un paese. L'obiettivo principale è trovare degli aspetti che in qualche modo interferiscano nella vita imprenditoriale, modificandone aspetti come la durata media prima del fallimento. Per tale motivo è stato realizzato un database di oltre 3000 startup chiuse (o fallite), interrogandosi sugli aspetti principali dei paesi e sul loro impatto sulla vita delle startup. Per l'analisi dei dati raccolti, si è fatto uso del software STATA, che ha consentito di effettuare test statistici e regressioni in grado di evidenziare le dinamiche sottostanti.

La ricerca parte dal presupposto che la differenza nella durata media delle startup tra i regimi di *common law* e *civil law* sia statisticamente significativa. Tale differenza è stata esaminata in relazione alle variabili sopra citate, permettendo di identificare come questi fattori interagiscano con i diversi sistemi legali per influenzare la longevità delle startup.

Il presente lavoro si propone, quindi, di contribuire alla comprensione delle dinamiche istituzionali che modificano l'ecosistema imprenditoriale, contribuendo al dibattito accademico e politico, offrendo spunti utili per il disegno di politiche pubbliche mirate a sostenere il tessuto imprenditoriale nei diversi contesti giuridici e istituzionali. Per far ciò, l'elaborato si pone le seguenti domane di ricerca:

- Analisi delle startup del campione
 - Come si distribuiscono le startup prese in osservazione nelle analisi tra i diversi paesi del mondo?
 - Quali sono i settori di appartenenza delle startup del campione?

- Come si distribuiscono nascita e fallimento delle startup nel periodo in analisi?
- Analisi degli ecosistemi legali
 - Come si distribuiscono le startup tra i diversi ecosistemi legali?
 - Le startup sono distribuite uniformemente o sono concentrate in determinati contesti geografici?
 - Come si distribuiscono i settori di appartenenza delle startup tra i vari paesi? Vi sono paesi specializzati in determinati settori?
 - Il contesto sociale (educazione) ha influenza sulle startup? Questa varia tra i diversi sistemi legali?
 - Il contesto legale (*rule of law*) ha influenza sulle startup? Questa varia tra i diversi sistemi legali?
 - Il rispetto e adeguamento ai diritti fondamentali ha influenza sulle startup? Questa varia tra i diversi sistemi legali?

Capitolo 2: Sistema legale e Imprese

Nel mondo esistono diversi sistemi legali e questi determinano variazioni nella proprietà nonché del modo con cui le imprese si finanziano. I sistemi, infatti, pongono attenzione diversa agli investitori piuttosto che agli stakeholders in generale, determinando, così, caratteristiche distintive nella struttura e nei comportamenti dell'amministrazione aziendale (LLSV 1998).

In generale, le leggi commerciali derivano da due ampie tradizioni: *common law* (originariamente nato in Inghilterra) e *civil law* (derivante dal diritto romano). Tali tradizioni, poi, si sono evolute in vere e proprie "famiglie" di leggi in seguito a conquiste, imperialismi e imitazioni.

Il sistema di *civil law*, derivante dal diritto romano, è il più antico e più diffuso sul pianeta; esso utilizza statuti e codici. Le principali famiglie legali sviluppatesi nel tempo sono (LLSV 1998):

- *Civil law* francese, il cui codice fu scritto da Napoleone nel 1807
- *Civil law* tedesco, derivante dall'unificazione della Germania del 1897
- *Civil law* scandinavo, meno legato al diritto romano rispetto agli altri sistemi

Nel sistema *common law*, non vi sono famiglie legali distinte: esso nasce in Inghilterra e si è diffuso in tutto il mondo durante l'era del colonialismo.

Tali famiglie, esattamente come le tradizioni legali dalle quali derivano, pongono diversa attenzione alle parti coinvolte. Per esempio, le nazioni di tipo *common law* rivolgono maggiore protezione agli investitori; le nazioni in cui si applica il sistema *civil law* francese, invece, la minore; i sistemi *civil law* scandinavi e tedeschi si collocano a metà (LLSV 1998).

Le leggi commerciali, però, esistono in ogni paese; esse pongono attenzione soprattutto alle relazioni legali tra:

- Gli *insiders* (membri interni) e l'impresa
- Gli *outsiders* (membri esterni) e l'impresa

Studi precedenti, (LLSV 1998), affermano come le imprese operanti in paesi con minore protezione degli investitori (*civil law* francese) hanno concentrazione della proprietà maggiore provocando un maggior costo di acquisizione del capitale.

Il regime di *civil law*, poi, è associato ad un maggiore controllo governativo e regolativo, definendo, talvolta, impatti nocivi sui mercati: corruzione, disoccupazione. Il regime di *Common law*, invece, è associato ad una minore formalizzazione delle procedure giuridiche, le quali determinano una maggior sicurezza dei diritti umani (La Porta et al. 2008).

Basandosi sui componenti del quadro istituzionale (governance aziendale, struttura della proprietà, regole e regolamenti, e fattori culturali) possiamo categorizzare i paesi in due gruppi contrapposti (Poursoleyman, Mansourfar, Rezaee, Homayoun 2024):

- paesi con governance aziendale anglo-americana
- paesi con governance aziendale dell'Europa continentale

Si elencano di seguito le principali caratteristiche. (Tabella 1).

Paesi anglo-americani	Paesi dell'Europa continentale
Vale il regime di <i>common law</i>	Vale il regime di <i>civil law</i>
Contrattualisti	Comunitaristi
Orientati al mercato (<i>market based</i>)	Orientati alle banche (<i>bank based</i>)
Incentrati sugli azionisti (<i>shareholders oriented</i>)	Incentrati sugli stakeholders (<i>stakeholders oriented</i>)

Tabella 1: Principali caratteristiche dei Paesi anglo-americani ed europei

Il sistema legale in sé, e le sue origini, non modificano solo l'assetto istituzionale di un'impresa, ma determinano sviluppi e cambiamenti in un paese: studi evidenziano come una maggiore protezione legale degli investitori è un forte predittore di sviluppo finanziario, (La Porta et al. 2008). I paesi con maggiore protezione sono infatti associati a mercati finanziari più sviluppati, mentre quelli con minore protezione sono associati ad un controllo governativo delle banche, (LLSV 1998).

Ciò è evidente se si nota l'andamento della capitalizzazione di mercato nei diversi paesi durante gli anni (Figura 1): dal ventesimo secolo in poi, i paesi a common law hanno subito uno sviluppo finanziario maggiore in parallelo alla crescita di attenzione e protezione degli investitori che, paesi come l'Inghilterra, hanno riposto negli azionisti.

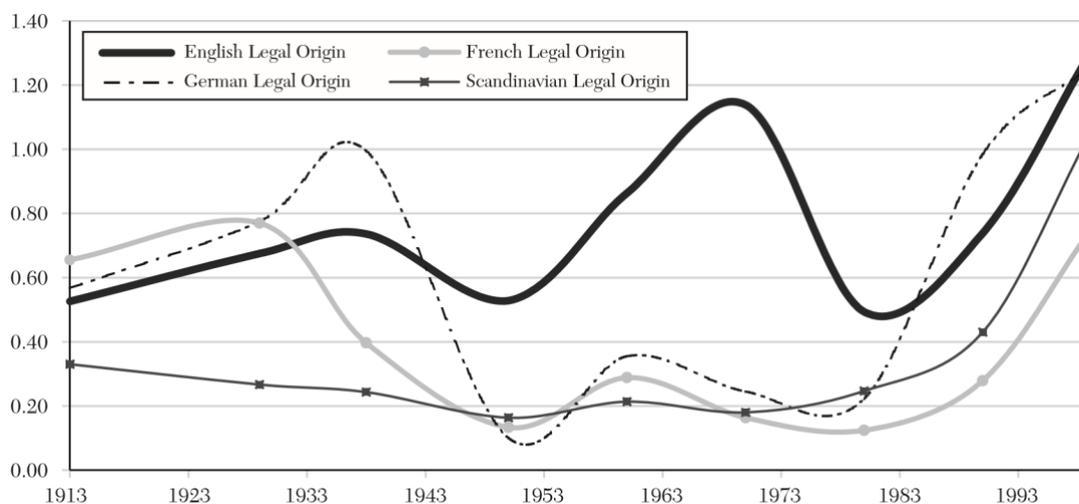


Figura 1: stock market capitalization. (Fonte: LLSV 2008)

Dopo la Seconda guerra mondiale, infatti, il mondo attraversò un periodo di crescita economica esponenziale: tale crescita fu vissuta in modo diverso a seconda del regime legale vigente. Sono stati, infatti, messi in atto metodi diversi per rilasciare capitali alle imprese in modo da superare la crisi. Nei paesi a *civil law* vi fu un massiccio utilizzo dello stato come principale finanziatore di capitale e investitore; al contrario i paesi a *common law* supportarono, invece, la crescita e regolazione dei mercati.

La Porta et al. (2008) hanno, quindi, dimostrato che la divergenza storica di base negli stili delle tradizioni giuridiche, con il focus sul supporto al mercato nel *common law* rispetto all'implementazione delle politiche nel *civil law*, spiega bene perché le norme giuridiche differiscano: tali differenze influenzano i risultati economici e sociali.

Ecco, dunque, che le origini legali e le tradizioni legali in un paese ricoprono un ruolo fondamentale sull'inserimento dello stato nella vita economica e nello sviluppo, conseguente, dei mercati. La corrente di pensiero attuale, (Zingales e Rajan 2023), ritiene che in un contesto pacifico e in assenza di guerre e/o crisi finanziarie, il regime di *common law* sia da prediligere in quanto non avrebbe senso il massiccio intervento dello stato, tipico del *civil law*: quest'ultimo, tuttavia, aumenta di importanza quando eventi inattesi e imprevisi si verificano (crisi, pandemie, guerre).

Le tradizioni legali e le loro origini, poi, determinano una diversa interpretazione delle informazioni e delle azioni intraprese dalle imprese: ciò si riflette in una modificazione dell'asimmetria informativa, (Cho, Lee, Pfeiffer Jr. 2013). L'asimmetria informativa e i costi di agenzia che si vengono a definire, sono i determinanti dell'efficienza degli investimenti in quanto comportano un diverso costo di reperimento del capitale, Jensen e Meckling (1976).

Il regime legale del paese in cui un'impresa opera, quindi, si riflette sui meccanismi di Corporate Governance che le imprese adottano (come accennato in precedenza, il livello di concentrazione della proprietà).

2.1 Sistema common law

Per sistema *common law* si intende un sistema giuridico di diritto non codificato che si basa sul modello di "precedente giurisprudenziale", attraverso il quale i giudizi vengono stabiliti sulla base di altre precedenti sentenze di casi tra loro simili, consolidandosi nel tempo. Tali sistemi, pertanto, vengono da sempre individuati in base ad alcune caratteristiche:

- il diritto di formazione giurisprudenziale (letteralmente diritto prodotto dal giudice)
- il giudice decide in base alle regole poste nelle sentenze precedenti

L'origine giurisprudenziale del *common law* nel Regno Unito è da attribuirsi all'anno 1066, anno in cui, in seguito alla battaglia di Hastings, il normanno Guglielmo sconfisse il sovrano sassone; a questo evento seguì la riorganizzazione dei territori da un aspetto fortemente centralizzato ad un sistema feudale tipico francese (Fonte: Treccani). I poteri relativi al fisco, alla polizia e alla giustizia rimanevano, tuttavia, centralizzati.

La mancanza di separazione delle funzioni tra corti centrali e periferiche, come invece avviene oggi, pose le basi per un'amministrazione centralizzata della giustizia: un meccanismo che concorse a ciò fu il sistema dei *writ*s. Il *writ* era un documento avente la forma di ordine del re con cui i sudditi potevano sottoporre alla giustizia regia un caso solo: veniva investito il signore locale della risoluzione della controversia oppure invitato lo *sheriff* o di disporre quanto prima di un'udienza davanti alla corte regia. Si evince la chiara supremazia del potere regio di amministrare la giustizia.

La crescente tensione tra domanda di giustizia da parte dei sudditi e capacità di risposta da parte del sistema fu la causa ed il successo di una diversa giurisdizione: l'*equity*. Esso indica un insieme di regole, principi e rimedi processuali: si cercava di valutare casi per i quali non vi era rimedio in *common law*. Per secoli, l'*equity* si affiancò al *common law* nel comporre un panorama delle fonti del diritto inglese. I due sistemi sono, poi, stati fusi assieme dalla riforma dell'ordinamento giudiziario eseguita nel 1873-1875.

Il XX secolo fu, poi, caratterizzato dall'integrazione tra diritto giurisprudenziale (*case law*) e diritto legislativo (*statute law*). Negli anni molte riforme si sono susseguite ridisegnando l'assetto costituzionale e giudiziario mettendo in discussione la sovranità del Parlamento, che fino ad allora era quasi assoluta: la sua tradizionale onnipotenza è stata via via ridotta.

Il termine *Constitution* non è, però, da attribuirsi ad una carta costituzionale scritta, ma all'ordinamento costituzionale nel suo complesso, le cui fonti possono trovarsi in regole giurisprudenziali, leggi o convenzioni radicate nel tempo che reggono i rapporti tra parlamento

e governo. Sull'attuale *Constitution* si fondono l'attuale monarchia costituzionale ed il sistema di governo parlamentare; essa si fonda su fonti scritte (*Magna Charta, Bill of Rights; etc...*) e consuetudini. La presenza di continuità di accentramento del potere centrale ha fatto sì che non sia presente il tipico meccanismo di difesa della costituzione: il Parlamento possiede il principio di supremazia e non un testo normativo.

2.2 Sistema *civil law*

Il modello di *civil law*, al contrario, è codificato. Si riferisce a un corpo di leggi basate su codici giuridici scritti derivati da principi normativi fondamentali. Le controversie legali sono risolte facendo riferimento a questo codice, al quale si è arrivati attraverso la legislazione. I giudici sono vincolati dalla legge scritta e dalle sue disposizioni.

Il *civil law*, viceversa, si sviluppò sulla base del diritto romano, soprattutto riferendosi al *Corpus juris* di Giustiniano, e si sviluppò partendo dall'identificazione di principi legali generali e grazie un'ampia elaborazione dottrinale, invece che dalla decisione di singoli casi concreti. Una svolta radicale di differenziazione tra i due sistemi si ebbe con la Rivoluzione Francese e la successiva codificazione, che non raggiunse, all'epoca, il mondo del diritto comune. Non è, però, la formale presenza o assenza di codificazioni ad esprimere la profonda differenza: ci sono ordinamenti di *civil law* senza codificazione (si pensi alla Scozia, al Sud Africa, ai Paesi del Nord Europa); e, dall'altra parte, si pensi alle "codificazioni" americane, quali lo *Uniform Commercial Code* (UCC) o il Codice civile californiano. In realtà sono le differenze "ideologiche" sottostanti, sia nei "contenuti" degli istituti giuridici che nell'"approccio metodologico", a caratterizzare, molto più sostanzialmente, le permanenti differenze tra i due sistemi.

Durante i secoli, dal sistema di *civil law* basato sul Diritto Romano, nacquero diverse famiglie legali, come già discusso all'inizio del capitolo 2:

- *Civil law* francese, il cui codice fu scritto da Napoleone nel 1807
- *Civil law* tedesco, derivante dall'unificazione della Germania del 1897
- *Civil law* scandinavo, meno legato al diritto romano rispetto agli altri sistemi

2.3 Differenze storiche tra i sistemi legali

Il continente europeo dal 1789, anno della Rivoluzione francese, subì forti cambiamenti sociali ed economici, definendo notevoli novità anche negli assetti istituzionali dei paesi:

l'ancien régime europeo fu sostituito da una nuova struttura sociale, economica, politica e giuridica; secondo i dettami di quel movimento culturale, che da tempo aveva teorizzato il processo di ammodernamento della società civile settecentesca, già avviatosi spontaneamente.

In Francia, la rivoluzione realizza, altresì, definitivamente l'unità nazionale, sopprimendo la divisione del territorio per province e provvedendo all'unificazione dell'ordinamento giudiziario. Con l'espressione *droit intermédiaire* si indica il nuovo diritto che regola i diversi aspetti della vita francese tra il 1789 e il 1804, anno dell'entrata in vigore del *code civil*. Il diritto è, infatti, il vero protagonista di questa rivoluzione: sia come strumento dell'attività rivoluzionaria, attraverso il concetto di legalità si procedeva a giustificare l'introduzione di cambiamenti radicali, sia come oggetto di quella stessa rivoluzione che voleva sovvertire le regole. Tra le materie maggiormente innovate dal *droit intermédiaire* vi sono quelle del diritto pubblico e costituzionale: dal 1790 l'Assemblea costituente dichiara la propria volontà di procedere alla sistemazione dell'intera materia privatistica in un codice generale. Il *code civil* si presenta nell'allora panorama europeo come espressione di una nuova società e di una moderna economia, quella borghese appunto. Nel testo vengono a consolidarsi i risultati dell'elaborazione scientifica di tipo sistematico del diritto civile; razionalità e senso pratico ne faciliteranno la forza espansiva.

In Germania, a causa della mancanza di una favorevole congiuntura politica, all'inizio del XIX secolo non si riuscì ad avviare il processo di codificazione: piuttosto che unificare il diritto in un unico codice, si preferì studiare il diritto germanico e romano. Il processo di codificazione in Germania inizia, così, con mezzo secolo di ritardo rispetto all'entrata in vigore del *code civil*. L'elaborazione del Codice civile tedesco, diverso da quello francese, è frutto di uno studio attento delle fonti del diritto: diritto germanico (regole e consuetudini delle popolazioni barbariche), diritto romano e diritto comune.

Le differenze tra le due codificazioni sono inevitabilmente legate allo scarto temporale, il quale ha permesso ai giuristi tedeschi di continuare a raffinare le tecniche di analisi dei testi antichi, romani e germanici, e di sviluppare un'attitudine talmente speciale alla sistematizzazione e alla concettualizzazione da costituirne l'elemento di distinzione. Tuttavia, in entrambe le codificazioni non sono mancate carenze e lacune; per sua natura un elaborato normativo è destinato a subire da subito la forza della mutazione.

In Italia il *Codice civile* mostra chiaramente una sistematizzazione della materia di ispirazione francese. Di più, il legislatore italiano del 1942 ha inserito nell'architettura del codice elementi di grande novità:

- Decise di integrarvi la disciplina del rapporto di lavoro e il codice di commercio (Francia e Germania hanno tuttora un codice a parte);
- Regolò in modo originale alcuni istituti, in qualche caso del tutto assenti nei modelli francese e tedesco;
- Utilizzarono tecniche legislative non nuove, ma divenute esemplari.

Gli ordinamenti nordici, o scandinavi, sono, invece, di difficile classificazione in quanto hanno origine storica nel diritto tedesco ma mancano tutti i tratti tipici del diritto inglese (come il *case-law*). Non sono classificati come sistemi common law, anche se il diritto romano ha avuto scarsa penetrazione e non hanno avuto una codificazione come in Francia e Germania, a parte per la materia commerciale. Anche in Scandinavia, la Rivoluzione francese fa nascere un profondo senso nazionalistico portando a tentativi di unificazione del diritto. Tuttavia, non si procede per codificazioni, ma con leggi uniformi per ambito materiale: essi sono dei proto-codici, molto snelli, lontani dall'organicità del diritto codificato del continente. L'idea di base, una volta fissate le regole cardinali del diritto svedese e danese, è che i giuristi "riempiano" le lacune mediante la propria cultura, in particolare tramite le conoscenze del diritto romano acquisite negli anni della Guerra dei trent'anni.

In conclusione, nel sistema *civil law* i giudici non possono "creare" regole di diritto, essi si devono limitare ad applicare le norme stabilite in generale dalla legge. Essi devono cercare nella legge, quindi, la regola da applicare ai singoli casi che devono decidere. Esso è caratterizzato da una visione "sociale" molto sviluppata: lo Stato protegge gli interessi di carattere generale, la legge si preoccupa di proteggere le parti economicamente e socialmente deboli; si ritiene che solo mantenendo un ragionevole equilibrio tra le parti (con l'utilizzo di norme imperative di tutela) si possa consentire uno sviluppo ordinato e pacifico dei rapporti economici e sociali.

Il sistema Common law, invece, è caratterizzato da una visione fortemente individualistica: i rapporti tra privati vengono gestiti senza (tendenziale) interferenza da parte dello Stato, che da parte sua non deve particolare protezione ai cittadini. C'è una diffusa convinzione che il mercato si autoregoli, trovando da sé le soluzioni migliori, nonostante le numerose e continue smentite che tale opinione riceve.

Capitolo 3: I Sistemi Finanziari

Nel capitolo precedente si è discussa la teoria secondo cui il regime legale possa inficiare la tipologia e performance del sistema finanziario, (LLSV 1998). In questo capitolo si affronta, dunque, il tema dei diversi sistemi finanziari, in particolare quelli definiti nel secolo scorso negli Stati Uniti d'America e in Europa Centrale: storia, differenze ed evoluzione.

Esistono, maggiormente, due forme di finanziamento: quella basata sulle relazioni (*relationship-based*), storicamente più diffusa in Europa e quella a distanza (*arm's-length*), più prevalente negli Stati Uniti, ma che si sta diffondendo anche in Europa (Zingales e Rajan 2023). Tuttavia, quale sistema sia preferibile dipende in modo cruciale dall'ambiente: di seguito, si elencano le caratteristiche di applicazione dei due sistemi (Tabella 2).

Sistema relationship-based	Sistema arm's-length
Imprese e mercati piccoli	Imprese e mercati grandi
Protezione legale debole	Migliore applicazione delle leggi
Poca trasparenza	Imprese formalmente organizzate
Innovazione incrementale	Innovazione rivoluzionaria

Tabella 2: differenze tra il sistema basato sulle relazioni e arm's length

Un sistema basato sulle relazioni può fornire forme migliori di assicurazione, ma lo fa a costo di ridurre l'accesso ai finanziamenti e limitare le opportunità future. Si basa anche fortemente su garanzie implicite o esplicite del governo. Infine, un sistema basato sulle relazioni facilita l'intervento governativo, rendendolo meno costoso e trasparente, (Zingales e Rajan 2023).

I sistemi *arm's-length* necessitano di una solida infrastruttura legale, regolamentare e di monitoraggio per funzionare correttamente: il grado in cui questa infrastruttura è presente varia notevolmente in Europa, con l'Europa meridionale che rimane molto indietro.

Allo stesso tempo, la capacità di un'economia nazionale di trarre vantaggio dai mercati *arm's-length* dipende anche dalla sua struttura industriale. Le grandi aziende, formalmente organizzate, hanno la scala necessaria per generare le informazioni richieste dal sistema a un costo basso e per sfruttare appieno le economie di scala presenti nei mercati *arm's-length*. Le piccole imprese potrebbero essere relativamente svantaggiate da questo movimento verso i mercati, soprattutto laddove l'infrastruttura locale sia inadeguata. Poiché le imprese tendono a essere più piccole nell'Europa meridionale, questi territori potrebbero soffrire, non beneficiando né dei vantaggi del mercato né delle certezze del sistema relazionale non competitivo, a meno che non intraprenda serie riforme strutturali.

3.1 Cenni storici

All'inizio degli anni '80, l'Europa continentale era ancora ampiamente basata su un sistema finanziario relazionale, mentre Stati Uniti e Regno Unito erano diventati sistemi finanziari basati sul mercato. In termini generali, nei primi paesi il capitale circolava essenzialmente all'interno di un insieme di imprese e istituzioni correlate, mentre nei paesi anglosassoni le imprese dovevano spesso raccogliere e restituire denaro a parti "a distanza". Da qui derivano i termini "finanza relazionale" e "finanza a distanza" oppure la caratterizzazione in sistemi basati sulle banche (*bank based*) contro sistemi basati sul mercato (*market based*), visti in precedenza.

Nel 1994, solo il 16% del prestito alle imprese negli Stati Uniti proveniva dalle banche, mentre il 49% derivava dall'emissione di titoli (come obbligazioni e commercial paper). Al contrario, l'80% dei prestiti societari in Germania proveniva dalle banche e solo il 10% dal mercato (Zingales e Rajan 2023).

Tuttavia, in Europa, negli anni si è vista una progressiva migrazione dal sistema relazionale a quello a distanza. Il processo di integrazione monetaria e finanziaria ha favorito lo sviluppo di mercati *arm's-length*: ha aperto gli intermediari nazionali alla concorrenza estera, che, essendo straniera, non poteva essere facilmente controllata tramite il processo politico. Così, la concorrenza esterna ha limitato la capacità degli operatori esistenti di ostacolare lo sviluppo di mercati *arm's-length*.

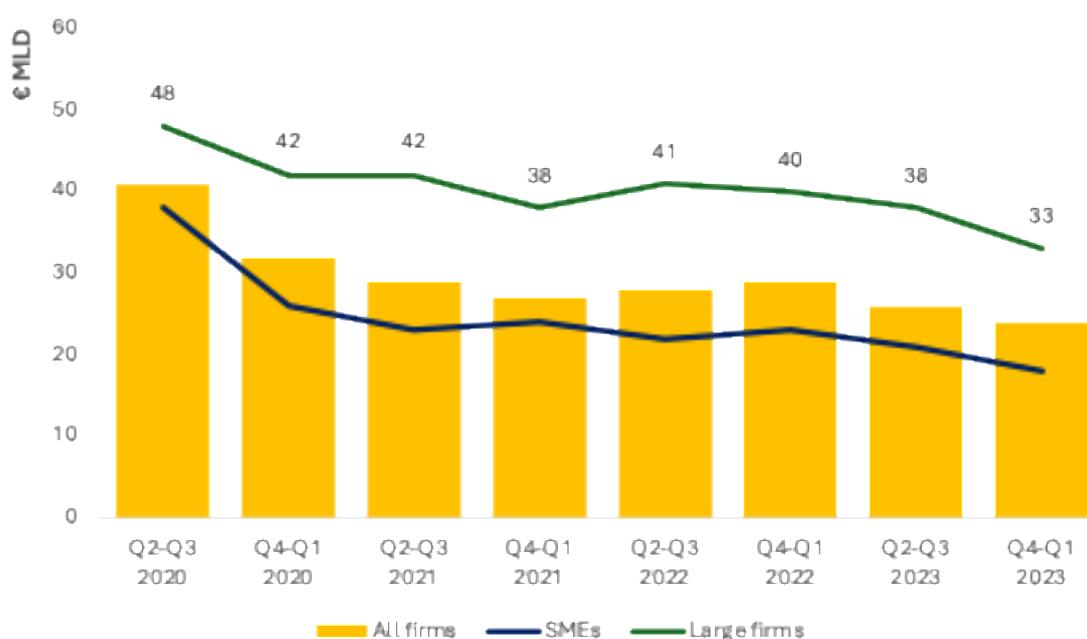


Figura 2: European Central Bank loans requested by firms (Fonte: European Central Bank)

Come mostrato in Figura 2, negli ultimi anni le richieste di finanziamento da parte del sistema bancario in imprese operanti nell'Eurozona sono diminuite; in particolare la motivazione è da attribuire al fatto che le imprese già possiedono fondi interni. Nel secondo trimestre del 2024, la quota di domande di prestiti bancari si è attestata al 19%, risultato ben diverso da quello riportato in precedenza.

3.2 Differenze tra i due sistemi

Il finanziamento basato sulle relazioni garantisce un ritorno al finanziatore concedendogli una forma di potere sull'impresa finanziata, per esempio attraverso una forma di proprietà (implicita o esplicita) dell'impresa. In tutte queste forme, il finanziatore cerca generalmente di garantire il proprio ritorno sull'investimento mantenendo una sorta di monopolio sull'impresa finanziata. Come per ogni monopolio, ciò richiede delle barriere all'ingresso, che possono derivare da regolamentazioni o dall'assenza di trasparenza, o "opacità", del sistema, che aumenta notevolmente i costi di ingresso per eventuali concorrenti.

Nel finanziamento *arm's-length*, invece, il finanziatore è principalmente o esclusivamente protetto da contratti espliciti. L'esecuzione tempestiva e imparziale dei contratti da parte dei tribunali è una preconditione per la vitalità di un sistema basato sui mercati. Inoltre, poiché i contratti sono tipicamente difficili da redigere con tutti i dettagli necessari per governare completamente le transazioni, è importante che la legge fornisca un supporto.

Al contrario, il finanziamento basato sulle relazioni è in gran parte autogestito; le parti intenzionate a mantenere la propria "reputazione" rispettano lo spirito dell'accordo (spesso in assenza di un contratto scritto). Nel valutare le necessità di finanziamento dell'impresa e la sua capacità di pagare interessi e capitale, la banca considererà non solo la capacità attuale di servizio del debito dell'impresa, ma anche la sua capacità a lungo termine di rimborsare. Il tasso di interesse applicato sarà negoziato ripetutamente nel tempo e potrebbe non avere una relazione diretta con il rischio intrinseco del progetto. In un sistema *arm's-length*, invece, l'impresa potrà accedere a una cerchia più ampia di potenziali prestatori, grazie alla maggiore diffusione di informazioni finanziarie (Zingales e Rajan 2023), (Almazan, Suarez, Titman 2009). Il prestito sarà contratto per un periodo specifico e il tasso di interesse sarà competitivo, compensando il prestatore per il tempo e il rischio di quel particolare prestito.

L'assenza di concorrenza e divulgazione in un sistema basato sulle relazioni implica che non ci sono segnali di prezzo chiari a guidare le decisioni (Zingales e Rajan 2023). A differenza di un

sistema *arm's-length*, dove più prestatori competitivi possono fornire a un'impresa mutuataria valutazioni indipendenti sui costi di un progetto, il costo che un mutuatario affronta in un sistema basato sulle relazioni è semplicemente ciò che il finanziatore e il mutuatario negoziano. La negoziazione e allocazione di questo surplus dipendono dal potere di ciascuna parte.

3.3 Sistema finanziario e innovazione

Un sistema *arm's-length*, dove c'è una maggiore disponibilità di informazioni pubbliche, offre alle nuove imprese che tentano nuove tecnologie una migliore opportunità di ottenere finanziamenti, (Zingales e Rajan 2023). La ragione è che ci sono molti investitori provenienti da vari settori, ognuno dei quali ha le informazioni di base per valutare una nuova tecnologia. Così, l'impresa ha numerose opportunità per tentare di convincere gli investitori dei meriti della sua tecnologia.

Data la scarsità di informazioni pubbliche e l'accesso limitato in un sistema basato sulle relazioni, l'impresa ha, al massimo, pochi o pochissimi finanziatori ben informati che possono fare una valutazione, (Zingales e Rajan 2023). Questa tipologia di sistema potrebbe portare al rifiuto di alcune innovazioni meritevoli, ma in tempi normali, dove il cambiamento è incrementale il sistema basato sulle relazioni funziona bene. Se, tuttavia, ci si trova in un periodo di cambiamento straordinario, dove le innovazioni rivoluzionarie possono permettere alle imprese di creare mercati redditizi completamente nuovi, il sistema di mercato basato su accesso libero (*arm's length*) è migliore nel garantire che la maggior parte di queste innovazioni venga finanziata (Zingales e Rajan 2023), La Porta et al. (2008).

Si può estendere il parallelismo al capitale di rischio, che sembra emergere solo nei sistemi finanziari con libero accesso e alta trasparenza. I capitalisti di rischio sono disposti ad investire ingenti somme di denaro in piccole imprese, ma che presentano idee innovative con grandi possibilità di successo (startup). Essi hanno bisogno di un sistema di divulgazione affidabile, non solo perché finanziano giovani aziende, ma anche perché ottengono il loro guadagno solo quando fanno crescere queste imprese al punto che possano essere vendute (*buyble*, vedi paragrafo 5.3) sui mercati azionari pubblici.

Maggiore divulgazione e trasparenza, e l'accesso libero ai finanziamenti associati, aiutano l'emergere di nuove imprese. Il finanziamento basato sulle relazioni, dunque, ha quindi almeno due svantaggi nei periodi di grande cambiamento:

- il modo in cui il sistema esamina le nuove imprese rende più probabile che opportunità nuove e straordinarie rimangano senza finanziamenti
- I sistemi basati sulle relazioni tendono a proteggere le imprese mature e consolidate che si trovano in difficoltà.

In tempi normali, ciò conferisce stabilità al sistema, in periodi di cambiamento straordinario, però, può mantenere le risorse per troppo tempo in usi non produttivi. Tutto ciò conferma quanto detto nel capitolo precedente in quanto al massiccio intervento di istituzioni pubbliche alla regolamentazione dei mercati, La Porta et al. (2008).

Esiste, dunque, una simbiosi naturale tra un governo interventista e i sistemi basati sulle relazioni: gli intermediari basati sulle relazioni prosperano sotto la protezione governativa dalla concorrenza e i governi interventisti godono di maggiore flessibilità e potere in un sistema basato sulle relazioni. Ciò è in linea con quanto espresso nel capitolo 2 in relazione all'intervento dello Stato nel secondo dopoguerra, definendo i diversi andamenti della capitalizzazione di mercato (Figura 1).

Si aggiunge, adesso, il fenomeno della trasparenza e divulgazione delle informazioni come strumento di contrasto all'asimmetria informativa in relazione ai sistemi finanziari dei paesi. In particolare, le imprese fortemente innovative, soprattutto in periodi di cambiamenti rivoluzionari, si trovano in difficoltà e, spesso, non riescono a reperire il capitale necessario per lo svolgimento delle attività.

Capitolo 4: Asimmetria Informativa

In questo capitolo si affronta il tema dell'asimmetria informativa: essa, insieme ai costi di agenzia che si vengono a definire, sono i determinanti dell'efficienza degli investimenti, (Jensen e Meckling (1976), (Almazan, Suarez, Titman 2009). Questa può riflettere adeguatamente le diverse percezioni delle attività, della struttura e delle informazioni rilasciate dalle imprese tra i sistemi favorevoli agli azionisti e agli stakeholder, nonché *market* e *bank based* rispettivamente.

Nei capitoli precedenti è stato già accennato questo tema relativamente alla struttura proprietaria, alle modalità di accesso al capitale e all'interpretazione delle informazioni divulgate. Nel capitolo 3 si è visto, come il reperimento di finanziamenti è limitato dalla bassa trasparenza e divulgazione delle informazioni tipici di determinati sistemi finanziari, sviluppati, sempre, in relazione al regime legale degli stessi.

La divulgazione, o meno, delle informazioni, per esempio quelle inerenti alla responsabilità sociale d'impresa (CSR), poi, potrebbero inficiare ancor di più gli investimenti in base alla proprietà manageriale dell'impresa (Benlemlih, Girerd 2017). Quando la proprietà manageriale è centralizzata (come nei paesi a *civil law* francese, capitolo 2), in particolare, l'impresa risente di elevati problemi di asimmetria informativa: i manager potrebbero inibire la divulgazione delle informazioni per i propri interessi; i creditori, affrontando rischi aggiuntivi, richiedono una maggiore compensazione del rischio, il che aumenta il costo del capitale, (Jensen e Meckling 1976).

Ecco, dunque, che in termini di acquisizione delle risorse ed efficienza degli investimenti, risulta avere una notevole importanza il regime legale e gli aspetti culturali del paese in cui si intende iniziare l'attività di impresa. La trasparenza delle informazioni e la comunicazione, infatti, giocano un ruolo essenziale, (Almazan, Suarez, Titman 2009). Klapper and Love (2004), affermano che esiste una correlazione positiva tra la trasparenza e la valutazione di un'impresa, specialmente in sistemi con sistemi legali deboli (tipici dei sistemi *civil law* francesi).

4.1 Il rapporto d'agenzia

Si definisce un rapporto di agenzia come un contratto in base al quale una o più persone (i "principali") incaricano un'altra persona (l'"agente") di svolgere un servizio per loro conto, il che implica delegare all'agente una parte del potere decisionale. Se entrambe le parti della

relazione intendono massimizzare l'utilità, è ragionevole pensare che l'agente non agirà sempre nel migliore interesse del principale.

Il principale può limitare le divergenze dai propri interessi stabilendo incentivi appropriati per l'agente e sostenendo costi di monitoraggio per limitare le attività aberranti dell'agente. Inoltre, in alcune situazioni, sarà vantaggioso per l'agente sostenere risorse per assicurare che non intraprenderà certe azioni che potrebbero danneggiare il principale, o per garantire che il principale sarà compensato nel caso in cui le intraprenda.

Il rapporto tra gli azionisti e i dirigenti di una società corrisponde esattamente alla definizione di una relazione di agenzia pura: le questioni associate alla "separazione tra proprietà e controllo" nelle moderne società con proprietà diffusa sono intimamente legate al problema generale dell'agenzia. Gli azionisti (principali) delegano i dirigenti (agenti) di svolgere delle attività nei loro interessi.

Le imprese, fronteggiando tale problema, sono costrette a sostenere dei costi di agenzia e a intraprendere decisioni e schemi volte a ridurre l'asimmetria informativa, (Almazan, Suarez, Titman 2009). Tra i possibili metodi utilizzati dalle imprese per ridurre l'asimmetria informativa vi sono i meccanismi di *corporate governance*: la trasparenza delle informazioni è proprio uno di questi.

4.2 Startup e Asimmetria informativa

Gli stakeholders di un'impresa sono essenziali per il successo dell'azienda stessa; essi, di contro, apprezzano i benefici di essere associati a un'azienda di successo, cioè a un "vincitore". Dato questo presupposto, il successo dell'attività d'impresa è strettamente legato a come essa viene percepita, sia internamente, dai suoi dipendenti, sia esternamente, (Almazan, Suarez, Titman 2009). Questo è particolarmente vero per le aziende più giovani, con meno esperienza consolidata e forse una maggiore necessità di attrarre stakeholders, come le Startup.

Per gestire come la loro azienda viene percepita, gli imprenditori fanno una serie di scelte che influenzano la misura in cui le informazioni sull'azienda vengono generate e diffuse sia internamente che esternamente. Queste scelte determinano quello che è definito come il grado di trasparenza dell'azienda.

Tuttavia, la trasparenza è particolarmente costosa: esiste, infatti, il grado ottimale di trasparenza derivante dal bilanciare la corrispondente riduzione del costo del capitale con i costi diretti dell'informazione (Jensen e Meckling 1976).

Studi dimostrano, (Zhong 2018), in aggiunta, che la trasparenza aumenta anche l'efficienza dell'innovazione attraverso il suo ruolo di governance nel facilitare l'allocazione efficiente del capitale destinato alla ricerca e sviluppo (R&D). Poiché le startup sono imprese nella fase di avvio delle attività, caratterizzate da notevoli investimenti in ricerca e sviluppo in innovazione, il ruolo della trasparenza assume uno scopo ancor più importante.

Le considerazioni sulla trasparenza, dunque, possono potenzialmente influenzare il modo in cui un'impresa viene finanziata, ad esempio la scelta tra il finanziamento tramite capitale privato o pubblico e il momento in cui effettuare un'offerta pubblica di acquisto (*Initial Public Offer*, IPO), momento particolarmente importante nel ciclo di vita di una startup). La scelta di emettere nuove azioni oppure non emetterle, infatti, comunica informazioni al mercato, mandando, così, un "segnale" e, quindi, il mercato reagisce a tali informazioni.

4.3 Struttura del capitale

La decisione riguardante la struttura del capitale, e dunque la modalità di finanziamento che si vuole intraprendere, è molto importante quanto complessa. L'impresa deve, infatti, convincere gli investitori della bontà della loro scelta: c'è esigenza di accattivarsi finanziatori.

A causa dell'asimmetria informativa, c'è un problema che si riversa sulla scelta delle fonti finanziarie, definendone così una gerarchia. Ciò che giustifica la scelta (gerarchia) è il costo delle fonti di capitale: l'asimmetria informativa, e il segnale che si lancia al mercato, aumenta il costo dell'aumento di capitale (nuove emissioni azionarie) facendo di questa fonte la più costosa, rispetto al finanziamento a debito e l'utilizzo di fondi propri.

Questo fenomeno è legato a due tipologie di inefficienze: ex-ante ed ex-post alla richiesta di capitale. [Teoria di Jensen e Meckling]

Inefficienza ex-post: in seguito alla diluizione della quota dell'imprenditore, e manager, esso sarà incentivato a sforzarsi meno nel suo lavoro in quanto il costo dello sforzo, sostenuto da lui solo, produce un beneficio condiviso anche dagli investitori che si sono inseriti nella compagine societaria.

Inefficienza ex-ante: gli investitori esterni, *outsiders*, anticipano il minore sforzo prodotto dall'imprenditore, e manager, in seguito alla diluizione della quota e chiedono uno sconto.

Tale sconto è chiamato *underpricing* e rappresenta la differenza tra il valore dell'investimento finanziato da fondi propri e quello finanziato da fondi esterni: in questo modo l'imprenditore,

avendo a disposizione minor capitale, sarà costretto ad effettuare un investimento sub-ottimale rispetto a quello previsto (*underinvestment*).

Tale differenza di valore è il costo del ricorso a finanziamento esterno in equity e rappresenta i costi di agenzia: costi derivanti dal rapporto poco cristallino tra il principale (azionisti) e agente (manager). Il manager può ricorrere a pratiche e comportamenti volti a ridurre tali costi, ma, nonostante ciò, è inevitabile incorrere in una perdita secca rispetto all'utilizzo di fondi propri.

Chi presta a titolo di debito ha in mente soltanto un obiettivo: che il capitale venga rimborsato. Quindi, nella situazione di rischio elevato, tipico delle startup, la probabilità che il debito non venga rimborsato è alto e questo fa sì che il finanziamento a debito sia inferiore di quello richiesto dall'imprenditore e/o concesso a interessi molto alti. Il manager, quindi, non trovando la quantità di capitale richiesta per mettere in atto il progetto, ricorre al finanziamento in equity, perché in grado di fornire maggiori quantità di capitale, anche se ad un costo più elevato. Il ricorso a finanziamento a debito, tuttavia, fa sì che l'obbligo di rimborso spinga il manager a comportarsi in modo efficiente, avendo così una funzione disciplinante: efficienza ex-post. La quotazione in borsa, dunque, prevede l'ottenimento di maggiori quantità di capitale ad un costo più alto rispetto all'utilizzo di fondi provenienti da banche o fondi privati. A causa, proprio, dell'asimmetria informativa che vi è tra impresa e investitori, e dello sconto richiesto dagli outsiders, la quotazione porta al fenomeno di *underinvestment*, come detto in precedenza.

Le imprese che soffrono di più dell'asimmetria informativa sono più soggette a tale fenomeno, come le startup ad alto contenuto tecnologico (high tech). Esse non possono rivelare l'informazione relativa alle proprie ricerche, in quanto rappresenta un asset fondamentale, generando, così, ambiguità nel mercato, il quale sarà disposto ad accettare il rischio, ma, ad un costo più basso. Questo fenomeno è ancor più accentuato in sistemi *bank based* (vedi capitolo 2).

Tra i possibili metodi utilizzati dalle imprese per ridurre l'asimmetria informativa vi sono i meccanismi di *corporate governance*: la trasparenza delle informazioni è proprio uno di questi. La definizione proposta è quella dei docenti R. Vishny e A. Shleifer: "La corporate governance ha a che fare con i modi in cui i fornitori di finanza alle imprese, si assicurano un ritorno del loro investimento". Le caratteristiche specifiche dell'azienda sono state indicate come fattori importanti per comprendere le differenze nell'uso dei meccanismi di governance aziendale in un dato sistema. Naturalmente, le aziende possono differire in vari modi, includendo caratteristiche come dimensione, età, strategia, settore, struttura di governance e composizione della proprietà.

Esistono molteplici strumenti di corporate governance volti a ridurre l'asimmetria informativa e, di conseguenza, il costo del capitale: essi sono divisi tra meccanismi interni ed esterni.

Uno dei possibili meccanismi interni è il consiglio di amministrazione (Cda): esso è considerato come l'organo rappresentativo della democrazia degli azionisti; il *Chief Executive Officer* (CEO) è invece l'organo esecutivo. Nel caso di azionariato molto diffuso, a causa della scarsa partecipazione assembleare da parte degli azionisti di minoranza, potrebbero nascere delle situazioni in cui le decisioni non sono allineate con gli interessi di tutti gli azionisti (*free riding*): la struttura del Cda può mitigare tale asimmetria. La presenza di amministratori indipendenti, la frequenza delle riunioni e la dimensione del consiglio influenzano l'operato dell'impresa, per esempio, la dimensione del consiglio e il valore dell'impresa sono legate da una relazione negativa.

Tra i meccanismi esterni, come si è accennato al capitolo 2, il contesto istituzionale opera un ottimo ruolo di governance: è stato dimostrato che il funzionamento del sistema giudiziario di un paese e lo sviluppo delle imprese sono legati da una relazione positiva, (LLSV 1998). Nel capitolo 3, infatti, si è discusso come l'efficienza del sistema giudiziario intervenga sullo sviluppo del sistema finanziario e, conseguentemente, del finanziamento alle imprese. Altri fattori del contesto istituzionale sono il diritto d'impresa e il regime legale (*common e civil law*), per l'appunto.

Alcuni meccanismi sono più o meno disciplinanti di altri. La loro efficacia ed applicabilità, infatti, dipendono da un notevole numero di fattori quali la dispersione dell'azionariato o l'utilizzo di mercati nazionali o internazionali dei capitali (vedi capitolo 8).

Capitolo 5: La Startup

Nel linguaggio economico, le start-up sono imprese nella fase di avvio della loro attività, o appena quotate in borsa. Il termine ha derivazione anglosassone e nella forma verbale significa "partire, mettersi in moto", (Fonte: Dipartimento per gli Affari Europei). In origine, veniva adoperato per indicare il processo di accensione e avvio di un computer o di un altro dispositivo elettronico. Oggi, start-up, sta anche a indicare un'impresa neonata a forte connotazione innovativa, fondata da uno o più investitori per sviluppare un prodotto o un servizio unico e immetterlo sul mercato.

In particolare, secondo la definizione di Neil Blumenthal, amministratore delegato della Warby Parker, una startup è un'impresa che lavora per risolvere un problema la cui soluzione non è ovvia e il successo non è garantito; sono caratterizzate da alto rischio di fallimento, ma possono anche essere luoghi di lavoro molto unici aventi focus sull'innovazione e grandi opportunità di apprendimento. Esse sono correlate a molteplici fattori:

- problemi e bisogni del mercato
- marketing
- clienti
- innovazione
- time to market
- crescita

Un'ulteriore definizione vede la Startup come un'organizzazione temporanea progettata per cercare un possibile *Business Model* che sia ripetibile e scalabile: un'attività che può espandersi rapidamente e su larga scala mantenendo, o migliorando, i margini di profitto (Steve Blank). Un business model è la descrizione di come un'impresa crea, consegna e cattura valore.

5.1 Differenza tra startup e imprese tradizionali

Gli imprenditori sono soggetti che hanno le competenze e l'iniziativa per anticipare le esigenze attuali e future e portare sul mercato buone nuove idee; essi svolgono un ruolo chiave in qualsiasi economia, (Alexander Kritikos). Essi portano innovazioni sul mercato offrendo un contributo fondamentale alla generazione di valore e al progresso economico (Reynolds, Hay and Camp 1999): vi è una forte congiunzione tra il dinamismo imprenditoriale e la crescita economica di un paese, corrispondendo a bassi livelli di disoccupazione e inflazione.

Rispetto alle aziende esistenti (*incumbent firms*), le nuove imprese investono di più nella ricerca di nuove opportunità; gli *incumbent* potrebbero essere meno propensi all'innovazione a causa

di molteplici fattori, tra cui l'inerzia organizzativa, che intorpidisce la loro capacità di rispondere ai cambiamenti di mercato, o perché le nuove tecnologie potrebbero competere con la loro gamma consolidata di prodotti.

La principale differenza tra una startup e un'impresa è che la startup ha ad oggetto un progetto innovativo (quindi non ancora presente sul mercato) ed è scalabile. Queste caratteristiche non sono invece tipiche dell'impresa tradizionale: essa nasce, quasi sempre, con l'obiettivo principale di generare profitto.

Investire in startup innovative è un'opportunità multidimensionale che va ben oltre il semplice rendimento finanziario. Offre agli imprenditori un laboratorio per studiare nuovi modelli di business, un accesso a reti di elevato valore e una piattaforma per la formazione dei futuri leader.

Investire in tali forme di impresa può fungere inoltre da catalizzatore per una strategia di *Open Innovation*, fornendo accesso a nuove tecnologie, idee e talenti, e creando un ambiente favorevole alla sperimentazione, alla collaborazione e all'accelerazione dei cicli di innovazione.

In un'economia moderna la nascita delle startup, delle nuove aziende, è fondamentale. Lo studio condotto da Reynolds, Hay and Camp (1999) infatti mostra come un maggior livello di attività imprenditoriale porti ad una maggiore crescita del PIL. È, poi, provato che, in media, le nuove imprese sono responsabili di quasi tutta la creazione netta di nuovi posti di lavoro (Fonte: *The Importance of Young Firms for Economic Growth*).

5.2 Caratteristiche distintive

Sono elencate di seguito le principali caratteristiche che distinguono le startup dalle imprese tradizionali.

Scalabilità. Si intende la capacità della startup di crescere in maniera esponenziale utilizzando le poche risorse disponibili. La scalabilità permette di rendere una startup un'impresa avente il focus su un modello validato.

Replicabilità. Si intende la capacità del modello di business di essere ripetibile nei suoi processi, una volta validato sul mercato in piccola scala, e replicato in diversi archi temporali e in diverse aree geografiche.

Temporaneità. L'obiettivo principale della startup è quello di crescere rapidamente e di trasformarsi velocemente in una grande impresa grazie al suo prodotto, o servizio, innovativo.

Innovazione. Essa si trova al centro del modello di business della startup, che nascono per soddisfare un bisogno, latente o manifesto, non ancora soddisfatto dal mercato. Per loro natura, le startup nascono per creare un nuovo mercato, per innovare.

Contesto competitivo. Le startup, poiché innovano, sono caratterizzate dall'operare in contesti di mercato molto turbolenti (cambiamenti rapidi, imprevedibili e significativi che influenzano le dinamiche competitive). L'innovazione, affinché sia tale, si deve diffondere nel mercato: la diffusione di una tecnologia innovativa richiede tempo e porta con sé un elevato rischio di fallimento (Shi e Erniman 2023).

Il modello di Rogers-Moore (Figura 3) mostra le fasi in cui un prodotto di successo viene adottato all'interno del mercato, individuando così cinque categorie di clienti, i quali sono differenziati sulla base di quanto velocemente adotteranno la soluzione fornita. Tale modello, individua la presenza di un *chasm* (baratro): si riferisce al divario, o alla barriera, tra i primi utilizzatori di una tecnologia e la maggioranza iniziale.

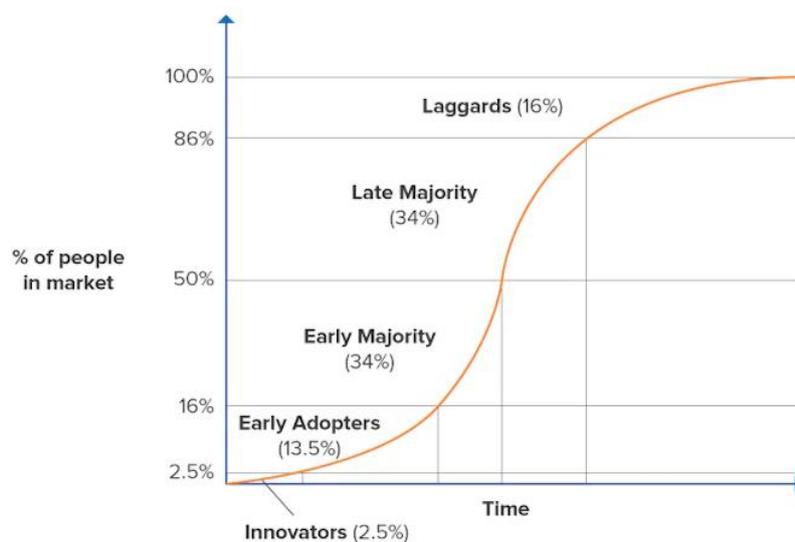


Figura 3: Rogers_Moore model (Fonte: MindTools)

Non tutte le diffusioni, tuttavia, seguono le classiche curve di diffusione dell'innovazione (Rogers, 1962). La diffusione nel tempo di alcune innovazioni è soggetta alla variazione dell'attesa percepita dal mercato, seguendo così l'*Hype Cycle* di Gartner (Figura 4). Esso afferma che la maggior parte delle innovazioni seguirà un modello composto da eccessivo entusiasmo iniziale, seguito da una successiva disillusione. Questo è dovuto al fatto che la comunicazione ed il marketing spingono alla creazione di domanda, "gonfiando" così le aspettative, le quali, in parte, saranno disilluse. La disillusione rappresenta un ulteriore *chasm*, superato il quale si potrà raggiungere il plateau della produttività (la tecnologia è stabile).

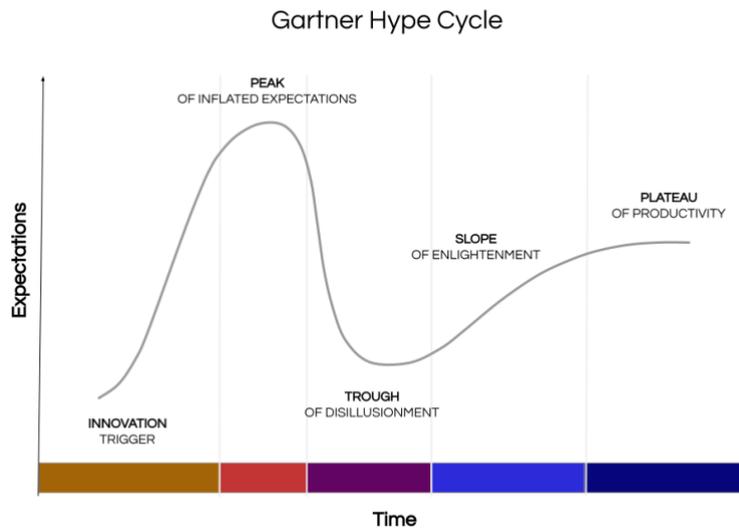


Figura 4: Gartner hype cycle (Fonte: Todreamlife 2021)

5.3 Tipologia di startup

Steve Blank, imprenditore, in un articolo al noto quotidiano americano *The Wall Street Journal*, afferma che le startup si possono identificare entro sei categorie:

- *Lifestyle startup*, il modello di business è tale da generare lo stile di vita desiderato. Gli imprenditori lavorano per sé stessi, perseguendo la loro passione personale.
- *Small business startups*, fondate da persone che investono il proprio capitale nel business, assumendo spesso familiari o persone del luogo come dipendenti. Spesso queste attività sono a malapena redditizie, ma lavorano con passione e dedizione creando nuovi posti di lavoro a livello locale.
- *Buyble startups*, fondate per essere acquisite da altre imprese. Spesso sono vendute a cifre irrisorie rispetto al potenziale futuro. La vendita anticipata di una startup, definita *Exit*, è una strategia imprenditoriale che libera l'imprenditore della sua partecipazione (vedi paragrafo 6.2).
- *Scalable startups*, caratterizzate dall'aver una visione di crescita nitida, tali startup nascono per diventare grandi. Necessitano di ingenti quantità di capitale di rischio affinché il proprio modello di business sia ripetibile e scalabile.
- *Large company startups*, esse nascono dalla constatazione che il ciclo di vita di una grande azienda è finito. Non è più sufficiente, infatti, concentrarsi sull'esecuzione e il miglioramento del modello di business esistente: per sopravvivere nel nuovo contesto economico, le grandi aziende devono puntare ad un approccio innovativo, che riesca a dar

vita a nuovi modelli di business attraverso il ricorso a nuovi modelli organizzativi e nuove competenze.

- *Social startups*, rispetto alle startup scalabili, il loro obiettivo è quello di rendere il mondo un posto migliore, disinteressandosi delle quote di mercato o della generazione di ricchezza. Queste startup possono essere senza scopo di lucro, a scopo di lucro o ibride.

In Italia è definita un'ulteriore tipologia: la startup innovativa. Quest'ultima è caratterizzata dal rispettare dei requisiti imposti dalla normativa vigente, godendo, così, di un quadro di riferimento dedicato.

Capitolo 6: Ciclo di vita di una Startup

6.1 Attività delle Startup

Lungo il suo ciclo di vita, una startup deve compiere determinate attività affinché l'idea iniziale si concretizzi, poi, in un business sostenibile, ripetibile e scalabile. La figura 5 mostra i diversi passaggi da affrontare al fine di lanciare il prodotto sul mercato e crescere.

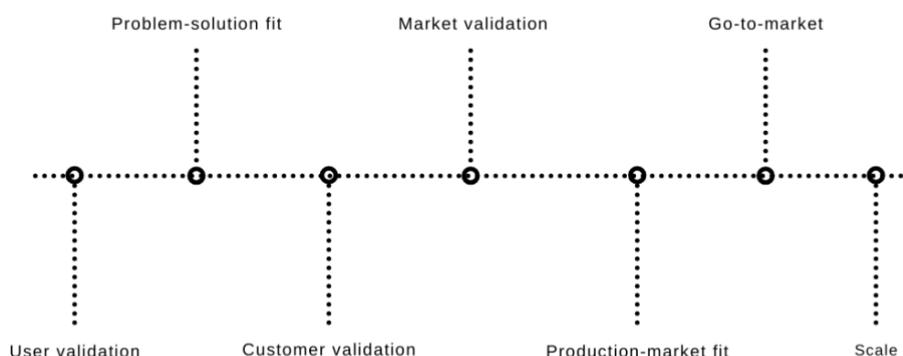


Figura 5: principali attività di una startup

User validation. Processo in cui la visione del fondatore si trasforma in varie ipotesi di business model; le ipotesi sono prima definite, testate ed infine validate attraverso strumenti e metodologie opportuni: questo hanno il fine di assicurarsi che il prodotto, o servizio, sia utile, usabile e desiderabile.

Problem-solution fit. In questo step, l'idea iniziale non ha più assunzioni rischiose: si conosce il problema, il cliente, quale problema si intende risolvere ed il modo in cui lo si fa, la fattibilità della soluzione definita.

Customer validation. In questa fase si verifica se le ipotesi di soluzione sono effettivamente corrette e in linea con le esigenze del cliente in modo da comprendere se il prodotto, o servizio, abbia tutte le caratteristiche richieste. La principale differenza tra la fase di *Customer Discovery* e quella di *Validation* è nello strumento che si utilizza per raccogliere dati: viene utilizzato un prototipo della soluzione, il *Minimum Viable Product (MVP)*. Esso è una prima versione del prodotto finale capace di generare un minimo valore sia per gli *early adopter* (primi adottatori secondo il modello di Rogers) che per la startup: tale valore non deve essere necessariamente

un ritorno economico, anzi, spesso l'obiettivo del MVP, è quello di restituire più dati possibili capaci di guidare le scelte future all'interno di un processo di ottimizzazione e validazione.

Market validation. Consiste nel determinare il mercato target, ovvero quello disposto ad acquistare il prodotto, o servizio, una volta pronto. Attraverso il coinvolgimento degli utenti, la raccolta di dati e l'analisi di questi, l'obiettivo è iterare e migliorare il prodotto, o servizio, fino a soddisfare chiaramente le esigenze del mercato.

Production-market fit. Durante tale fase si inizia a costruire il prodotto effettivo e ottimizzare l'efficacia del prodotto stesso: si è raggiunto il Product Fit quando i primi utilizzatori sono perfettamente soddisfatti del prodotto. Dopo aver ottimizzato il prodotto per i primi utilizzatori, si può iniziare l'espansione verso altri mercati. Espandere il mercato potrebbe portare clienti con esigenze (leggermente) diverse: si è raggiunto il Market Fit quando il prodotto rimane comunque efficace, nonostante l'espansione in nuovi mercati.

Go to market (GTM). Esso si riferisce alla strategia complessiva utilizzata da un'azienda per lanciare un prodotto o servizio sul mercato e assicurarsi che raggiunga i clienti giusti nel modo più efficace possibile. La strategia GTM comprende una serie di attività coordinate che includono il posizionamento del prodotto, la scelta dei canali di distribuzione o la strategia nella definizione del prezzo (*pricing*).

Scale. consiste nel passaggio dalla fase iniziale di avvio e validazione del prodotto ad una fase di crescita accelerata e sostenibile. Essa richiede una pianificazione accurata, una gestione attenta delle risorse e la capacità di adattarsi rapidamente ai cambiamenti. L'obiettivo è crescere in modo sostenibile, aumentando i ricavi e la base di clienti senza, però, compromettere la qualità del prodotto o del servizio offerto.

6.2 Fasi di sviluppo

Le attività prima elencate vengono svolte in particolari fasi di sviluppo. Una startup ha, infatti, un periodo di sviluppo temporalmente definito, diviso in cinque fasi, ognuna caratterizzata da sfide ed opportunità.

La prima fase è denominata *pre-seed*: è il momento in cui viene concepita una *business idea*. Durante questa fase si valuta se l'idea ha opportunità di mercato in cui possa essere applicata e se esistono dei potenziali clienti; è essenziale raccogliere dati e lavorare in modo efficace.

Per avviare la startup si fa uso del *bootstrapping*: un processo che si sostiene da sé e si sviluppa in autonomia grazie a risparmi personali e/o di amici e familiari.

Sfide: difficoltà nel reperimento dei fondi e di un co-founder. È possibile che l'imprenditore si "innamori" della propria idea a tal punto da perdere un punto di vista oggettivo.

Opportunità: l'idea ha un potenziale.

La fase successiva è quella di *seed*, l'obiettivo è quello di creare una struttura solida tale da poter sostenere l'ingresso sul mercato. Intervengono i primi finanziatori esterni, il team si allarga a nuove figure strategiche e si investono notevoli quantità di risorse in ricerca e sviluppo. L'impresa entra sul mercato con un *minimum viable product (MVP)*.

Sfide: generazione di prototipi e affinamento del business model in modo che il progetto sia sostenibile.

Opportunità: l'ingresso sul mercato potrebbe consentire all'impresa di continuare a crescere e procedere alla prossima fase.

La terza fase è quella di *early stage*: il focus della startup è quello di ottenere un feedback dal mercato e individuare il giusto *product-market fit* (relazione che lega il prodotto al mercato) che le permetterà di ottenere i primi ricavi. Durante questa fase, l'obiettivo è quello di ottenere visibilità e aggredire il mercato con il proprio prototipo, aumentando così la *brand awareness* (consapevolezza del marchio, è la misura del grado di riconoscimento che i consumatori hanno nei confronti di un marchio).

Sfide: il prodotto, o servizio, potrebbe non incontrare le esigenze del bacino di utenti individuato.

Opportunità: se il product-market-fit è valido, la startup presenta ottime opportunità di crescita.

Fase di crescita iniziale: *early growth*. Definiti il mercato e il prodotto, o servizio, si definiscono pure un piano di marketing e di espansione: la domanda aumenta e bisogna soddisfarla. La startup ha bisogno di ulteriori fondi per raggiungere la fase di scale, dunque, richiede finanziamenti tramite due round di investimenti, serie A e serie B, principalmente da Venture capitalists e fondi di private Equity, (vedi capitolo 7).

Sfide: difficoltà nel reperire i fondi. Bisogna convincere entità esterne a sostenere il proprio business model.

Opportunità: ottenuti i fondi il mercato cresce in modo esponenziale, la rischiosità della startup diminuisce.

Fase di crescita sostenuta: *growth* oppure *sustained growth*. Il mercato cresce in modo esponenziale e la rischiosità d'impresa è minore: poche startup arrivano a questo punto. Subentrano in questa fase altri investitori, quali hedge fund e banche di investimenti.

Sfide: sostenere la crescita repentina del mercato.

Opportunità: raggiungimento del massimo valore della startup possibile e intraprendere la strategia di exit più opportuna.

L'ultima fase è quella di *Exit*, per l'appunto, e rappresenta il passaggio della startup ad impresa. Si attiva un vero e proprio sconvolgimento della proprietà in quanto gli investitori, presenti finora, sono remunerati del proprio investimento ed escono dalla proprietà.

Le principali strategie di exit sono:

- Acquisizione da parte di un'altra impresa: Efficace in contesti di innovazione, imprese consolidate possono espandere il proprio mercato acquisendo una startup che ha una spiccata quota di ricerca e sviluppo, trasferendo, così, competenze e conoscenza.
- Buyback, i fondatori riacquisiscono le quote precedentemente cedute agli investitori.
- *Initial public offer* (IPO), si intende il momento in cui un'impresa diventa pubblica vendendo le sue azioni in borsa.

Qualunque sia la forma di exit, arrivare a questo punto è davvero un successo per una startup, perché l'incertezza in cui si trova ad operare è grande e il tasso di fallimento molto alto.

6.3 Incubatori e acceleratori

All'inizio del suo ciclo di vita, una startup è caratterizzata da flussi di cassa negativi; questi inizieranno a crescere solo quando le prime unità saranno vendute e, dunque, inizia la fase di vendita. Tuttavia, date le tante sfide che una startup affronta, non è affatto assicurato il successo né in fase di ricerca del business model, evitando, addirittura, il raggiungimento della fase di vendita, né in fase di vendita evitando la massima crescita auspicabile.

Seppur il tasso di mortalità delle startup sia molto alto (vedi paragrafo 9.2), è vero che esistono dei sistemi in grado di fornire strumenti, competenze e spazi in grado di sostenere le fasi iniziali e accompagnare una startup lungo il suo percorso di vita: acceleratori e incubatori.

Secondo la definizione data dalla Commissione Europea, un incubatore d'impresa è un'organizzazione che accelera e rende sistematico il processo di creazione di nuove imprese. È il luogo, fisico e virtuale, in cui una nuova impresa può trasformarsi da semplice idea in effettiva realtà produttiva.

L'acceleratore di startup è invece un programma volto ad accelerare lo sviluppo di startup e di imprese *early stage*. È uno spazio fisico, ma ne esistono anche online, nel quale si offre supporto imprenditoriale attraverso attività di networking o consulenza sul modello di business. Una particolare categoria sono gli acceleratori corporate, o acceleratori aziendali: programmi lanciati da un'azienda che mirano a supportare lo sviluppo di startup o imprese emergenti nel settore specifico in cui opera l'azienda stessa.

La differenza tra incubatore e acceleratore è che il primo fornisce essenzialmente uno spazio fisico in cui lavorare, l'acceleratore, invece, offre servizi professionali di consulenza strategica. Il programma di accelerazione ha una durata media che va da alcuni mesi a un anno. In questo periodo l'obiettivo è risolvere tutte le difficoltà organizzative, operative e strategiche tipiche di una neoimpresa.

In alcuni stati, un incubatore, se dotato dei corretti requisiti, può essere certificato, ricevendo notevoli agevolazioni da parte dello stesso, come in Italia. Al momento in Italia sono presenti 65 incubatori certificati, più di un terzo dei quali è situato nelle regioni del Veneto, Piemonte e Lombardia, (Fonte: Ministero delle Imprese e del Made in Italy).

Nel Regno Unito, paese in cui vige il regime di common law, invece, sono presenti (Fonte: "GOV.UK") 205 incubatori, 163 acceleratori, 11 pre-acceleratori, 7 acceleratori virtuali e 4 incubatori virtuali.

Più della metà degli acceleratori sono attualmente basati a Londra, mentre gli incubatori sono distribuiti in modo relativamente uniforme in tutto il Regno Unito. Mentre tutti gli incubatori offrono alle imprese spazi per uffici o lavoro, i programmi di accelerazione pongono maggior enfasi sul finanziamento diretto, con la maggior parte che offre una qualche forma di supporto finanziario alle startup. In termini di settori, la maggior parte degli acceleratori e degli incubatori ha un focus ampio sulla tecnologia digitale o nessuna preferenza settoriale. Dove esiste una preferenza settoriale, gli incubatori sono molto più propensi a concentrarsi su imprese attive in ambiti scientifici, come la salute e le scienze della vita, rispetto agli acceleratori

Capitolo 7: finanziamento delle startup

Come visto in precedenza, le startup iniziano il loro processo di vita in perdita, almeno in un primo periodo variabile: hanno bisogno di capitali che permettano loro di continuare la ricerca del modello di business e di crescere velocemente una volta che lo hanno trovato. La crescita, *scale-up*, infatti, ha bisogno di capitali.

Tali capitali provengono dal finanziamento tramite fondi propri e/o finanziamento esterno in equity e/o a debito.

Bisogna, innanzitutto, fare una distinzione tra finanziamenti in equity e finanziamenti a debito: i primi corrispondono ad una partecipazione nella società, i secondi rappresentano un prestito nei confronti della società, la quale corrisponderà anche degli interessi in cambio

Con il finanziamento azionario, il proprietario dell'azienda sta vendendo una parte di proprietà della società in cambio di capitale: l'investitore condividerà i profitti (o perdite) dell'azienda e avrà voce in capitolo su come essa è gestita.

Il finanziamento del debito prevede, invece, il prestito di denaro dai finanziatori e il rimborso con interesse nel tempo. L'imprenditore non rinuncia a nessuna quota di proprietà nella società e non è tenuto a condividere profitti (o perdite) con i finanziatori, ma solo alla restituzione del prestito ottenuto maggiorato della quota di interessi.

7.1 Initial Public Offer (IPO)

Come detto in precedenza, l'offerta pubblica d'acquisto è un momento cruciale nel ciclo di vita di una startup in quanto rappresenta una delle possibili *exit strategies* che possono essere intraprese (vedi paragrafo 6.2).

Il ruolo dell'asimmetria informativa in una IPO prevede un aumento del costo dell'emissione impedendo all'impresa di trovare i fondi necessari di cui necessita per l'esecuzione di un progetto che, si spera, possa ricompensare gli azionisti [Teoria di Myers e Majluf].

Quando l'impresa emette nuove azioni, aumenta il capitale sociale: nuovi azionisti si uniscono alla compagine societaria, che vede presenti anche i vecchi azionisti la cui quota viene diluita. Si ipotizza, dunque, in modo plausibile che il manager prenda la decisione di emettere o meno nuove azioni nell'interesse dei vecchi azionisti. Data la presunzione che il manager agisca nell'interesse dei vecchi azionisti, i nuovi azionisti chiedono uno sconto. Infatti, la decisione dell'impresa se emettere oppure no lascia passare un'informazione che induce i futuri azionisti

a chiedere uno sconto. Tale sconto genera *l'underpricing*: esso è responsabile del ridimensionamento del progetto che l'impresa intende effettuare.

La decisione di non emettere, rinunciando ad un progetto, segnala che il valore del progetto è modesto rispetto al valore degli asset preesistenti. Il progetto, infatti, non comporterebbe un aumento di valore della quota sufficiente a compensare la quota diluita in mano ai vecchi azionisti. Il valore in mano ai vecchi azionisti è alto ed era sottovalutato: il mercato reagisce con un aumento del prezzo delle azioni.

Viceversa, la decisione di emettere nuove azioni segnala che il valore del progetto è alto rispetto al valore degli asset preesistenti. L'impresa, dunque, era sopravvalutata, e gli investitori chiedono uno sconto. Questo comporta che l'impresa raccolga meno fondi, rispetto a quelli necessari, per finanziare il progetto, rinunciando a investimenti e progetti profittevoli (*underinvestment*): tale rinuncia genera un impatto negativo sul valore.

La prospettiva della perdita di valore che si verifica nel momento in cui si fa l'emissione può indurre il manager a rinunciare al progetto e al valore che se ne genererebbe. Se il manager rinuncia, finisce, però, via via in una trappola finanziaria e non riesce più a trovare finanziamenti perché costerebbero troppo. Per uscire dalla trappola finanziaria bisogna ricorrere alla gerarchia delle fonti di finanziamento.

7.2 Fonti di finanziamento

Esistono diversi metodi di finanziamento per una startup che possono essere utilizzati in diversi momenti dipendentemente dal ciclo di vita della startup e dal prodotto, o servizio, che sta sviluppando. Di seguito sono elencate le principali fonti di finanziamento.

Bootstrapping, tipico della fase iniziale, prevede il finanziamento tramite i risparmi dell'imprenditore in modo da poter iniziare la fase di validazione dell'idea.

3F (family, friends and fools), qualora non fossero sufficienti i risparmi personali, si può ricorrere ad altre figure, vicine alla figura dell'imprenditore, che possano sostenere le fasi iniziali.

I due metodi sopra descritti, sono utili a oltrepassare la "valle della morte" delle startup, ovvero il periodo in cui non si generano ricavi tali da poter coprire i costi. Sono infatti metodi a cui si ricorre nelle fasi iniziali del processo di sviluppo di una startup

Incubatori e acceleratori, pur non essendo un vero e proprio metodo di finanziamento, rappresentano sicuramente un valido metodo di accesso a investimenti: fornendo assistenza

tecnica e fisica per lo sviluppo di un business model che sia scalabile e replicabile, rendono più plausibile l'accesso a finanziatori esterni (vedi paragrafo 6.3).

Business Angel (BA), generalmente manager o imprenditori che dispongono di vasto capitale da mettere a disposizione a supporto delle startup innovative in cambio di una percentuale di equity. A volte, un business angel decide di investire per motivazioni non necessariamente finanziarie. Essi rappresentano, di solito, la prima fonte di finanziamento esterna fornendo, anche, supporto manageriale tramite il proprio network e competenze.

Venture Capitalist (VC), società finanziarie specializzate in investimenti che possono fornire ingenti somme di denaro, network estesi e conoscenza. Essi partecipano attivamente alle strategie aziendali in quanto possessori di controllo sulla startup: maggiore è l'iniezione di denaro e maggiore sarà la perdita di controllo dell'imprenditore sulla startup.

A volte si confondono *Business Angels* e *Venture Capitalists*: i primi forniscono supporto informale mentre i secondi richiedono il controllo, sono infatti presenti nel board della startup subentrando nelle fasi successive a quelle iniziali. Cambia anche il finanziamento che concedono: i VC possono fornire cifre molto più elevate rispetto ai BA.

In molte nazioni del mondo, come in Europa o negli Stati Uniti d'America, vi è la presenza di *Government Venture Capital (GVC)*, un veicolo di investimento di proprietà del governo, strutturato come un fondo di capitale di rischio (VC): la sua funzione è quella di chiudere il divario lasciato dai fondi di venture capital privati.

Entrambi i tipi di fondi hanno il ruolo di supportare la crescita delle start-up: i fondi di venture capital privati sono principalmente orientati al profitto, mentre i GVC bilanciano l'obiettivo del ritorno finanziario con missioni di sviluppo economico e sociale.

Oltre a cercare ritorni finanziari, infatti, i GVC hanno anche obiettivi di politica pubblica, come stimolare l'innovazione, creare posti di lavoro, sostenere lo sviluppo economico regionale e investire in settori strategici, o in fase iniziale, che potrebbero non attrarre capitale privato. Possono infatti sostenere start-up in fasi molto iniziali che potrebbero non soddisfare i criteri di rischio/rendimento dei fondi privati, (Brander, Du e Hellmann 2015).

Brander, Du ed Hellmann (2015) mostrano che l'utilizzo di questo metodo è più elevato nei paesi in cui vige il regime di *civil law* (37,30% delle imprese), in linea con l'attenzione che tali paesi pongono agli stakeholders di una nazione in generale. L'utilizzo di tale veicolo fornisce alle imprese benefici quali un maggior successo della exit strategy o l'accesso a ulteriori fonti di finanziamento aggiuntive. Tuttavia, seppur, in minima parte, siano anche utilizzati in regime

di common law (15,77% delle imprese), i benefici risultanti dall'utilizzo di questo metodo sono più elevati in regime di *civil law*.

Ulteriore metodo è il ricorso al *capitale di debito*. Le banche, fornendo capitale di debito supportano la crescita; tuttavia, non è il metodo più utilizzato dalle startup. Non avendo bilanci consolidati e agendo in contesti innovativi, quindi turbolenti, i tassi di interesse e le garanzie richieste per la fornitura del prestito sono più che rilevanti, dunque, in genere, vengono concessi come prestiti personali direttamente all'imprenditore, utili nelle fasi iniziali.

Crowdfunding, un metodo di finanziamento collettivo che consente a imprese e organizzazioni di raccogliere fondi da un ampio numero di persone, solitamente tramite piattaforme online. I partecipanti al crowdfunding contribuiscono con somme di denaro che possono variare da piccoli importi a cifre più consistenti. È un metodo valido anche per far conoscere il proprio prodotto o servizio al mercato.

Prestiti governativi. Enti governativi (Unione Europea, Stato, Regioni), fondazioni e aziende pubblicano spesso bandi e call per startup. Queste iniziative nascono proprio per supportare la nascita di nuovi progetti imprenditoriali e lo fanno tramite finanziamenti a tasso agevolato o contributi a fondo perduto.

7.3 Round di finanziamento

Per le startup, ottenere finanziamenti adeguati rappresenta una delle sfide più significative e, al tempo stesso, cruciali per il successo di un'impresa nascente. Solo una piccola percentuale di startup riesce a superare la fase iniziale e a ottenere il capitale necessario per crescere. Questo sottolinea l'importanza di comprendere i diversi tipi di round di finanziamento e le loro specifiche caratteristiche, che possono variare notevolmente in termini di fonti di finanziamento, obiettivi e impatto sul futuro dell'azienda.

Affrontare il percorso di raccolta fondi richiede una preparazione meticolosa e una profonda comprensione delle dinamiche di mercato, oltre alla capacità di presentare il proprio business model in modo convincente.

Pre-seed funding. Avviene in una fase iniziale, primordiale, di raccolta di capitali per una start-up. Questa fase serve principalmente a sviluppare l'idea di business, quindi validare l'idea, organizzare il team e preparare l'azienda per i successivi round di finanziamento. Tramite questo round, si definiscono le basi per procedere alle fasi successive di sviluppo.

Seed funding. Rappresenta un momento cruciale, segnando il passaggio da un'idea a una realtà imprenditoriale tangibile. Questo tipo di finanziamento permette agli imprenditori di coprire le spese iniziali, come lo sviluppo del prodotto e l'attività di *market research*, nonché le spese operative. Il seed funding, solitamente, proviene da business angels, amici e familiari, e consiste in un importo compreso da decine e centinaia di migliaia di euro.

Serie A. Le startup si trovano di fronte alla necessità di consolidare il proprio modello di business e di iniziare un percorso di crescita sostenibile. È il momento in cui la visione iniziale comincia a trasformarsi in una realtà aziendale concreta, con strutture e obiettivi ben definiti: l'obiettivo principale è di dimostrare la capacità di generare entrate in modo più strutturato e prevedibile. Gli investitori che partecipano a questa fase sono principalmente fondi di *venture capital*, interessati a progetti che hanno superato la fase iniziale di incertezza e che mostrano chiari segnali di potenziale scalabilità e di penetrazione del mercato.

Serie B. Questa tappa rappresenta un punto di svolta, dove l'obiettivo principale si sposta verso l'espansione del mercato e la ricerca di una crescita sostenibile. Le startup in questo stadio hanno già dimostrato la validità del loro modello di business e, ora, necessitano di capitali significativi per ottimizzare le operazioni e diversificare l'offerta di prodotti o servizi. Il finanziamento Serie B è, spesso, caratterizzato dalla partecipazione di investitori istituzionali, come fondi di *venture capital*, che possono offrire non solo capitali più ingenti, ma anche un supporto strategico per l'espansione geografica. Gli investitori cercano evidenze che la startup possa mantenere e accelerare il suo ritmo di crescita, gestendo efficacemente le risorse e ottimizzando continuamente la propria offerta.

Serie C. Questa fase è cruciale per le aziende che hanno già dimostrato il loro valore sul mercato e cercano di espandere ulteriormente la loro presenza. I finanziamenti raccolti durante il round Serie C sono spesso destinati all'acquisizione di altre aziende, allo sviluppo di nuovi prodotti o all'espansione in nuovi mercati internazionali. Tra i vantaggi principali, vi è la possibilità di consolidare la propria posizione di leader nel settore e di accelerare la crescita a ritmi precedentemente inimmaginabili. Nonostante le sfide, il round di finanziamento Serie C e i successivi rappresentano un'opportunità straordinaria per le startup di realizzare il loro potenziale di crescita e di affermarsi come leader indiscussi nel loro settore.

Dopo il round di finanziamento Serie C, le startup e le imprese possono continuare a raccogliere fondi attraverso ulteriori round di finanziamento per continuare a sostenere la crescita.

Capitolo 8: L'organizzazione delle Startup

Nel capitolo 4, sono stati enunciati i meccanismi di corporate governance come possibili strumenti di contrasto all'asimmetria informativa: questi si differenziano in meccanismi interni ed esterni.

La struttura interna di un'impresa risulta avere un ruolo importante tra i meccanismi di corporate governance. Uno studio effettuato su un dataset di cento imprese danesi quotate sul Copenaghen Stock Exchange, (Holm e Schøler 2010), ha rivelato il ruolo di governance che la trasparenza e l'indipendenza del Cda ricoprono in due contesti:

- Esposizione al mercato internazionale dei capitali
- Dispersione della proprietà

Dallo studio emerge che la trasparenza assume un ruolo strategico se l'impresa è esposta ad un mercato internazionale dei capitali: gli investitori esteri cercano di ottenere informazioni più dettagliate e "familiari". La trasparenza, invece, sembra non avere un ruolo così determinante in imprese ad azionariato molto diffuso.

L'indipendenza del Cda, invece, è un meccanismo più efficace in contesti di azionariato diffuso, indipendentemente dal mercato dei capitali in cui l'impresa è esposta (nazionale o internazionale): questa affermazione è ancor più valida in sistemi di governance tradizionali. Fattori come le dimensioni dell'impresa e gli aspetti culturali, poi, possono influire in tali relazioni.

Uno studio iniziale di Baysinger e Butler (1985) testa la relazione tra la percentuale di amministratori indipendenti e una misura relativa del rendimento sul capitale proprio: i consigli con più amministratori esterni superano le altre imprese in termini di rendimento. L'indipendenza del consiglio, dunque, è cruciale affinché i consigli agiscano nel miglior interesse degli azionisti.

8.1. IL BOARD

Inizialmente, il fondatore, accompagnato eventualmente da un co-fondatore, sono le tipiche figure presenti a gestire la startup, (Quinton 2016). Quando si richiede il primo investimento di capitale, il *business angel* o il *venture capitalist* richiedono di essere presenti nel consiglio in modo da esercitare un certo grado di supervisione come condizione dell'investimento.

Quando si richiede in finanziamento più ingente (seed o serie A), il consiglio si compone di un ulteriore investitore, indipendente, che sia accettato sia dai fondatori che dagli investitori. Fino a quando la startup non è quotata, le azioni in mano a tali figure sono di due tipologie:

- Azioni ordinarie (fondatore/i ed eventuali co-fondatori);
- Azioni privilegiate, le quali conferiscono diritti particolari aggiuntivi rispetto alla tipologia ordinaria, quali diritto di blocco e/o preferenza di liquidazione (investitori).

Successivi round di finanziamento comportano ulteriore rappresentanza nel consiglio di amministrazione: i nuovi investitori potrebbero aggiungersi al consiglio oppure prendere i posti degli investitori dei round precedenti. La maggior parte dei consigli di amministrazione delle startup, tuttavia, cercherà di evitare di espandersi oltre i sette membri, e quindi è tipicamente più piccolo rispetto al consiglio di amministrazione di una società pubblica media.

La peculiarità del consiglio di amministrazione di una startup è che tutti i membri, oltre ad essere amministratori interni, sono anche caratterizzati da un significativo interesse economico nella società. Pertanto, anche gli amministratori indipendenti, il cui ruolo è ampiamente giustificato nelle grandi imprese, non sono esterni, ma molto vicini ai fatti. Un consiglio di amministrazione di una startup ad alta crescita sarà altamente coinvolto e tutti i membri, anche se con prospettive diverse, avranno un focus intenso e allineato sulla crescita e sulla creazione di valore. A differenza dei consigli di amministrazione delle grandi aziende, dove i membri si concentrano principalmente su supervisione e governance, i membri del consiglio di una startup non sono osservatori distaccati.

L'elevato coinvolgimento dei membri significa non solo fornire consulenza e, dove necessario, dare il consenso alle azioni del management, ma anche essere materialmente impegnati nel supportare la crescita dell'azienda. Tipicamente, le società di venture capital aggiungono valore alle aziende in cui investono attraverso capitale umano (network di conoscenza) e sviluppo del business (facilitano la definizione di una *supply chain*).

8.2 Il tema della diversità

La teoria dell'agenzia vista finora non fornisce una previsione chiara riguardo al legame tra la diversità del consiglio e il valore dell'impresa. Uno dei temi di governance più rilevanti che attualmente devono affrontare i manager, i direttori e gli azionisti delle aziende moderne è la composizione di genere, razziale e culturale, del consiglio di amministrazione.

La diversità nell'industria tecnologica, sia dal lato degli investitori che all'interno delle aziende tecnologiche stesse è quasi assente. Da uno studio, (Carter, Simkins, Simpson 2003), emerge, infatti, che in un campione di 797 imprese aventi Cda medi di 11 elementi, 1,1 elementi sono donne, 0,7 sono minoranze. In particolare, questo risultato cambiare

radicalmente in base al settore industriale di appartenenza dell'impresa (Food, construction, financial ect...).

Lo studio, per valutare il valore dell'impresa utilizza il *Tobin's Q*, dal nome del premio Nobel James Tobin: afferma che il valore di mercato del pacchetto azionario di un'impresa è in grado di misurare la differenza tra il capitale desiderato dall'impresa e il capitale effettivamente posseduto da questa.

$$q = \frac{\text{valore di mercato impresa}}{\text{costo rimpiazzo stock capitale}}$$

Equazione 1: indice di Tobin

Tale valore è semplicemente il costo che l'impresa dovrebbe sostenere per riacquistare tutte le proprie strutture e i propri impianti ai prezzi di mercato correnti. Quindi il valore della "q" misura, fondamentalmente, il rapporto tra il valore di mercato dell'impresa acquistata sul mercato finanziario e il valore della stessa impresa se volesse riacquistare il suo stock di capitale sul mercato dei beni. In questo modo, tale indice è una misura del valore di un'impresa.

Lo studio ha, allora, esplorato le differenze esistenti tra varie caratteristiche distintive di imprese con pochi membri femminili o appartenenti a minoranze (nessun membro) e di imprese con tanti membri femminili o appartenenti a minoranze (due o più membri) all'interno del Cda.

Per quanto riguarda la presenza o meno di membri femminili, dallo studio è emerso che la presenza di donne porta a Cda più numerosi (con maggiore proporzione di minoranze e meno direttori interni), imprese più grandi e performance migliori, calcolate in termini di Tobin's Q. Esiste, dunque, un'importante associazione tra le performance aziendali e la presenza di donne nei consigli di amministrazione.

Per quanto riguarda la presenza o meno di minoranze, invece, dallo studio è emerso che la presenza di minoranze porta anch'essa a Cda più numerosi (con maggiore proporzione di minoranze e meno direttori interni), imprese più grandi e performance anche qui migliori, anche se in modo statisticamente meno significativo (10% anziché 1%).

Quindi, Le aziende con direttori donne tendono ad avere più direttori minoritari e viceversa. Questo risultato suggerisce uno sforzo da parte di queste aziende per avere consigli più rappresentativi. Troviamo anche collegamenti tra la presenza di direttori femminili e la dimensione del consiglio e il valore dell'azienda (performance migliori).

8.3 Valutazione di una startup

La scalabilità delle imprese e il concetto di scaling sono emersi come argomenti di grande rilevanza sia per la ricerca accademica, sia per la pratica imprenditoriale. Oltre all'interesse per la scalabilità e lo *scaling*, la disponibilità di finanziamenti VC privati è aumentata notevolmente negli ultimi anni, sia in generale sia in termini di fondi VC di grandi dimensioni destinati specificatamente a finanziare le esigenze di scaling delle startup, (Somaya e You 2024). Per scalabilità si intende la misura in cui il valore creato da un'impresa (l'utilità totale creata per i clienti dalle sue offerte) aumenta con la scala delle risorse impiegate nel suo core business. A sua volta, lo *scaling* si basa sulla scalabilità di un'impresa e rappresenta quindi un tipo specifico di crescita che mostra un aumento del valore creato rispetto alle risorse incrementali impiegate.

Ad oggi, la valutazione viene fatta mediante metodi che studiano aspetti finanziari e contabili, i quali si basano su ipotesi troppo stringenti da poter essere applicate al contesto delle startup. Nelle valutazioni, infatti, rientrano fattori qualitativi significativi che tipicamente attribuiscono valore alle startup come la composizione e l'esperienza del team nonché l'istruzione del CEO. Il metodo *Scorecard* e il metodo *Berkus* utilizzano, infatti, fattori qualitativi come la qualità del team, il prodotto, la tecnologia, le vendite iniziali e il mercato per valutare una startup. Questi metodi sono particolarmente utili per la valutazione di startup nelle fasi iniziali per due motivi: i metodi quantitativi convenzionali sono difficili da utilizzare a causa della mancanza di informazioni necessarie, la natura di una startup richiede la valutazione di una serie di fattori qualitativi interconnessi.

Un'altra tendenza importante che ha caratterizzato il recente panorama delle imprese è la rapida proliferazione di startup con valutazioni elevate. Questa tendenza è forse meglio rappresentata dai cosiddetti unicorni, startup finanziate da VC privati con valutazioni superiori a 1 miliardo di dollari.

Come detto in precedenza, le startup valutano il loro bisogno di capitale e decidono se utilizzare finanziamenti VC o i mercati pubblici basandosi sulle proprie preferenze e sul costo del capitale di ciascuna fonte. La disponibilità di finanziamenti VC può essere particolarmente importante per le imprese più scalabili che sono predisposte a ritardare le IPO e a intraprenderle con valutazioni più elevate, spinte solo dalla necessità di raccogliere ingenti quantità di capitale.

Capitolo 9: fattori di successo e insuccesso

Come detto in precedenza, le startup operano in ambienti altamente competitive e turbolenti, caratterizzati da forti innovazioni, per lo più radicali ad alto potenziale di crescita. Tuttavia, le difficoltà, o le opportunità, a cui una startup è soggetta, non derivano solo dall'idea innovativa da sviluppare o dal mercato in sé, ma da fattori più ad alto livello.

L'imprenditorialità in generale dipende, infatti, da molteplici fattori definendo, così, una vera e propria cornice (*framework*) che racchiude i principali fattori che portano al successo o meno di attività di questo tipo. In particolare, l'imprenditorialità in un paese dipende da tre contesti principali (*Global Entrepreneurship Monitor, GEM*): sociale, legale e culturale; tra questi rientrano fattori demografici, educativi, storici. Così si definisce il concetto di Tripla Elica, una rete composta da università, industry e governo che comporta la creazione di una complessa matrice con cui gli attori dell'economia si devono interfacciare. Tale matrice porta alla definizione intrinseca di fattori che possano essere di successo o meno per il mondo dell'innovazione.

A causa, proprio, dei contesti caratterizzanti i paesi di appartenenza delle startup, lo studio condotto da Reynolds, Hay e Camp (1999) definisce tre categorie di nazioni (da un campione di 10 nazioni) in base al livello di attività imprenditoriale, calcolato come il numero medio di startup a prevalenza imprenditoriale per cento abitanti:

- Livello *High* (United States, Canada, Israele);
- Livello *Medium* (Italy, United Kingdom);
- Livello *Low* (France, Germany, Denmark, Finland, Japan).

9.1 Le cause di fallimento

Le startup sono realtà complesse che operano in ambienti altamente innovativi e turbolenti, affrontando molteplici sfide lungo il loro percorso di vita: le notevoli difficoltà portano ad un tasso di fallimento del 92% (Fonte: *Startup Genome*). Aspetti culturali, politici e sociali definiscono un *Entrepreneurial Framework* (Reynolds, Hay e Camp, 1999) nel quale le attività imprenditoriali possono essere più o meno facilitate.

I motivi per cui una startup fallisce possono essere diversi (Aminova, Marchi 2021), di seguito si elencano i principali:

Mercato. Il mercato non ha realmente bisogno del prodotto, o servizio, sviluppato: non soddisfa un'esigenza reale del mercato. Questo presuppone commettere degli errori nelle fasi iniziali del ciclo di vita di una startup, ovvero nelle fasi di *user validation* e *problem-solution fit*.

Fondi. L'esaurimento dei fondi è un problema molto comune in quanto nelle fasi iniziali le startup si concentrano sull'effettuare investimenti in ricerca e sviluppo, i quali, per definizione, sono rischiosi. Quando si effettuano i round di finanziamento, inoltre, per via dell'accentuata asimmetria informativa tra le parti interessate, è difficile riuscire a convincere gli investitori, per cui, spesso, si ottengono finanziamenti inferiori rispetto a quelli necessari per il progetto rischiando, appunto, di esaurire velocemente i fondi.

Concorrenza. Come detto più volte, le startup operano in ambienti di mercato turbolenti, caratterizzati da innovazione e progresso continuo: questo porta a confrontarsi sempre con la concorrenza. La difficoltà iniziale sta nel sapersi imporre su un mercato in cui già operano altri soggetti, contendendosi quote di mercato; questo non succede se si seguono strategie particolari, come la *blue ocean strategy*: promuovono la creazione di nuovi spazi di mercato incontestati piuttosto che competere nei mercati esistenti saturi ("Blue Ocean Strategy", W. Chan Kim e Renée Mauborgne). Importante realizzare un'analisi dettagliata della concorrenza e seguire delle strategie ben delineate.

Sempre più spesso, però si osserva un fenomeno mirato a ridurre una futura possibile concorrenza con imprese molto innovative. Imprese già consolidate sul mercato acquisiscono imprese a forte connotazione innovativa, interrompendone lo sviluppo e prevenendo così la futura concorrenza. Questo fenomeno prende il nome di *Killer acquisition*. Ovviamente l'incumbent ha molto più interesse ad intraprendere questo fenomeno quanto più ha da perdere qualora l'innovazione entrasse nel mercato. A causa di ciò, questo fenomeno avviene proprio nel periodo di maturazione della tecnologia innovativa, eliminandone la possibilità che essa possa affacciarsi al mercato.

Pricing. La definizione del prezzo e la strategia di pricing influenza notevolmente le performance di un'impresa sul mercato, ancor di più se si tratta di una startup che si sta per approcciare alla fase di vendita. La strategia di pricing è di fondamentale importanza per effettuare la segmentazione di mercato ed essere competitivi; la definizione del prezzo, eliminati i costi sostenuti, invece, definisce il margine che l'impresa produce. È necessario effettuare delle analisi preliminari volte alla definizione della corretta strategia, quali la *value analysis*, che prevede la definizione di quattro diverse tipologie di valori associati al proprio

prodotto o servizio (*use value, cost value, esteem value e market value*), o metodi come quello di *Van Westendorp*, che prevede l'individuazione della disponibilità a pagare dei clienti.

Un altro aspetto fondamentale è il tempo: lanciare un nuovo prodotto, o servizio, e il rispettivo successo, dipende fortemente dal momento in cui questo avviene. Secondo il modello di *Lens*, infatti, la *market share* è data dalla seguente formula:

$$\text{market share} = \text{demand} * \text{awareness} * \text{availability}$$

Equazione 2: modello di Lens

La domanda effettiva di mercato, allora, è definita come la domanda che si verrebbe a creare se tutti fossero a conoscenza dell'esistenza del prodotto, o servizio, (*awareness*), e della sua disponibilità quando se ne rende necessario (*availability*).

Esistono, poi, altri motivi che potrebbero portare al fallimento delle startup come una scelta di marketing, o di comunicazione, debole o errata. In un mondo in cui la comunicazione e la pubblicità sono ovunque, una strategia di marketing sbagliata potrebbe portare o alla mancanza di *awareness* sul mercato, oppure difficoltà, o totale incapacità, nel mantenere i clienti precedentemente acquisiti.

Team. Il team rappresenta una delle componenti fondamentali di una startup. Il team delle startup, in genere, varia da tre a cinque persone e può essere costruito secondo due modalità: in base alle competenze dei componenti necessari per attuare il business model o, in alternativa, nasce con i founders che sono, in genere, le persone che hanno avuto l'idea e che realizzeranno il prodotto partendo dalle skills dei componenti. Esso deve essere composto necessariamente da soggetti con le giuste competenze ma che sappiano lavorare in armonia con un unico focus e visione comune: la realizzazione dell'idea di business. I team delle startup che hanno riportato alti livelli di esperienza precedente ma livelli medi o bassi di passione e visione collettiva sono risultati complessivamente più deboli (fonte *Harvard business review*).

In particolare, diversi studi trattano il tema dell'educazione come caratteristica necessaria all'interno del team di una startup: la teoria afferma che i soggetti con educazione più elevata performano meglio (Baum, S., & Payea, K. 2004). Questo spiegherebbe l'importante ruolo delle università e del sistema educativo in paesi sviluppati: esso permette di modificare la percezione dell'opportunità imprenditoriale in realtà economica. Tuttavia, l'educazione deve essere considerata come un asset dinamico e non statico (Aminova, Jegers 2011): il concetto di miglioramento continuo deve essere applicato anche alle conoscenze e competenze che un soggetto possiede.

9.2 Statistiche fallimento

Secondo studi statistici, il 90% delle startup fallisce nel medio-lungo termine: quasi il 50% di esse falliscono durante i primi cinque anni (Fonte: *United States Bureau of Labor Statistics*). Questi valori valgono parallelamente sui diversi settori industriali in cui le startups operano.

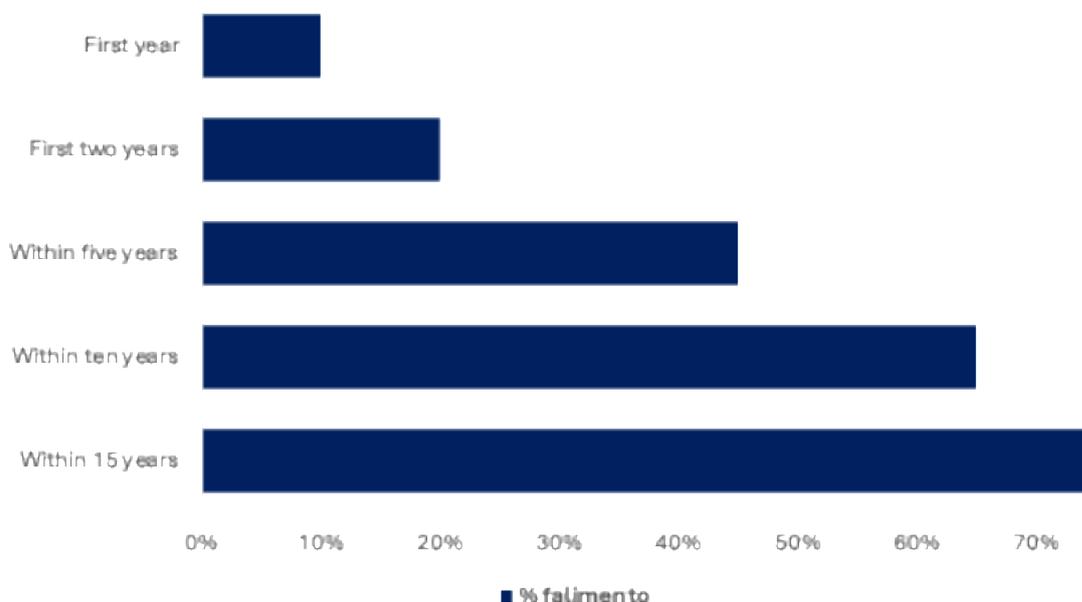


Figura 6: Startup failure rates (Fonte: *Exploding Topics*)

Gli studi, tuttavia, affermano che il tasso di fallimento diminuisce con l'aumentare dell'esperienza del founder, anche nel caso in cui sia stato fondatore, in passato, di startup successivamente fallite.

Questo risultato, però, non si osserva in tutti i paesi ma dipende dalla cultura legale ed imprenditoriale del paese di riferimento: in molti paesi, un singolo fallimento imprenditoriale etichetta una persona a vita come un perdente, o "fallito".

L'esperienza è opposta negli Stati Uniti, dove agli imprenditori viene più facilmente data una seconda possibilità, anche dopo un fallimento, dimostrando chiaramente che destigmatizzare il fallimento è fondamentale per lo sviluppo di una ricca cultura imprenditoriale. Creare una tale cultura riduce anche la paura del fallimento, che è ancora il principale ostacolo all'imprenditorialità: questo è il cambiamento che si sta cercando di attuare negli ultimi anni in Italia.

La liquidazione giudiziale è, infatti, la procedura che sostituisce il fallimento in Italia, ed è finalizzata a liquidare il patrimonio dell'imprenditore insolvente, ripartendo il ricavato in favore dei creditori sulla base della graduazione dei loro crediti. Il cambio di nomenclatura individua

un cambiamento che l'ente regolatore vuole attuare per agevolare l'instaurarsi di una cultura più orientata al rischio e all'innovazione.

Il fallimento, o più in generale l'insuccesso, però può essere visto da un'angolazione diversa: esso comporta, infatti, apprendimento. Attraverso la conoscenza e l'apprendimento continui, si migliora fino ad arrivare al successo: le imprese che accettano fallimenti controllati e, soprattutto, apprendono da questi, acquisendo preziosa flessibilità e una maggiore possibilità di sopravvivenza (Haapala Sami, 2016). Il fallimento è visto come un acceleratore di competenze (Mitchell R.K., Mitchell J. R., Smith J. B., 2004): un sistema imprenditoriale che accetta il fallimento come forma di apprendimento potrebbe portare a maggiori successi imprenditoriali. Questo è dovuto fondamentalmente ad un approccio basato sul *learning by doing* sia in relazione al singolo all'individuo ma anche in termini di sistema economico.

9.3 Il concetto di Bancarotta

Le leggi sul fallimento e sulla riscossione dei crediti sono sempre più riconosciute come istituzioni fondamentali, necessarie per la crescita dei mercati del credito e dell'imprenditorialità nelle economie in via di sviluppo, nonché la definizione di meccanismi di corporate governance *ad hoc*, (Claessens e Klapper 2002). La progettazione di queste leggi varia sostanzialmente da paese a paese: la legge appropriata e il giusto equilibrio tra gli interessi del debitore e del creditore dipendono, infatti, dalle caratteristiche esistenti dell'economia. Le evidenze empiriche della letteratura giuridica e finanziaria mostrano relazioni positive tra il grado di favore delle leggi di riorganizzazione verso i creditori e risultati desiderabili, come la dimensione dei mercati del debito (LLSV 1998). Importante è anche la distinzione tra la qualità del codice legale e la qualità dell'applicazione, rilevando che entrambe sono importanti per lo sviluppo.

Un regime di insolvenza cerca di bilanciare diversi obiettivi, tra cui la protezione dei diritti dei creditori e degli altri stakeholder, essenziale per la mobilitazione del capitale per investimenti, capitale circolante e altre risorse, e l'evitare la liquidazione prematura di aziende ancora vitali (Ayotte e Yun 2004). Un buon regime di insolvenza dovrebbe anche impedire ai manager e agli azionisti di contrarre prestiti imprudenti e ai creditori di concedere prestiti con un'alta probabilità di insolvenza. Allo stesso tempo, il regime di insolvenza dovrebbe promuovere un certo grado di imprenditorialità nell'economia in generale. Inoltre, dovrebbe garantire un risultato efficiente *ex post*, nel senso che si ottenga il massimo valore totale per l'impresa in difficoltà con il minimo costo diretto e la minima perdita di valore di continuità aziendale.

Una legge fallimentare ottimale dipende dalla struttura informativa dell'economia (Hart 2000), poiché questa struttura è fondamentale per i rapporti tra creditori e debitori. Nello specifico, una legge fallimentare ottimale include sempre:

- capitolo del creditore che consente ai creditori di liquidare l'impresa e ottenere l'intero flusso di cassa derivante dalla liquidazione se il gestore non riesce a convincerli a continuare.
- un capitolo del debitore, che riguarda le procedure fallimentari quando il gestore avvia la bancarotta. È efficiente quando il gestore non ha un vantaggio informativo o quando il metodo di monitoraggio adottato non è particolarmente efficace.

In questi casi, il capitolo del debitore ottimale previene una continuazione inefficiente dando al gestore il suo valore dalla continuazione quando avvia la bancarotta, ma non più di questo valore, per minimizzare l'inefficienza nella fase di finanziamento. Inoltre, il capitolo del debitore impedisce ai creditori di forzare una liquidazione inefficiente quando la continuazione è più vantaggiosa. Questo viene fatto minacciando di imporre una penalità ai creditori ogni volta che vogliono liquidare un'impresa che è economicamente vitale.

La costruzione della legge fallimentare ottimale, dunque, tenta di definire delle efficienze ex-ante ed ex-post l'avvio della procedura di bancarotta (Claessens e Klapper 2002). Nel caso ex post, il compito principale della legge fallimentare è implementare una liquidazione efficiente e l'allocazione dei proventi della liquidazione; nel caso ex-ante, essa influenza lo sviluppo del capitale umano e la scelta dei progetti.

Berkovitch e Israel (1999) hanno caratterizzato i paesi, in via di sviluppo e sviluppati, mediante due tipologie di informazioni: sui fondamentali e strategiche. I paesi sviluppati, infatti, sono caratterizzati dalla circolazione di notevoli informazioni sui fondamentali. Tali paesi, poi, sono ulteriormente categorizzati in base alla tipologia di informazione strategica, definendo di conseguenza il sistema economico del paese stesso:

- sistema orientato al mercato (*market based*) è caratterizzato da informazioni *soft*, di tipo qualitativo;
- sistema orientato alle banche (*bank based*) è caratterizzato da informazioni *hard*, di tipo quantitativo;

La distinzione della corretta legge fallimentare non deriva solamente dal tipo di informazioni circolanti in un paese ma anche da altri fattori quali numero e dimensioni delle imprese nonché applicabilità della legge nei tribunali o dal regime legale in vigore (common law o civil law).

Le start-up, come spiegato in precedenza, sono relativamente difficili da monitorare, perché non è semplice comprendere la natura degli asset intangibili e il potenziale commerciale, specialmente se coinvolgono un'intensa attività di ricerca e sviluppo; hanno, poi, informazioni "hard", dato che tendono ad avere strette relazioni con i loro fornitori di capitale di rischio. In questo caso è, dunque, necessario la definizione di una legge fallimentare che abbia sia il capitolo del debitore che del creditore. Viceversa, per le grandi imprese, si guarda la tipologia di mercato: l'orientamento al mercato o alle banche determina la quantità di informazioni disponibili nel mercato stesso (vedi capitolo 3).

Il grado ottimale di protezione dei creditori nelle leggi di riorganizzazione di un paese dovrebbe anche adattarsi ad altre caratteristiche dell'ambiente legale. È proprio questo adattamento all'ambiente legale che potrebbe creare la grande differenza nel livello delle politiche pro-creditore/pro-debitore riflesse nelle leggi di riorganizzazione tra diversi paesi. Infatti, si è visto che il grado di applicabilità della legge e l'accuratezza delle decisioni giudiziarie dovrebbero essere tenuti in considerazione nella definizione della legge: una maggiore efficienza giudiziaria è associata a un maggiore utilizzo della bancarotta (Claessens e Klapper 2002).

Questo è logico, infatti, sebbene ci si possa aspettare che l'uso della bancarotta vari in base alla forza dei diritti dei creditori, ciò sarà influenzato anche dalla capacità dei creditori di esercitare tali diritti, che a sua volta dipenderà dall'efficienza del sistema giudiziario e dalla tipologia di sistema finanziario sviluppatosi.

Le bancarotte, si è notato, sono più frequenti nei paesi di common law e nei sistemi finanziari orientati al mercato. Le imprese nei sistemi economici orientati verso le banche tendono ad avere rapporti più stretti con la loro banca principale; i creditori in economie di questo tipo potrebbero quindi avere meno bisogno, o essere meno inclini, a utilizzare procedure di bancarotta formali (e costose) per risolvere le difficoltà finanziarie. Viceversa, invece, nei sistemi orientati al mercato, dove invece si utilizzano metodi più formali. Lo studio di Claessens e Klapper (2002), mostra come il concetto di bancarotta sia correlato a tante variabili legate alla vita di un'impresa e di un sistema economico, più in generale: origine legale, PIL del paese, aspetti culturali del paese ovvero il grado di sviluppo del paese, ect...

Dallo studio emerge come i paesi con livelli più elevati di PIL reale pro-capite hanno un maggiore utilizzo della bancarotta, con il coefficiente significativo al livello dell'1%. Questo suggerisce che un maggiore sviluppo generale ed economie più orientate al mercato sono coerenti con una maggiore efficienza giudiziaria e un maggiore utilizzo dei tribunali.

Ovviamente, nel caso di una decrescita del PIL, cioè una decelerazione della crescita, aumenta l'uso della bancarotta.

Esiste, poi, una relazione significativamente negativa tra il tempo richiesto per avviare una nuova attività e l'uso della bancarotta: nei paesi in cui è più restrittivo e difficile avviare una nuova impresa, si osservano anche tassi di bancarotta più bassi. Prova del fatto che l'elevata burocrazia opera a monte come una sorta di selezione che, tuttavia, non è sempre da attribuire ad elevata performance imprenditoriale, poiché, magari, le idee più innovative e rischiose vengono inibite dall'essere avviate preferendo idee meno rischiose e più "facili".

È, però, differente l'interpretazione sul fallimento delle piccole e medie imprese (PMI): il fallimento di queste viene visto come un distress economico. L'utilizzo della bancarotta non viene adoperato in quanto si tende a preservare il valore di continuazione di queste (alto rispetto a quello di liquidità) utilizzando altri metodi fallimentari, come liquidare i propri creditori garantiti al di fuori del tribunale.

Interessante è, inoltre, il contributo che tale studio ha fornito legando la bancarotta al sistema legale in un paese: i paesi con codici di diritto civile francese e tedesco, che sono tipicamente classificati come aventi diritti dei creditori più deboli e sistemi giudiziari meno efficienti, utilizzano le procedure di bancarotta in misura significativamente inferiore rispetto ai paesi con orientamenti di diritto comune. Inoltre, troviamo che i paesi in transizione hanno un uso della bancarotta inferiore, forse perché i loro codici legali e sistemi giudiziari sono più recenti e perché creditori e debitori hanno meno esperienza nell'uso dei tribunali per risolvere le difficoltà.

Con l'efficienza dell'ambiente legale (*rule of law*) esiste una correlazione positiva; infatti, maggiore è la probabilità che un creditore possa riscuotere rapidamente e con successo in tribunale, maggiore è la probabilità che i creditori utilizzino procedure di bancarotta formali e costose in caso di default. Includendo, però, l'effetto che tenga conto sia dell'efficienza legale che dell'origine legale, la correlazione sopra riportata è meno positiva; questo può essere dovuto al fatto che origine legale ed efficienza giudiziale sono aspetti legati tra loro, come visto in precedenza al capitolo 2.

I diritti dei creditori invece influenzano positivamente, anche se non in modo statisticamente significativo, l'uso della bancarotta; infatti, una maggior protezione dei creditori potrebbe rendere le procedure di bancarotta più efficaci e quindi essere utilizzati di più. L'effetto netto

potrebbe essere che i diritti complessivi dei creditori non siano significativamente correlati all'insorgenza di fallimenti.

Questo spiegherebbe perché in paesi con sistema civile (come quello francese) tipicamente orientati alle banche, con diritti dei creditori più deboli e sistemi giudiziari meno efficienti, l'utilizzo della bancarotta è inferiore. In più, come mostrato in precedenza, anche il tempo necessario per creare un'impresa determina un diverso utilizzo della bancarotta: in particolare più lungo è tale tempo e minore è l'uso della bancarotta. Questo risultato potrebbe mostrare che l'elevata burocrazia tipica dei paesi civil law e la componente dello stato nel funzionamento dei mercati, sono fattori che influenzerebbero l'utilizzo di tale strumento.

Innovazione e regolazione sono infatti correlate negativamente: una maggior regolazione corrisponde ad un minore indice di performance innovativa di un paese (Fonte: *Innovation Union Scoreboard*).

Capitolo 10: Metodo di lavoro.

Questo elaborato riprende, in parte, i temi trattati da La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (Law and finance, 1998). Partendo dalla definizione del sistema legale dei 49 paesi presi in considerazione dallo studio, si è definita una nuova popolazione di startup: essa è stata concepita tramite l'applicazione di una serie di vincoli sottoelencati.

Lo scopo principale dell'elaborato non è definire se le variabili istituzionali in analisi presuppongano l'instaurarsi di fattori più o meno di successo (o di fallimento) per le startup, ma se esse hanno influenza su alcuni aspetti chiave come la durata media o il numero totale di startup in un paese a seconda del regime legale vigente.

Per far ciò, le analisi sul campione e le regressioni sono state eseguite attraverso l'utilizzo del software statistico STATA, analizzando prima la connessione tra le variabili e poi ampliando tale focus ad ognuno degli ecosistemi legali in analisi: diritto comune, diritto civile francese, tedesco e scandinavo. A tal proposito, una volta costituito il database, a partire dalle startup presenti, si è effettuato uno studio sulle variabili principali dei paesi di cui fanno parte le startup in analisi.

Di seguito è mostrato il metodo per la costruzione del database e le variabili utilizzate nelle analisi.

10.1. Definizione del campione e costruzione del database

Per la definizione dell'insieme delle startup su cui vertono le analisi, si è fatto uso del portale *Crunchbase*: è un database contenente la totalità, o quasi, delle startup presenti sul pianeta. Attraverso una serie di filtri da poter impostare direttamente online, è quindi possibile la costruzione di una popolazione di startup più coerente alle proprie esigenze. A partire dalla posizione dell'Headquarter, ho applicato i seguenti filtri per ogni ricerca effettuata:

- Type: For profit
- Operating status: closed

In questo modo, la popolazione così definita è caratterizzata dalle sole startup chiuse aventi scopo di lucro.

Dalle ricerche effettuate sul database, è emerso che quasi la totalità delle startup appartenenti ai paesi sopra elencati sono tuttora attive; infatti, solo una piccola percentuale (4% circa) è stata chiusa (Figura 7). Tale ricerca ha come output, dunque, una popolazione che racchiude un totale di 112835 startup chiuse.

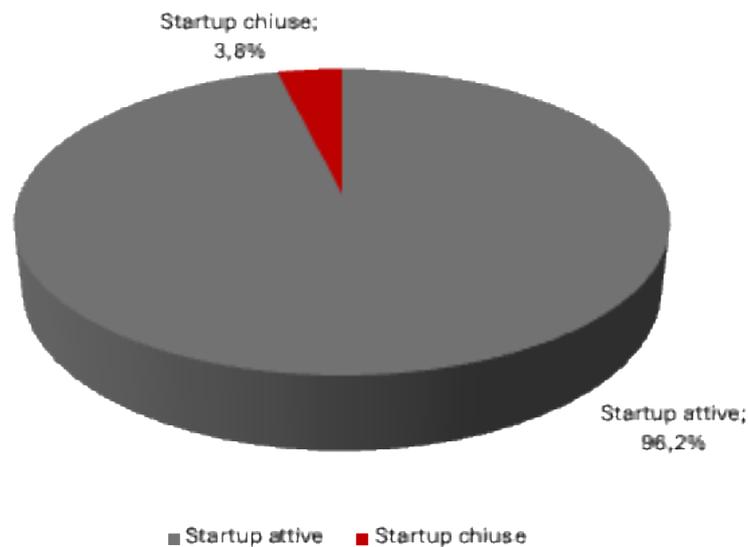


Figura 7: Distribuzione startup chiuse e aperte disponibili su crunchbase

Della popolazione sopra citata si è, quindi, definito il campione di analisi. Il ridimensionamento della popolazione è una scelta dettata dal vincolo imposto dalla tipologia di abbonamento al database online: non si può avere la totalità dei dati ma solo una piccola parte di essi.

A partire dalla popolazione, dunque, si è definito il campione prelevando in modo casuale quante più startup da ogni paese. In questo modo, il campione così definito consta di 5317 startup (campione 1) delle quali si conoscono le seguenti caratteristiche:

- Nome
- Tipologia (For profit)
- Status (Closed)
- Gruppo industriale (Settore)
- Sede
- Anno di fondazione
- Anno di chiusura
- Nome acquirente
- Exit date

Di seguito è riportato un esempio dei dati acquisiti relativamente ad ogni impresa (Tabella 3).

Informazione	Dato
Nome	Digital HR Tech
Tipologia	For profit
Status	Closed
Gruppo industriale (settore)	Administrative Services
Sede	Netherlands
Anno di fondazione	2017
Anno di chiusura	2019
Nome acquirente	AHR
Exit date	2019

Tabella 3: esempio dato database

Dal campione appena definito si è estratto un sotto-campione con le sole startup fondate a partire dal 1990 fino ai giorni d'oggi. Ciò è stato fatto per i seguenti motivi principali:

- Contesto storico e innovazione tecnologica più omogenei
- Uniformità nell'evoluzione dei mercati
- Dati più accurati

Questo processo ha così definito il Campione 2, contenente 4707 startup.

Grazie alle informazioni relative al nome dell'acquirente, alla data di exit e a quella di chiusura, è possibile ricavare il numero di startup fallite non a causa di fattori esterni, per esempio legati al paese in cui operano la propria attività, ma a causa, verosimilmente, del fenomeno delle *killer acquisition* (vedi esempio tabella 3). Tali imprese, poiché chiuse per motivi diversi da quelli su cui tale elaborato si è interrogato, sono state eliminate dal campione di analisi.

In particolare, all'interno del database iniziale sono state identificate 860 startup chiuse a causa di un'acquisizione ostile: il 33,5% di queste è avvenuta in un paese con regime di diritto comune mentre il restante 66,5% in paesi con regime di diritto civile. La suddivisione nelle diverse tipologie di sistema legale è mostrata nella figura 8: si nota subito la quasi assenza di startup chiuse in modo ostile nei paesi in cui vige il sistema civile tedesco all'interno del database iniziale (0,2%), contenente oltre 4700 startup.

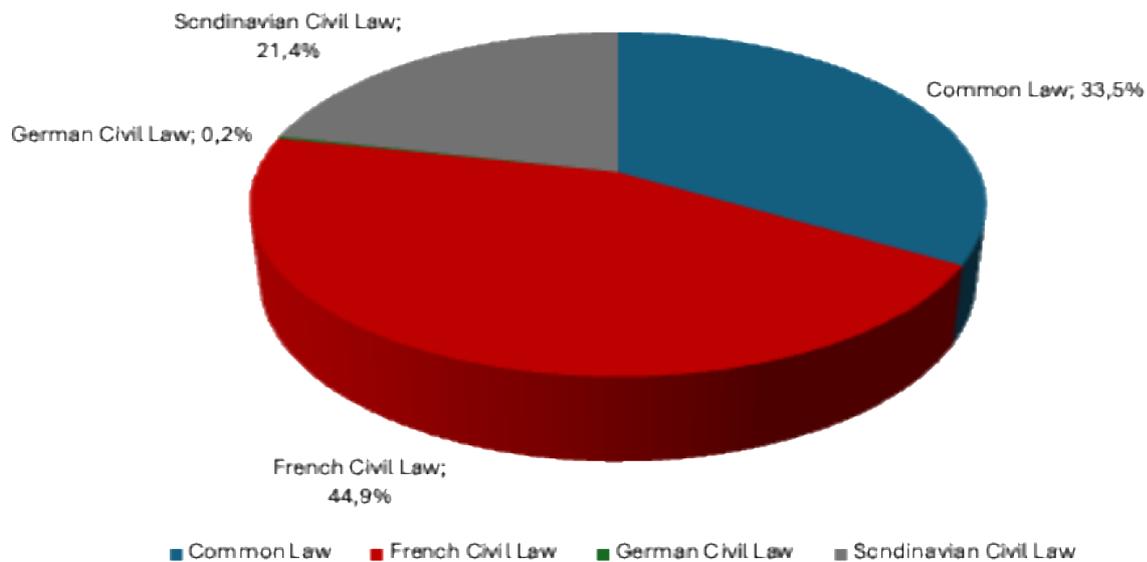


Figura 8: distribuzione startup identificate come chiuse in modo ostile

Il campione così ottenuto (campione 3), consta di 3847 startup. A causa di scarsità informativa dei dati pervenuti in analisi, si è deciso di escludere dal campione di analisi (campione 4) ulteriori 24 startup dal campione.

Il campione di analisi (campione 4), dunque, consta di 3823 startup fallite, nate tra il 1990 ed il 2023: la figura 9 mostra la distribuzione delle nascite nell'intervallo temporale in analisi, mentre la distribuzione dei fallimenti è mostrata in figura 10. Dai grafici si evince una maggior concentrazione di nascite a partire dagli anni 2000 raggiungendo il picco di 300 startup nate nel solo 2012; i fallimenti, invece, si concentrano a partire dal 2011, frutto del maggior numero di startup precedentemente nate.

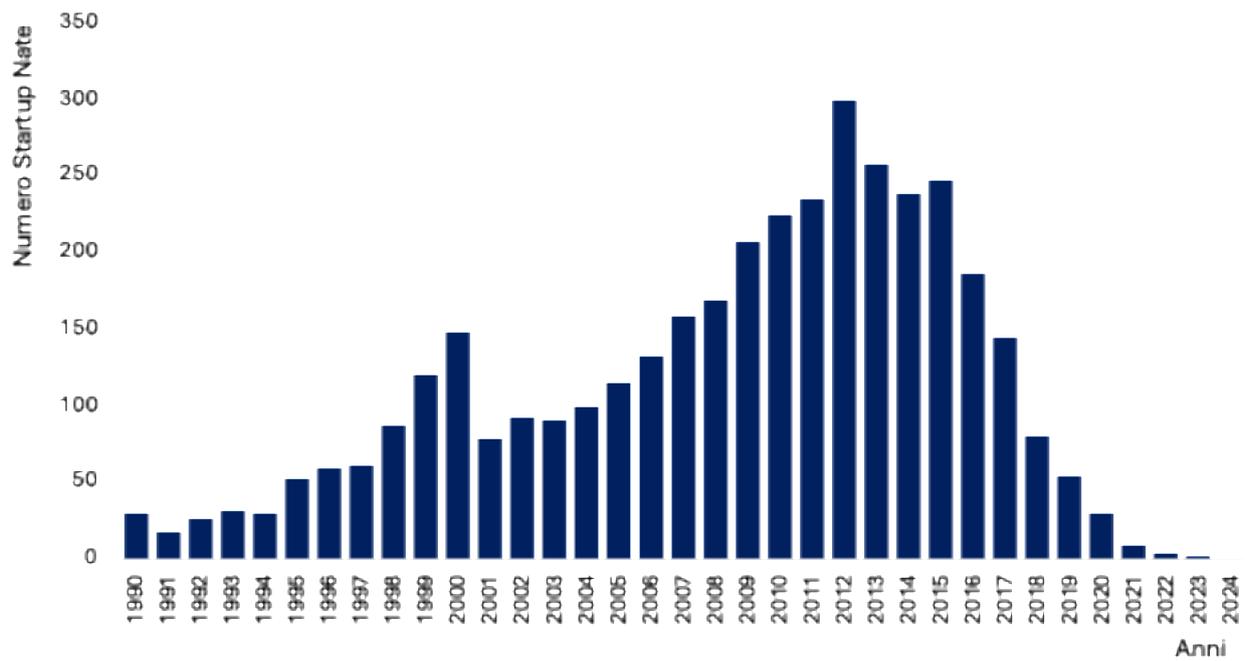


Figura 9: distribuzione fondazione delle startup negli anni

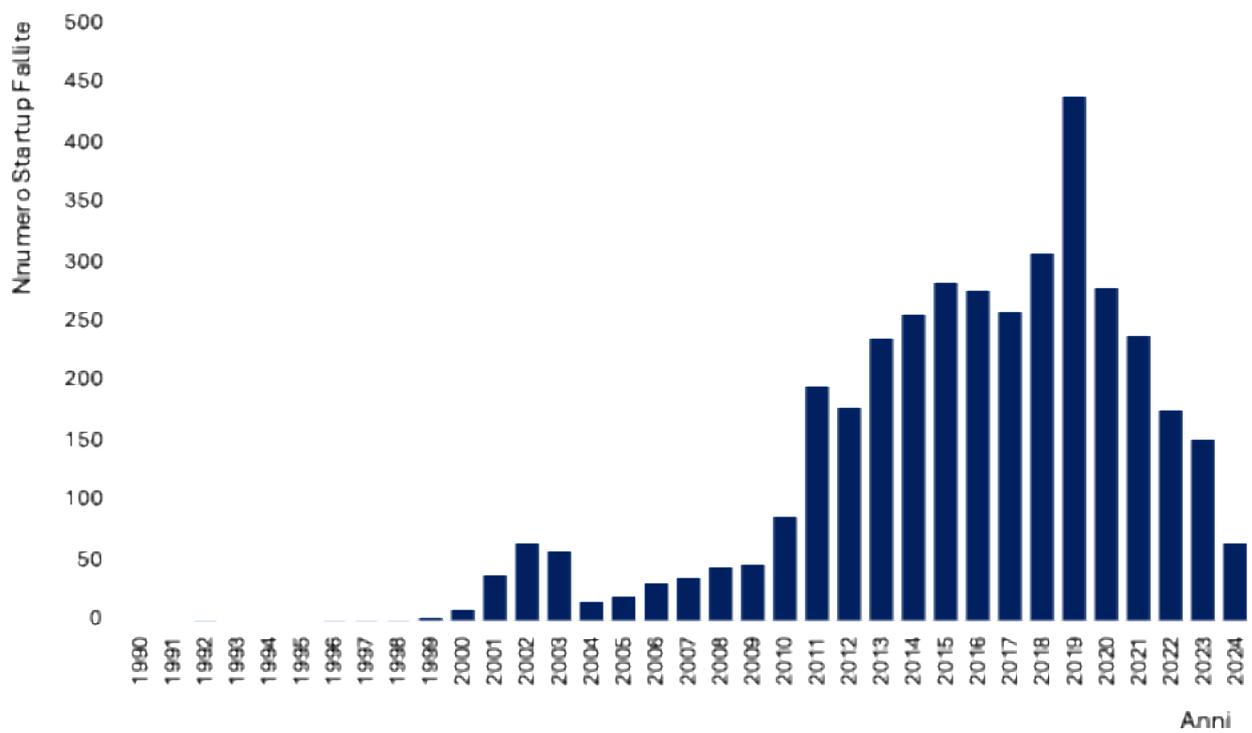


Figura 10: distribuzione fallimento delle startup in analisi

10.2 Statistiche descrittive dei paesi

Per ogni paese, sono state considerate diverse variabili di carattere demografico, economico e sociale. Alcune variabili sono state prelevate dal database della *World Bank* (www.worldbank.org) mentre altre dal database del *World Justice Project* (www.worldjusticeproject.org). Di seguito sono elencate le variabili utilizzate nelle analisi, la loro tipologia e la fonte (Tabella 4).

Nome caratteristica	Tipologia	Fonte
Popolazione	Demografica	World Bank
Spesa governativa sull'educazione (% PIL)	Sociale	World Bank
Disoccupazione (% popolazione)	Sociale	World Bank
PIL	Economica	World Bank
Crescita del PIL	Economica	World Bank
Tempo per iniziare attività di business (giorni)	Economico-sociale	World Bank
Numero procedure per iniziare attività di business	Economico-sociale	World Bank
Tempo di risoluzione dell'insolvenza (anni)	Economico-sociale	World Bank
Rule of law	Giuridico -sociale	World Justice
Corruzione (assenza di corruzione)	Giuridico-sociale	World Justice
Diritti fondamentali	Giuridico-sociale	World Justice
Esecuzione normativa	Giuridico-sociale	World Justice
Giustizia civile	Giuridico-sociale	World Justice
Antidirector rights	Giuridico-sociale	LLSV
Numero medio di brevetti l'anno	Economico	World Bank
Valore mercato azionario (% PIL)	Finanziario	World Bank
Credito dal settore bancario (% PIL)	Finanziario	World Bank

Tabella 4: elenco variabili presenti in analisi

Attraverso tali variabili è stato possibile isolare il fenomeno che si sta studiando, ovvero definire se esiste una casualità tra il sistema legale vigente in un paese ed alcune caratteristiche delle startup. Per esempio, le variabili finanziarie esprimono la tipologia del mercato finanziario in un paese (*bank based vs market based*) tra quelli descritti al capitolo 3; oppure il numero di brevetti annui mediamente concessi, danno un'idea del grado di sviluppo dell'economia imprenditoriale di un paese.

Tramite il software STATA sono state ottenute le statistiche descrittive delle variabili sopra introdotte (Tabella 5). È stata, prima, fatta un'analisi generale e poi più approfondita divisa per sistema legale. Per ottenere tali risultati, sono state definite delle variabili binarie

(dummy) su STATA che indicassero i diversi regimi legali: *common law* (Tabella 6), *civil law* francese (Tabella 7), *civil law* tedesco (Tabella 8) e *civil law* scandinavo (Tabella 9).

Tabella 5: statistiche descrittive delle variabili in analisi

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Popolazione	45	8.75e+07	2.17e+08	3423110	1.43e+09
Disoccupazione	45	6.203644	4.554351	.913	27.988
PIL	45	1.62e+09	4.09e+09	2.65e+07	2.74e+10
Crescita del PIL	45	.0262118	.0161755	- .0022453	.0866632
Spesa gov. in educazione	45	4.634474	1.340037	.3961831	7.293458
Numero giorni per iniziare un'attività di business	45	15.31815	15.10318	.5	65.5
Numero procedure per iniziare un'attività di business	45	6.659259	3.230019	1	15.83333
Anni per risolvere un'insolvenza	45	2.026667	1.186984	.4	5.3
Rule of law	45	.6577226	.1627814	.3812325	.892876
Assenza di corruzione	45	.6465744	.2112591	.2745784	.9537293
Diritti fondamentali	45	.6717265	.1746907	.2977746	.9138183
Diritti anti-director	45	3.622222	1.153825	1	5
Esecuzione normativa	45	.650273	.16947	.3545156	.8733391
Valore mercato azionario	45	53.78995	90.82365	0	576.1173
Credito concesso dal settore bancario	45	79.44746	45.72783	11.05518	221.6172
Numero di brevetti	45	31145.82	93539.65	81.33333	525503.6

Tabella 5: statistiche descrittive delle variabili in analisi

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Popolazione	17	1.52e+08	3.43e+08	5223100	1.43e+09
Disoccupazione	17	5.619059	5.979053	.913	27.988
PIL	17	2.50e+09	6.50e+09	2.65e+07	2.74e+10
Crescita del PIL	17	.0341967	.0187359	.0095908	.0866632
Spesa gov. in educazione	17	4.342026	1.553433	.3961831	6.61547
Numero giorni per iniziare un'attività di business	17	16.18137	17.19678	.5	65.5
Numero procedure per iniziare un'attività di business	17	5.862745	3.43503	1	12.5
Anni per risolvere un'insolvenza	17	1.755882	1.18135	.4	4.5
Rule of law	17	.6347231	.1691246	.3812325	.8303153
Assenza di corruzione	17	.616489	.2355652	.2745784	.9147721
Diritti fondamentali	17	.6257364	.1704471	.3233822	.8260439
Diritti anti-director	17	4.117647	.9275204	2	5
Esecuzione normativa	17	.6352937	.1889338	.3545156	.8559695
Valore mercato azionario	17	76.86952	137.3164	0	576.1173
Credito concesso dal settore bancario	17	80.03978	56.61189	11.05518	221.6172
Numero di brevetti	17	42037.01	125225.5	81.33333	525503.6

Tabella 6: statistiche descrittive variabili in analisi nei paesi a common law

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Popolazione	19	5.64e+07	5.51e+07	3423110	2.16e+08
Disoccupazione	19	7.506316	3.729771	2.233	17.944
PIL	19	8.89e+08	8.75e+08	5.08e+07	3.03e+09
Crescita del PIL	19	.022111	.0142744	-	.0543583
Spesa gov. in educazione	19	4.415937	.8304389	3.151262	6.370474
Numero giorni per iniziare un'attività di business	19	16.90088	16.28954	3.5	61.88333
Numero procedure per iniziare un'attività di business	19	7.912281	3.11625	4	15.83333
Anni per risolvere un'insolvenza	19	2.586842	1.156124	.9	5.3
Rule of law	19	.592894	.1304994	.3842483	.8410348
Assenza di corruzione	19	.5745433	.1698392	.3037867	.881907
Diritti fondamentali	19	.6266227	.1624049	.2977746	.8437778
Diritti anti-director	19	3.315789	1.293257	1	5
Esecuzione normativa	19	.5791372	.1272038	.3753457	.8474467
Valore mercato azionario	19	23.87518	25.6411	0	74.08293
Credito concesso dal settore bancario	19	61.18567	29.6136	14.27119	105.2408
Numero di brevetti	19	5064.827	6519.399	279.7778	23787.2

Tabella 7: statistiche descrittive variabili in analisi nei paesi a civil law francese

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Popolazione	5	5.06e+07	5.16e+07	8849850	1.25e+08
Disoccupazione	5	3.511	1.133441	2.575	5.243
PIL	5	2.38e+09	1.83e+09	6.16e+08	4.46e+09
Crescita del PIL	5	.0202616	.0097501	.0111857	.0364771
Spesa gov. in educazione	5	4.559705	.803227	3.257735	5.325969
Numero giorni per iniziare un'attività di business	5	12.00667	5.33856	8	21.33333
Numero procedure per iniziare un'attività di business	5	6.866667	2.255857	3.333333	9
Anni per risolvere un'insolvenza	5	1.48	.9093954	.6	3
Rule of law	5	.8059036	.0448693	.7411582	.86
Assenza di corruzione	5	.7992271	.0562023	.6991468	.8313866
Diritti fondamentali	5	.8166506	.0592165	.7375323	.875
Diritti anti-director	5	3.4	1.140175	2	5
Esecuzione normativa	5	.8055714	.0438046	.7342074	.85
Valore mercato azionario	5	88.59253	60.37373	10.15355	147.2829
Credito concesso dal settore bancario	5	116.342	33.26193	78.36474	157.6873
Numero di brevetti	5	116282.6	140366.8	2056.1	328523.5

Tabella 8: statistiche descrittive variabili in analisi nei paesi a civil law tedesco

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Popolazione	4	6896858	2433793	5519590	1.05e+07
Disoccupazione	4	5.86625	1.8591	3.581	7.587
PIL	4	4.46e+08	1.24e+08	3.00e+08	5.93e+08
Crescita del PIL	4	.0191926	.0048458	.013145	.0231463
Spesa gov. in educazione	4	7.008895	.3939195	6.426302	7.293458
Numero giorni per iniziare un'attività di business	4	8.270833	5.801251	3.916667	16.33333
Numero procedure per iniziare un'attività di business	4	3.833333	.8819171	3	5
Anni per risolvere un'insolvenza	4	1.2	.5354126	.9	2
Rule of law	4	.8781801	.0143568	.8624677	.892876
Assenza di corruzione	4	.9257687	.0241606	.8996749	.9537293
Diritti fondamentali	4	.9002726	.0137369	.8811726	.9138183
Diritti anti-director	4	3.25	.9574271	2	4
Esecuzione normativa	4	.8577073	.017832	.8392275	.8733391
Valore mercato azionario	4	54.29364	30.17062	25.30181	85.0796
Credito concesso dal settore bancario	4	117.5554	22.79611	95.2254	148.8508
Numero di brevetti	4	2321.9	451.8235	1770.2	2764.5

Tabella 9: statistiche descrittive variabili in analisi nei paesi a civil law scandinavo

Sempre attraverso l'utilizzo del software STATA, è stato possibile definire un framework di caratteristiche chiave dei diversi sistemi legali effettuando delle differenze tra medie di alcune variabili elencate sopra. Tali caratteristiche definiscono l'ambiente ed il contesto in cui le startup operano, determinando una serie di condizioni a contorno che possano influire su alcune delle loro peculiarità.

Per quanto concerne il contesto finanziario, i paesi con regime di civil law francese sono caratterizzati da un valore del mercato azionario significativamente più basso che nel resto del mondo. A questi paesi, poi, è associato un alto livello di burocratizzazione, infatti gli anni per risolvere un'insolvenza, così come il numero di procedure per iniziare un'attività di business sono significativamente più elevati che nel resto del mondo. Sempre a tali paesi, poi, è associato un numero inferiore di startup per abitante: tale risultato è statisticamente molto significativo (1%).

I regimi di civil law in generale, poi, sono caratterizzati da una logica orientata più alle banche ed infatti non c'è da stupirsi se il credito domestico concesso dal settore bancario è significativamente più elevato in tali paesi, in linea con quanto riportato in letteratura (Poursoleyman, Mansourfar, Rezaee, Homayoun 2024).

Se si guarda ad un contesto più imprenditoriale, il numero di brevetti mediamente rilasciati all'anno, variabile che in qualche modo vuole intendere il livello di sviluppo e innovazione di un paese, è significativamente più alto nei paesi a civil law tedeschi. Tali paesi sono, infatti, caratterizzati da una forte regolamentazione e da un quadro normativo chiaro e stabile, che favorisce la tutela della proprietà intellettuale, questo probabilmente incentiva l'innovazione: l'esecuzione normativa è infatti significativamente più elevata in tale tipologia di sistema legale.

In definitiva, l'origine legale fa sì che vi siano differenze significative tra i paesi: si notano infatti differenze chiave in aspetti che risultano fondamentali per le imprese innovative (tipologia di accesso al credito, innovazione, livello di burocratizzazione). Lo scopo di tale elaborato è, appunto, considerare tali aspetti in uno studio mirato a capire se l'origine legale, possa, in qualche modo, modificare la vita di tali imprese.

Capitolo 11: Risultati emersi

Il seguente capitolo contiene i risultati emersi dalle analisi effettuate sul campione definito al capitolo precedente. Per agevolare la comprensione, tale capitolo è suddiviso in tre paragrafi, rispecchiando, così, le principali aree di studio che l'elaborato si è posto. Partendo dalle analisi generali del campione e dei paesi coinvolti, verranno presentate le analisi effettuate circa le domande di ricerca definite al capitolo 1.

11.1. Analisi del campione

A partire dal campione di analisi, si è indagata la distribuzione geografica delle imprese. Il totale di 3823 imprese presenti nel campione si suddividono in 45 paesi, la distribuzione nei diversi paesi è mostrata in tabella 10.

Nazione	N Imprese	Nazione	N Imprese
Argentina	42	Korea, Rep.	64
Australia	127	Malaysia	16
Austria	51	Mexico	47
Belgium	56	Netherlands	117
Brazil	170	New Zealand	77
Canada	100	Nigeria	27
Chile	25	Norway	76
Colombia	13	Pakistan	20
Denmark	231	Peru	16
Ecuador	2	Philippines	31
Egypt, Arab Rep.	20	Portugal	36
Finland	270	Singapore	28
France	194	South Africa	67
Germany	422	Spain	28
Greece	27	Sweden	269
Hong Kong SAR, China	14	Switzerland	190
India	176	Thailand	12
Ireland	45	Turkiye	71
Israel	64	United Kingdom	155
Italy	88	United States	130
Japan	173	Uruguay	4
Jordan	8	Zimbabwe	5
Kenya	19	Totale	3823

Tabella 10: distribuzione delle startup in analisi per Nazione

Di seguito è mostrata anche la suddivisione delle startup per continente: la concentrazione più alta si trova in Europa, determinando circa il 60% delle startup totali del database.

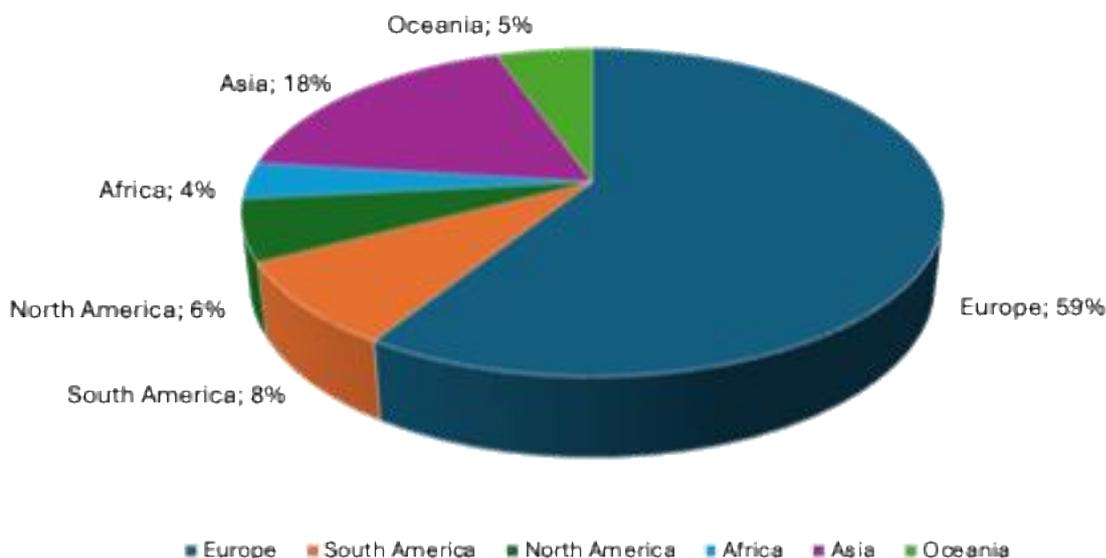


Figura 11: distribuzione delle startup nei continenti

Le startup del campione appartengono a diversi settori: sono stati individuati 28 settori; tuttavia, i principali 11 contengono, già, oltre il 70% delle imprese. Di seguito sono mostrati i principali settori e il numero di startup ad essi appartenenti (Tabella 11) e la distribuzione percentuale (Figura 12).

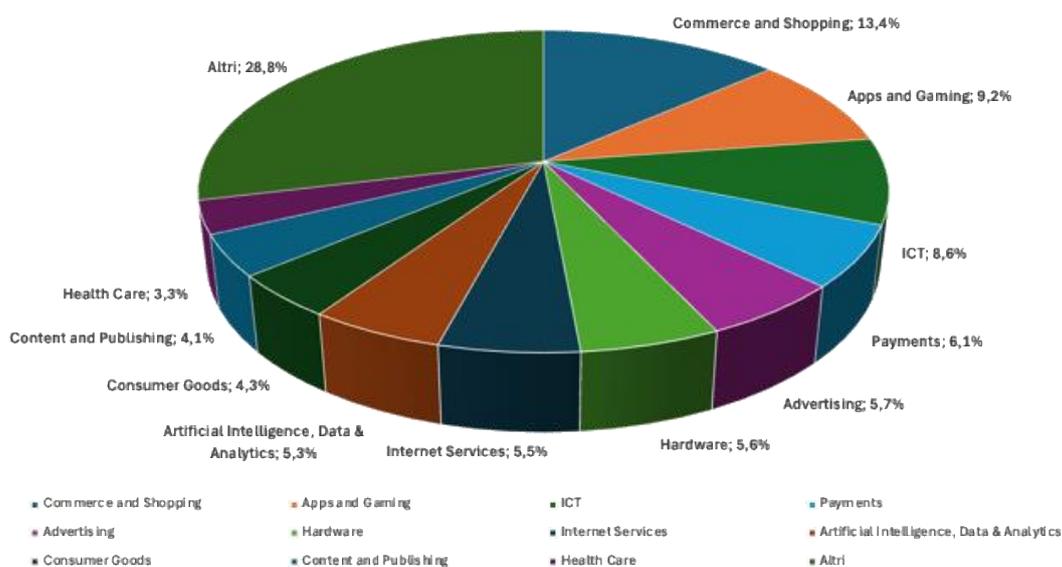


Figura 12: distribuzione delle startup nei settori

Settore	Descrizione	N startup
Commerce and Shopping	Il settore comprende piattaforme di e-commerce, marketplace digitali e soluzioni per la vendita al dettaglio di varie tipologie di prodotti.	513
Apps and Gaming	Riguarda lo sviluppo e la distribuzione di applicazioni mobili e videogiochi su diverse piattaforme, quali dispositivi mobili, console e personal computer.	351
ICT	Questo settore si concentra sulle tecnologie per l'informazione e la comunicazione, includendo infrastrutture tecnologiche, reti di telecomunicazioni, software aziendali, strumenti per la gestione IT e servizi cloud.	328
Payments	Il settore dei pagamenti si focalizza su soluzioni innovative per le transazioni finanziarie, come portafogli elettronici, criptovalute e infrastrutture fintech.	234
Advertising	Include strategie e piattaforme per la pubblicità digitale e tradizionale.	217
Hardware	Comprende la progettazione e produzione di dispositivi fisici e componenti elettronici, come computer, infrastrutture tecnologiche e strumentazioni avanzate per diversi settori industriali.	212
Internet Services	Riguarda l'erogazione di servizi basati su internet, quali la connettività di rete, piattaforme cloud e motori di ricerca contribuendo alla digitalizzazione di aziende e individui.	211
Artificial Intelligence, Data & Analytics	Questo settore si concentra sull'utilizzo di tecniche di intelligenza artificiale e analisi avanzata dei dati per supportare processi decisionali e sviluppare soluzioni predittive.	203
Consumer Goods	Riguarda la produzione, distribuzione e commercializzazione di beni di consumo destinati al mercato finale, come quelli dell'elettronica di consumo.	166
Content and Publishing	Il settore si occupa della creazione, distribuzione e gestione di contenuti editoriali, che spaziano da libri e articoli a video, musica e altri media digitali.	157
Health Care	Comprende aziende e organizzazioni operanti nel settore sanitario, dispositivi medici, telemedicina e software per la gestione della salute.	126
Altri	Rientrano in questa categoria settori come Real Estate, turismo e hospitality, energia, education, ecc...	1105

Tabella 11: descrizione settori e numero startup per ogni settore

Come detto in precedenza, poi, le startup del campione in analisi appartengono ad un periodo che a partire dal 1990 arriva fino ai giorni nostri (2024). Di seguito è mostrata la percentuale di startup fallite entro degli orizzonti temporali di riferimento all'interno del database di analisi. I risultati trovati sono in linea con quelli definiti dal *United States Bureau of Labor Statistics* mostrati in figura 6: la maggior parte delle startup nel campione (90% circa) fallisce entro 15 anni della fondazione. Tale percentuale decresce gradualmente man mano che ci si avvicina al momento della fondazione; infatti, solo il 2% (circa) delle startup nel campione fallisce entro il primo anno.

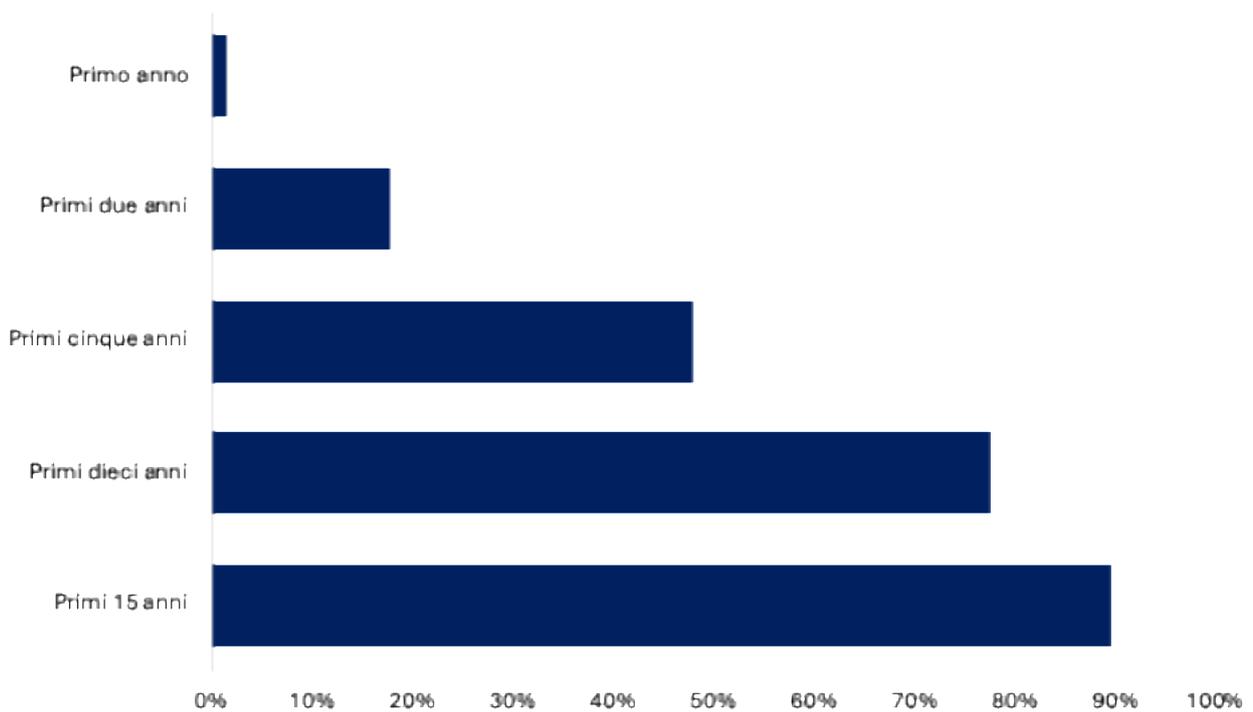


Figura 13: Startup failure rates nel campione di analisi

Si presentano di seguito le analisi condotte sugli ecosistemi legali.

La tabella 12 sotto, indica quale regime legale vige nei 45 paesi presenti nel database in analisi e quante startup sono presenti in ogni regime legale.

Common law		Civil law Francese	
	N startup		N startup
Australia	127	Argentina	42
Canada	100	Belgium	56
Hong Kong SAR, China	14	Brazil	170
India	176	Chile	25
Ireland	45	Ecuador	2
Israel	64	Egypt, Arab Rep.	20
Kenya	19	France	194
Malaysia	16	Greece	27
New Zealand	77	Italy	88
Nigeria	27	Jordan	8
Pakistan	20	Mexico	47
Singapore	28	Netherlands	117
South Africa	67	Peru	16
Thailand	12	Philippines	31
United Kingdom	155	Portugal	36
United States	130	Spain	28
Zimbabwe	5	Turkiye	71
		Uruguay	4
Totale	1082	Totale	982
Civil law Tedesco		Civil law Scandinavo	
	N startup		N startup
Austria	51	Denmark	231
Germany	422	Finland	270
Japan	173	Norway	76
Korea, Rep.	64	Sweden	269
Switzerland	190		
Colombia	13		
Totale	913	Totale	846

Tabella 12: sistema legale e startup delle Nazioni in analisi

Di seguito è rappresentata una mappa che mostra visivamente i paesi coinvolti nelle analisi e la concentrazione di startup per ognuno di esso, secondo una scala colorata. (Figura 10).

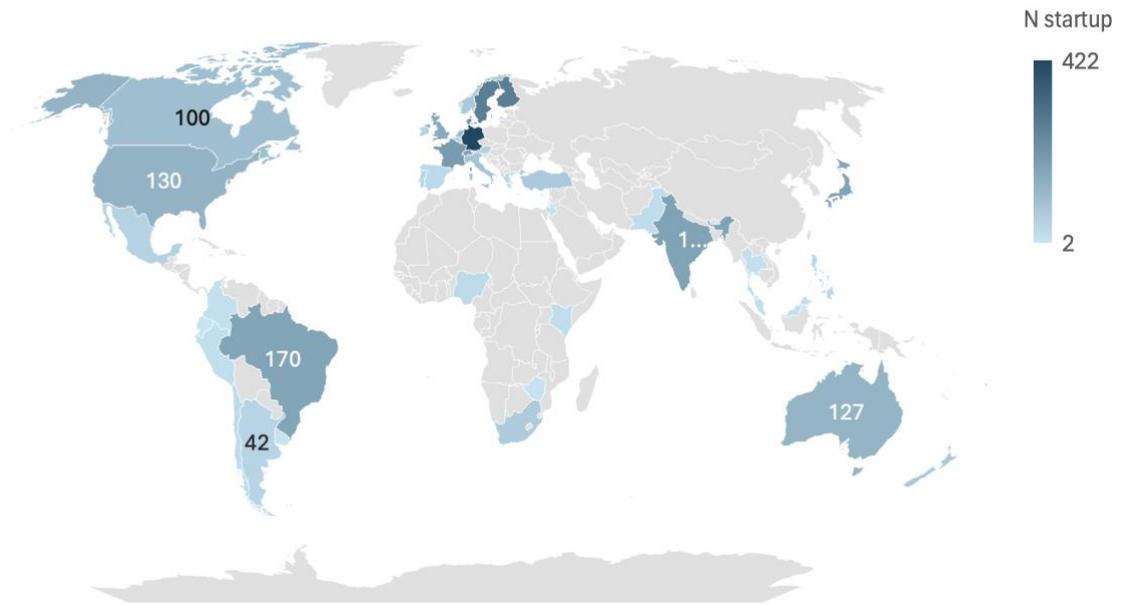


Figura 14: distribuzione geografica delle startup

Per ogni ecosistema, mediamente tutti i settori sono rappresentati dalle startup presenti nel database. Di seguito si è preso come esempio la ripartizione nei diversi ecosistemi dei tre settori più popolati: Commerce and Shopping, Apps and gaming e ICT (Figura 11).

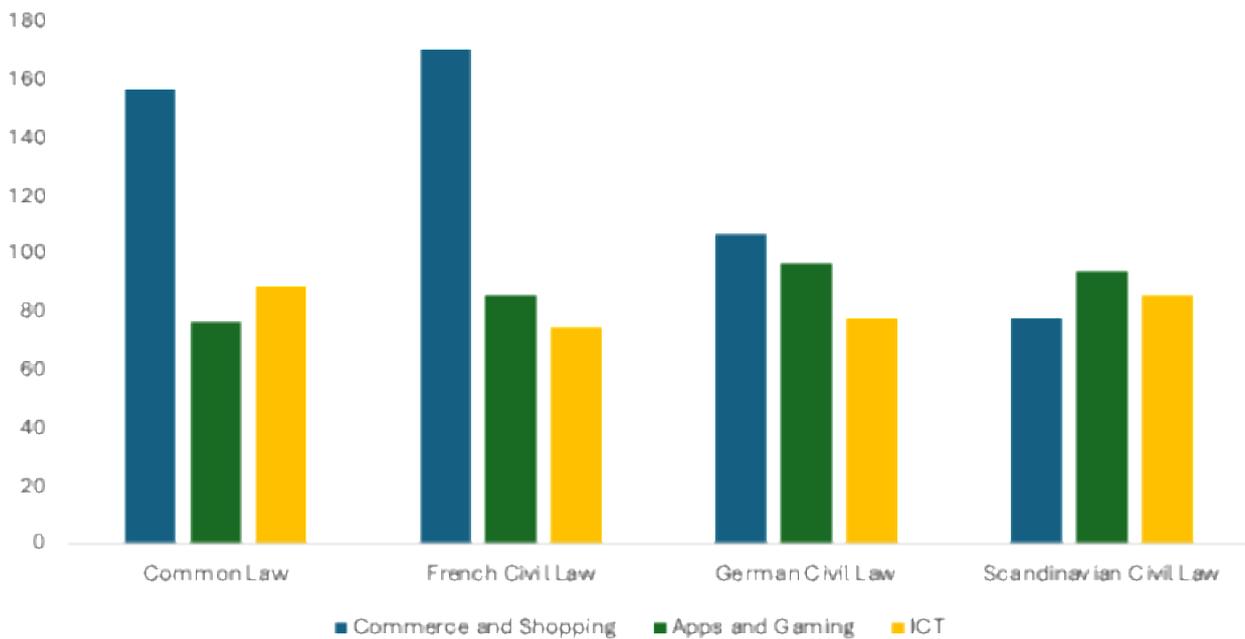


Figura 15: distribuzione dei settori più numerosi nei sistemi legali

Si è vista in precedenza la percentuale di fallimenti nel campione all'interno di orizzonti temporali stabiliti in figura 13. In Figura 16 è presentato un grafico simile, esso, però, mostra il numero di startup per tipologia di sistema legale, mentre in Figura 13 il valore in percentuale

rispetto al totale della popolazione. A partire dai dati sulle startup in analisi, infatti, è stato possibile definire per ognuna di esse l'intervallo di tempo (in anni) trascorso dall'anno di fondazione all'anno di chiusura definendo proprio un delta anni di operatività.

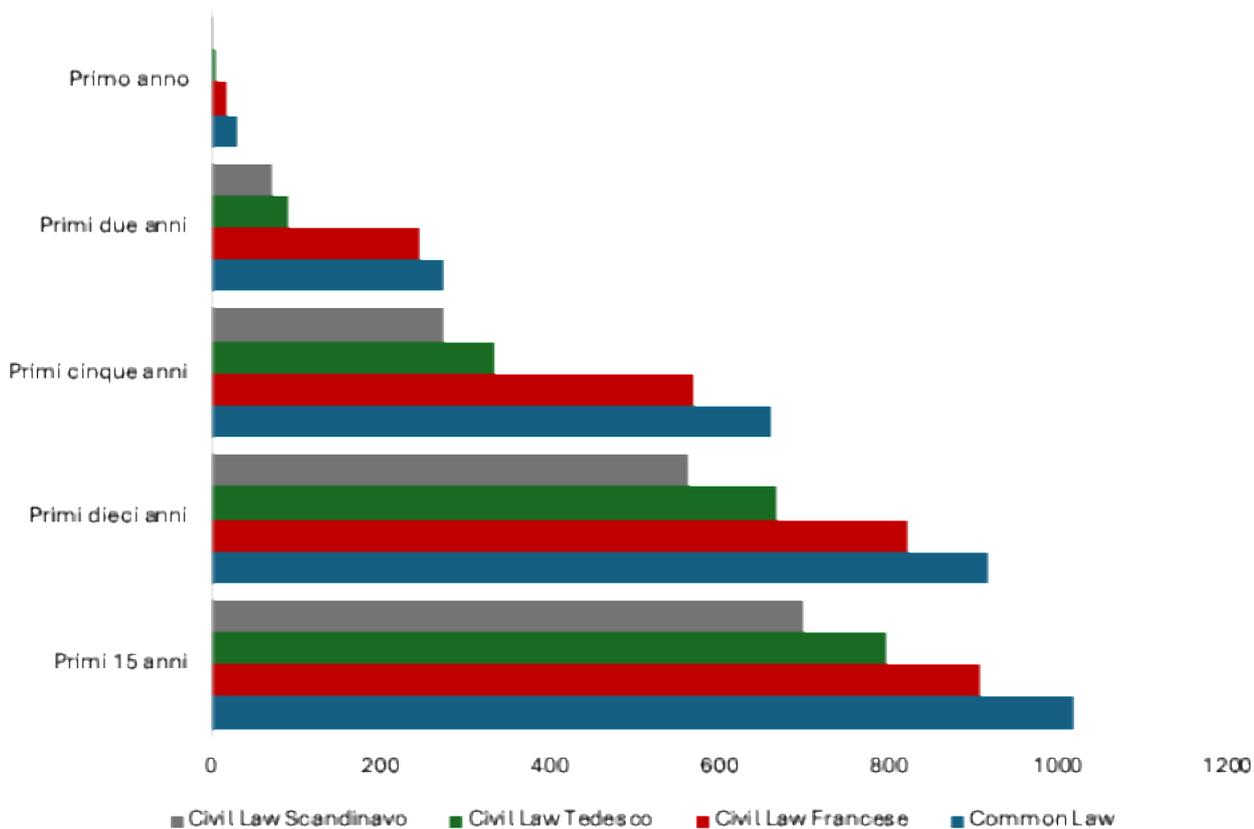


Figura 16: Numero startup fallite per sistema legale in orizzonti temporali diversi

Dalla figura 16 mostrata sopra, si evince che in valore assoluto il numero di startup fallite appartenenti a sistemi con diritto comune è sempre più alto qualunque orizzonte temporale si prenda come riferimento, ma non vale lo stesso se si valuta il valore percentuale. Dalla figura 17 di seguito, infatti, si nota subito che le startup fondate in sistemi con diritto comune falliscono più facilmente all'inizio del proprio percorso imprenditoriale.

Nel primo anno di vita, infatti, una startup su due fallite, appartiene ad un paese a common law ma, questa percentuale, diminuisce man mano che gli anni dalla fondazione trascorrono. Passati 15 anni, di fatti, solo una startup su tre fallite appartiene ad un paese con diritto comune. Situazione del tutto opposta nei paesi con regime di diritto civile scandinavo: la percentuale di fallimenti aumenta all'aumentare della distanza dall'anno di fondazione. Stesso andamento anche per le startup fondate in sistemi con civil law tedesco mentre nel sistema civile francese, si ha un comportamento misto.

Questa rappresentazione lascia dunque presumere che nei paesi a common law la durata delle startup sia inferiore che nei paesi a civil law.

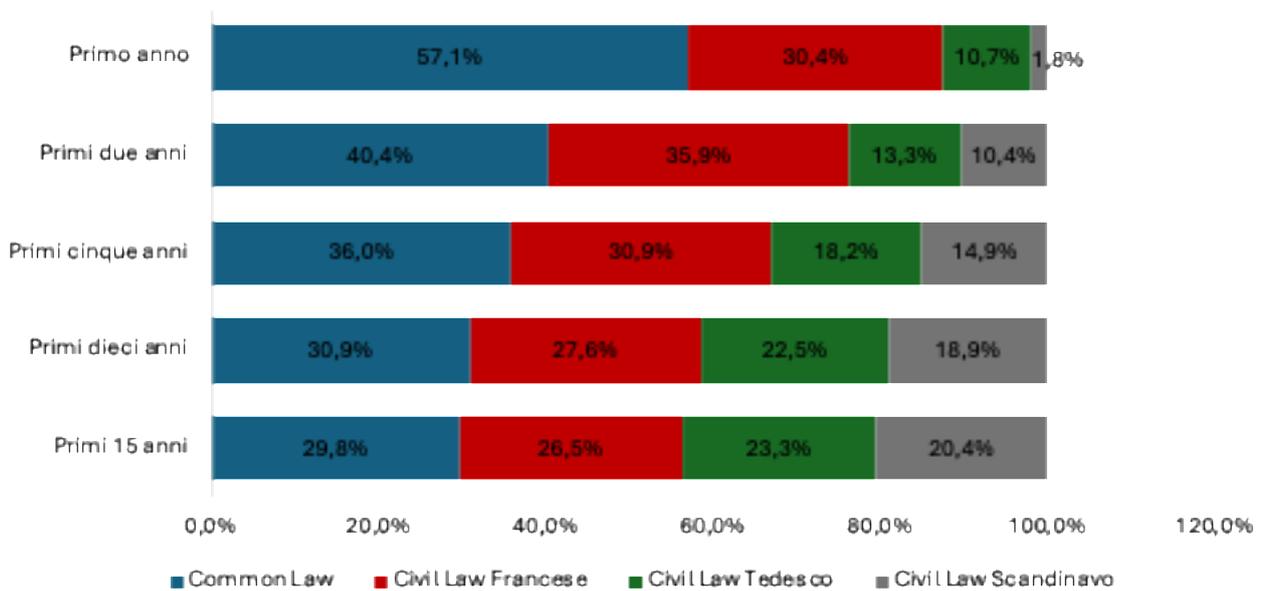


Figura 17: Startup failure rates per sistema legale

Dagli anni di operatività di ciascuna startup (differenza tra anno di chiusura e fondazione), è stato definito un valore medio di anni di operatività delle startup (vita media) appartenenti ad un determinato paese o regime legale: questo è uguale alla somma degli anni di operatività di tutte le startup presenti nel paese, o regime legale, diviso per il numero delle stesse, dunque un'operazione di media aritmetica. Di seguito, è mostrata la media di operatività in anni per ogni paese in analisi e la media del database (Tabella 13).

Nazione	Vita media startup	Nazione	Vita media startup
Argentina	5,5	Korea, Rep.	6,3
Australia	6,32	Malaysia	3,8
Austria	9,1	Mexico	5,7
Belgium	5,8	Netherlands	13,6
Brazil	5,7	New Zealand	7,9
Canada	6,7	Nigeria	4,3
Chile	8,6	Norway	12,2
Colombia	3,4	Pakistan	4,8
Denmark	8,7	Peru	6,9
Ecuador	6,0	Philippines	8,5
Egypt, Arab Rep.	4,7	Portugal	8,9
Finland	10,4	Singapore	6,4
France	8,2	South Africa	9,7
Germany	11,3	Spain	6,1
Greece	10,2	Sweden	12,2
Hong Kong SAR, China	4,1	Switzerland	11,5
India	3,8	Thailand	7,8
Ireland	5,8	Turkiye	5,5
Israel	5,0	United Kingdom	6,6
Italy	11,3	United States	6,6
Japan	7,8	Uruguay	2,3
Jordan	4,1	Zimbabwe	6,0
Kenya	8,0	Media database	7,2

Tabella 13: vita media startup per Nazione

Impostando le analisi nel software STATA, notiamo subito che il valore della vita media è più alto nei paesi a *civil law* c.v.d. e tale differenza è statisticamente significativa al 5% ($t=2,4552$).

Gruppo	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	95% Conf. Interval	
Civil law	28	7,8831	0,5584	2,9546	6,7374	9,0287
Common law	17	5,9470	0,4162	1,7162	5,0643	6,8294
Combined	45	7,1517	0,4036	2,7073	6,3383	7,9650
diff		1,9360	0,78854		0,3458	3,5263

Tabella 14: differenza vita media startup nei paesi a common law e a civil law

In particolare, la media di vita (in anni) nei diversi ecosistemi legali è mostrata nella tabella di seguito (Tabella 14).

Sistema legale	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Tutti	45	7.151659	2.70719	2.25	13.64516
Common Law	17	5.947008	1.716184	3.75	9.656716
Civil Law francese	19	6.899683	2.824604	2.25	13.64516
Civil Law tedesco	5	9.217153	2.244079	6.328125	11.51777
Civil Law scandinavo	4	10.88645	1.692043	8.719828	12.23288

Tabella 15: statistiche descrittive vita media per sistema legale

Si evince subito come nei paesi con regime di *civil law*, la vita media delle startup sia infatti più alta: in particolar modo nei paesi scandinavi, dove la vita media delle startup è circa il doppio più longeva rispetto ai paesi con altri regimi legali.

11.2 Il contesto sociale (educazione) e le startup

Nel seguente paragrafo si approfondisce l'influenza che il contesto sociale, ed in particolare l'educazione, ha sulla vita delle startup in generale e nei diversi sistemi legali. Per le analisi, la variabile utilizzata per rappresentare il contesto sociale è la spesa governativa in educazione in percentuale del PIL (fonte: *World Bank Data*); essa è calcolata come media dei valori dal 1990 al 2023 per tutti i paesi in analisi. Come presentato anche in letteratura, il contesto sociale fa parte del framework di fattori che influenza la vita di queste realtà: scopo delle analisi è mostrare la tipologia di influenza e soprattutto se essa è diversa in base al regime legale vigente nel paese.

La tabella sotto mostra i risultati delle regressioni aventi come variabile dipendente la spesa pubblica in educazione senza specificare l'origine legale: questi ci sono utili per identificare quali ulteriori variabili sono in relazione, o meno, con la spesa pubblica in educazione.

Nelle regressioni (1) e (2) si testa la relazione con il contesto demografico-sociale: la spesa pubblica in educazione risulta maggiore laddove l'assenza di corruzione sia maggiore, ovvero c'è un contesto sociale sano che mira al rispetto e al raggiungimento del benessere comune.

Nelle regressioni (3) e (4) si testa la relazione con il grado di sviluppo imprenditoriale del mercato: all'aumentare del numero di brevetti rilasciati e del valore del mercato azionario, si instaurano delle relazioni negative; per cui in mercati tendenzialmente più turbolenti e innovativi si assiste ad una diminuzione della spesa pubblica in educazione. Mentre, in mercati in cui è alto il credito privato concesso dalle banche, si nota un aumento della spesa pubblica in educazione; questa relazione, però, diventa statisticamente non significativa quando nelle analisi si tiene conto di entrambi i contesti, come in regressione (5).

Questo potrebbe essere dovuto ad un aspetto prettamente strategico da parte delle imprese: i paesi con mercati più turbolenti e innovativi, caratterizzati da un alto numero di brevetti e da un mercato azionario in crescita, tendono a ridurre la spesa pubblica in educazione perché il settore privato assume un ruolo predominante nella formazione delle competenze.

Salta, poi, subito all'occhio come non sembra esserci un nesso causale tra la spesa in educazione e la disoccupazione.

Tabella 16: analisi regressione spesa pubblica in educazione

Variabile dipendente: spesa pubblica in educazione					
Regressori	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Disoccupazione	0,0330 (0,0365)	0,0522 (0,0367)			
PIL	$3,06 \cdot 10^{-11}$ * ($1,74 \cdot 10^{-11}$)	$1,54 \cdot 10^{-11}$ ($1,61 \cdot 10^{-11}$)		$1,95 \cdot 10^{-10}$ *** ($4,39 \cdot 10^{-11}$)	$1,49 \cdot 10^{-10}$ *** ($4,96 \cdot 10^{-11}$)
Numero brevetti			$7,82 \cdot 10^{-7}$ ($2,58 \cdot 10^{-6}$)	$-6,47 \cdot 10^{-6}$ *** ($1,58 \cdot 10^{-6}$)	$-5,95 \cdot 10^{-6}$ *** ($1,98 \cdot 10^{-6}$)
Assenza di corruzione		2,9439** (1,1433)			2,8032** (1,3020)
Valore mercato azionario			-0,0049** (0,0020)	-0,0057*** (0,0018)	-0,0036** (0,0016)
Crediti dalle banche			0,0131** (0,0064)	0,01594** (0,0066)	0,0036 (0,0066)
Intercetta	4,3799*** (0,3556)	2,3819*** (0,8555)	3,8310*** (0,5228)	3,563*** (0,5581)	2,6747*** (0,7984)
Root MSE	1,3589	1,2209	1,3033	1,2579	1,2116
R ²	0,0184	0,2265	0,1185	0,1990	0,2754
Num. osservazioni	45	45	45	45	45

*Gli errori standard sono riportati in parentesi sotto i coefficienti e i valori-p sono riportati sotto le statistiche F. I coefficienti sono singolarmente significativi al *10%, **5% e ***1%.*

Tabella 16: analisi regressione spesa pubblica in educazione

Rappresentando, adesso, in un diagramma a dispersione (*scatter diagram*) avente come assi la spesa pubblica in educazione e la vita media delle startup (Figura 18): i punti si distribuiscono in modo tale da ipotizzare che le due variabili possano essere correlate da una relazione di tipo lineare.

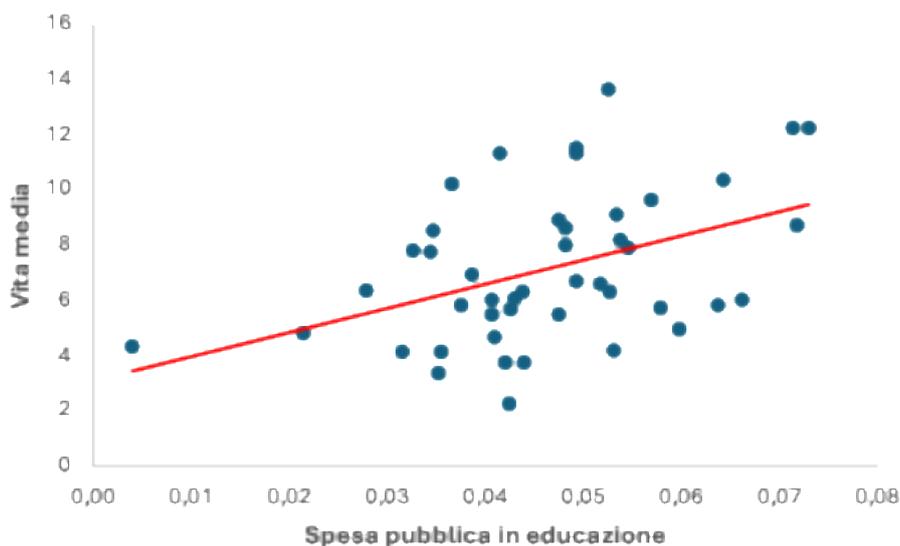


Figura 18: diagramma a dispersione vita media - spesa pubblica in educazione

Impostando un modello di regressione lineare (equazione 3), che ha per variabile indipendente la spesa pubblica in educazione, salta subito agli occhi che la spesa pubblica in educazione ha un impatto molto positivo sulla vita media delle startup con una significatività statistica all'1% ($t=3,80$).

$$Vita\ media = 3,11 + 0,8717x\ spesa\ pubblica\ in\ educazione$$

(22,92) (0,28)

Equazione 3: retta di regressione vita media - spesa pubblica in educazione

Sistema legale	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	95% Conf. Interval	
Civil law	28	4,8120	0,2244	1,1873	4,3516	5,2724
Common law	17	4,3420	0,3767	1,5534	3,5433	5,1407
Combined	45	4,6345	0,1997	1,3400	4,2319	5,0307
diff		0,4700	0,4106		-0,3579	1,29801

Tabella 17: differenza tra le medie della spesa pubblica in educazione tra i paesi a common law e i paesi a civil law

Seppur non risulta esserci una differenza statisticamente significativa tra le medie delle spese in educazione tra i paesi a common law e i paesi a civil law ($t=1,14$), si è voluto indagare, comunque, l'impatto che essa ha nei diversi ecosistemi legali.

Tabella 18: analisi regressione vita media startup – spesa pubblica in educazione

Variabile dipendente: vita media delle startup					
Regressori	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Spesa pubblica in educazione	0,6261*** (0,2372)	0,5472** (0,2498)	0,6231*** (0,2331)	0,5557** (0,2439)	0,5493** (0,2417)
Origine Common Law		-1,3664** (0,6751)		-1,4109** (0,6856)	-1,4151** (0,6813)
PIL	-1,25*10 ⁻¹⁰ *** (3,61*10 ⁻¹¹)	-9,38*10 ⁻¹¹ ** (3,42*10 ⁻¹¹)			
Numero brevetti			-1,75*10 ⁻⁶ (2,05*10 ⁻⁶)	-1,65*10 ⁻⁶ (1,77*10 ⁻⁶)	
Assenza di corruzione	3,94** (1,7379)	3,7387** (1,5344)			
Valore mercato azionario			-0,0091** (0,0043)	-0,0069* (0,0041)	-0,0077** (0,0337)
Crediti dalle banche			0,0273*** (0,0091)	0,0253*** (0,0085)	0,0261*** (0,0082)
Intercetta	1,9015* (1,1156)	2,8665** (1,2676)	2,6353** (1,0665)	3,5239*** (1,2966)	3;4827*** (1,2807)
Root MSE	2,367	2,2983	2,3566	2,2799	2,2563
R ²	0,2877	0,3449	0,3111	0,3713	0,3685
Num. osservazioni	45	45	45	45	45

*Gli errori standard sono riportati in parentesi sotto i coefficienti e i valori-p sono riportati sotto le statistiche F. I coefficienti sono singolarmente significativi al *10%, **5% e ***1%.*

Tabella 18: analisi regressione vita media delle startup - spesa pubblica in educazione

La tabella sopra mostra i risultati delle regressioni quando alle analisi si aggiungono le origini legali, facendo la differenza tra i sistemi common law e quelli civil law attraverso una variabile binaria, per stabilire la relazione tra la spesa pubblica in educazione e la vita media delle startup.

Nella regressione (1) si testa la relazione tra la vita media delle startup ed il contesto sociale: all'aumentare della spesa pubblica in educazione la vita media delle startup aumenta; se si guarda il prodotto interno lordo, però, la vita media diminuisce. In paesi altamente sviluppati,

quindi con livelli elevati di PIL, si assiste ad una decrescita della vita media, dovuta probabilmente ad un maggior livello di competitività nel mercato stesso. Se però si aggiunge all'analisi l'origine legale, regressione (2), si nota che anche l'essere un paese a *common law* determina una decrescita della vita media. Non solo: l'effetto del Pil perde leggermente di significatività statistica (da 1% al 5%), come a voler sottolineare che la competitività di un mercato sia insita nella tipologia di origine legale. In entrambe le regressioni, poi, l'assenza di corruzione in un paese aumenta la longevità media delle startup.

Nella regressione (3) si testa il contesto imprenditoriale: all'aumentare del valore azionario del mercato di un paese, diminuisce la longevità delle startup. Un mercato azionario più sviluppato è, appunto, sintomo di un mercato imprenditoriale in rapida evoluzione caratterizzato da cambiamenti repentini; questo fa sì che le startup meno promettenti escano prima dal mercato, diminuendone, quindi, la vita media complessiva. Questo risultato è confermato anche quando si aggiunge l'origine legale, regressioni (4) e (5). A prescindere, invece, dalle origini legali, all'aumentare del credito concesso dalle banche in un paese, la longevità delle startup aumenta.

Ecco, quindi, che quando si considera la spesa pubblica in educazione nei paesi con regime di *common law*, maggiormente basati sul mercato come fonte di reperimento del credito (*market based*), le startup hanno una vita media inferiore che nei paesi a *civil law*, maggiormente basati sulle banche come fonte di credito (*bank based*). Questa spiegazione è valida anche se si guarda alle tipologie di sistema finanziario vigenti nei diversi paesi: il sistema a distanza ed il sistema relazionale.

Tabella 19: analisi regressione vita media startup – spesa pubblica in educazione nei sistemi civil law

Variabile dipendente: vita media delle startup						
Regressori	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Spesa pubblica in educazione	0,6266** (0,2423)	0,7052*** (0,2429)	0,4491* (0,2359)	0,6271** (0,2363)	0,6974*** (0,2427)	0,4102* (0,2297)
Origine Civil Law francese	0,2496 (0,8478)			0,1381 (0,7998)		
Origine Civil Law tedesco		1,9846** (0,9927)			2,2751** (0,9678)	
Origine Civil Law scandinavo			1,7499 (1,2374)			1,9512 (1,2794)
PIL	-1,22*10 ⁻¹⁰ *** (3,58*10 ⁻¹¹)	-1,31*10 ⁻¹⁰ *** (2,67*10 ⁻¹¹)	-1,06*10 ⁻¹⁰ ** (4,37*10 ⁻¹¹)			
Numero brevetti				-1,59*10 ⁻⁶ (2,05*10 ⁻⁶)	-4,68*10 ⁻⁶ ** (1,94*10 ⁻⁶)	-1,29*10 ⁻⁶ (2,04*10 ⁻⁶)
Assenza di corruzione	4,0426** (1,8709)	2,9659* (1,6825)	3,4021* (1,7728)			
Valore mercato azionario				-0,0090** (0,0043)	-0,0068 (0,0041)	-0,0086** (0,0042)
Crediti dalle banche				0,0277*** (0,0093)	0,0198** (0,0094)	0,024*** (0,0092)
Intercetta	1,7692 (1,1156)	1,9574* (1,1596)	2,8864** (1,2774)	2,5178** (1,1109)	2,6053** (1,0825)	3,5993*** (1,0338)
Root MSE	2,3952	2,3118	2,3596	2,3857	2,2888	2,3372
R ²	0,2884	0,3370	0,3094	0,3116	0,3664	0,3394
Num. osservazioni	45	45	45	45	45	45

*Gli errori standard sono riportati in parentesi sotto i coefficienti e i valori-p sono riportati sotto le statistiche F. I coefficienti sono singolarmente significativi al *10%, **5% e ***1%.*

Tabella 19: analisi regressione vita media delle startup - spesa pubblica in educazione nei sistemi civil law

Nella tabella sopra, sono mostrati i risultati delle regressioni quando, alle analisi, si aggiungono le origini legali, facendo la differenza tra i diversi sistemi del civil law. Per ogni sistema sono stati testati il contesto sociale, prima, e quello imprenditoriale-finanziario, dopo. Solo per i sistemi a civil law tedesco è stata identificata una diversa longevità media delle startup al

variare della spesa pubblica in educazione. Nel contesto imprenditoriale, regressione (5), per di più, il numero di brevetti rilasciati mediamente all'anno, impatta negativamente sulla longevità delle startup. Questo risultato non lo si osserva in nessun'altra tipologia di sistema legale, (nel caso di common law il coefficiente non è statisticamente significativo): l'aumentare del numero di brevetti rilasciati nei paesi con sistema civile tedesco diminuisce la vita media delle startup.

Importante sottolineare che nel caso di sistemi legali con origine del diritto civile

Dunque, è vero che mediamente nei paesi a common law, le startup hanno vita media inferiore rispetto ai paesi a civil law, ma è anche vero che se si adottasse una politica pubblica mirata all'innovazione e alla ricerca, questa differenza diventerebbe sempre più piccola, almeno nei paesi con civil law tedesco.

11.3 Il contesto legale (*rule of law*) e le startup

Nel seguente paragrafo si approfondisce l'influenza che il contesto legale ha sulla vita delle startup in generale e nei diversi sistemi legali. Per le analisi, la variabile utilizzata per rappresentare il contesto legale è la *rule of law* (fonte: *World Justice Project*). Secondo William H. Neukom (Co-founder e CEO di *World Justice Project*) la *rule of law* è "la base per comunità sane fondate sulla giustizia, l'opportunità e la pace". Attraverso un sistema basato sulla giustizia trasparente e imparziale, si cerca di modificare la vita di intere popolazioni migliorandone l'economia e/o la salute. Ricerche pregresse mostrano che livelli più alti di *rule of law* generano economie più fiorenti (*World Justice Project*).

Essa è calcolata a partire da otto fattori, che infine ne vanno a definire il valore overall compreso tra un minimo di 0 e massimo di 1. Di seguito sono riportati gli otto fattori (Tabella 20).

Fattori	Descrizione
Vincoli ai poteri del governo	Misura il modo in cui coloro che governano sono vincolati dalla legge. Include i mezzi, sia costituzionali che istituzionali, attraverso cui i poteri del governo, dei suoi funzionari e dei suoi agenti sono limitati e resi responsabili ai sensi della legge.
Assenza di corruzione	Misura l'assenza di corruzione nel governo.
Apertura del Governo	Fattore definito dalla misura in cui un governo condivide informazioni, fornisce ai cittadini strumenti per richiamare il governo alla responsabilità e promuove la partecipazione dei cittadini nelle deliberazioni sulle politiche pubbliche.
Diritti fondamentali	Questo fattore si concentra sull'adesione ad un insieme ristretto di diritti stabiliti fermamente dalla Dichiarazione Universale dei Diritti Umani delle Nazioni Unite, connessi alle preoccupazioni relative allo stato di diritto.
Ordine e sicurezza	Misura quanto bene una società garantisce la sicurezza delle persone e delle proprietà.
Applicazione delle norme	Misura il grado in cui le normative sono applicate ed eseguite in modo equo ed efficace
Giustizia civile	Misura se le persone comuni possano risolvere le proprie controversie in modo pacifico ed efficace attraverso il sistema di giustizia civile.
Giustizia penale	Valuta il sistema di giustizia penale di un paese.

Tabella 20: descrizione fattori che compongono l'indice *rule of law*

Come presentato anche in letteratura, il contesto legale fa parte del framework di fattori che influenza la vita di queste realtà: scopo delle analisi è mostrare la tipologia di influenza e

soprattutto se essa è diversa in base al regime legale vigente nel paese. Verranno considerate sia la variabile overall ma anche alcuni dei fattori che la compongono.

Nel grafico sotto (Figura 19) è mostrata la distribuzione dei valori di *rule of law* per i paesi in analisi, dal valore più basso (Zimbabwe) al valore più alto (Danimarca).

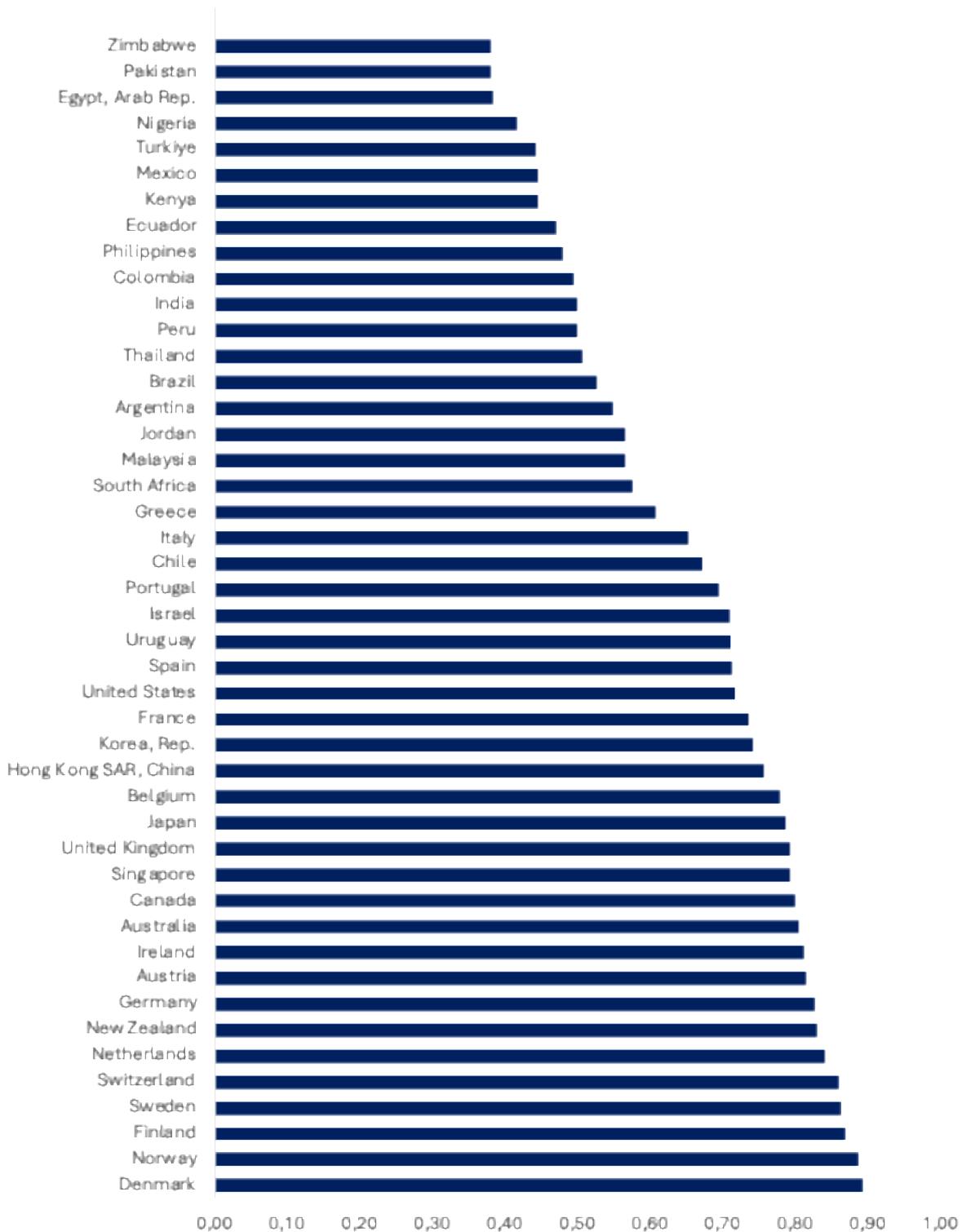


Figura 19: valori indice rule of law per Nazione

Come fatto per la spesa pubblica in educazione, anche in questo caso è rappresentato un diagramma a dispersione tra i dati relativi alla vita media delle startup e ai valori di *rule of law* (Figura 20).

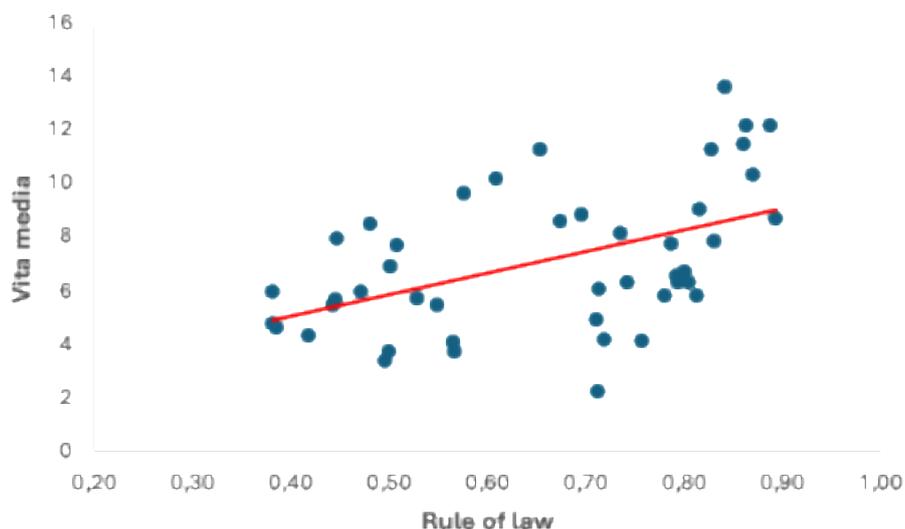


Figura 20: diagramma a dispersione vita media - rule of law

Anche in questo caso il modello di regressione lineare potrebbe essere una scelta corretta; impostando il modello lineare (1), si ottiene il risultato atteso: a valori più alti di rule of law corrisponde una vita media più alta (equazione 4). Il coefficiente della variabile indipendente ha una significatività statistica dell'1% ($t=4,31$).

$$\text{Vita media} = 1,80 + 8,13 \times \text{rule of law}$$

$$(1,16) \quad (1,88)$$

Equazione 4: retta di regressione vita media - rule of law

Visto però l'andamento dei punti, è bene testare se altre tipologie di modelli possano spiegare meglio tale relazione. Si impostano, dunque, i modelli di regressione quadratico (2) e cubico (3); i risultati sono mostrati in tabella 21.

Non si può rigettare il modello cubico in quanto dal test F si deve rifiutare l'ipotesi nulla che i coefficienti delle variabili $(\text{Rule of Law})^2$ e $(\text{Rule of Law})^3$ siano congiuntamente uguali a 0.

Il modello che allora interpola al meglio i punti del dataset è quello cubico. Ciò vuol dire che la *rule of law* non influenza la vita media delle startup in modo lineare, ma attraverso una relazione più complessa:

$$\text{Vita media} = -44,68 + 264,59 \text{rule of law} - 450,61(\text{rule of law})^2 + 252,2817(\text{rule of law})^3$$

Equazione 5: curva di regressione vita media - rule of law

La rappresentazione dell'equazione 5 è mostrata figura 21.

Regressori	(1)	(2)	(3)
Rule of Law	8,13*** (1,88)	-31,9 (22,29)	264,59** (109,51)
Rule of Law ²		31,38* (17,75)	-450,61** (180,09)
Rule of Law ³			252,28** (95,92)
Intercetta	1,80 (1,16)	13,74** (6,44)	-44,68** (21,35)
Statistiche F e valori-p per le ipotesi congiunte			
Tutte le variabili Rule of Law e le interazioni =0		10,79 (0,0002)	11,74 (0,000)
Rule of Law ² =Rule of Law ³ =0			4,20 (0,0219)
Root MSE	2,38	2,33	2,22
R ²	0,24	0,29	0,37
Num. osservazioni	3819 (45)	3819 (45)	3819 (45)

Gli errori standard sono riportati in parentesi sotto i coefficienti e i valori-p sono riportati sotto le statistiche F. I coefficienti sono singolarmente significativi al *10%, **5% e ***1%.

Tabella 21: risultati analisi regressione vita media - rule of law

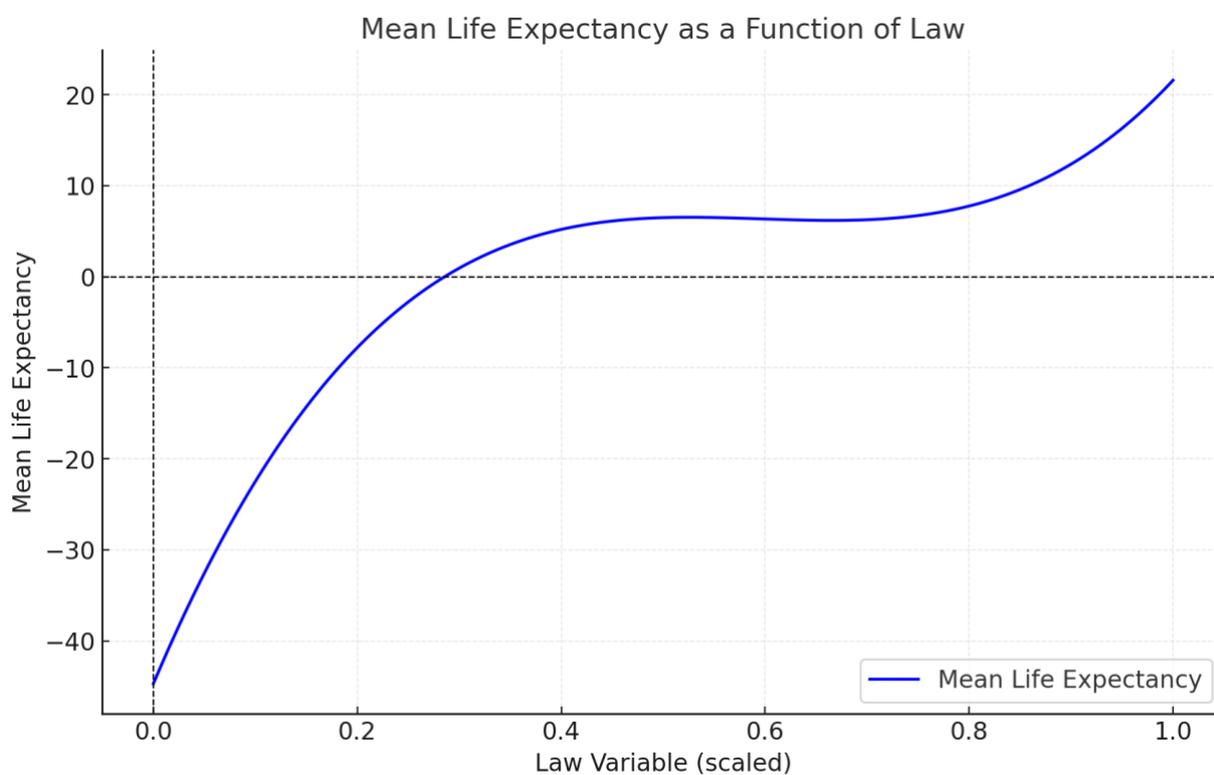


Figura 21: rappresentazione curva di regressione vita media - rule of law

Rappresentando tale curva si intuiscono alcuni aspetti molto importanti. Se in un paese ci fosse assenza totale di rule of law (scarsa efficacia dei tribunali o applicazione delle leggi, giustizia civile e/o penale poco efficienti, etc...) la vita media sarebbe addirittura negativa. Ovviamente una startup non può avere vita negativa ma dal nostro dataset comprendiamo che, affinché una startup possa, per lo meno, avviare la propria attività, deve essere raggiunto un livello minimo di *rule of law*.

Poi, si nota che vi sono dei valori dell'indice *rule of law* interessanti:

- In un range compreso tra 0,4 e 0,7 (circa), l'aumento della *rule of law* non comporta un cambiamento nella vita media;
- Dal valore 0,7 in poi un aumento della *rule of law* comporta, invece, un aumento della vita media.

Effettuando una differenza tra la media di *rule of law* tra i paesi a regime del diritto comune e civile, essa non è statisticamente significativa ($t=0,7347$), ma approfondendo le analisi è possibile, invece, trovare interessanti differenze tra gli ecosistemi legali.

Sistema legale	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	95% Conf. Interval	
Civil law	28	0,6717	0,0303	0,1602	0,6095	0,7338
Common law	17	0,6347	0,4102	0,1691	0,5477	0,7217
Combined	45	0,6577	0,0243	0,1628	0,6088	0,7066
diff		0,0369	0,0503		-0,0645	0,1384

Tabella 22: differenza tra medie degli di *rule of law* tra i paesi a common law e civil law

La tabella sotto (tabella 24) mostra i risultati delle regressioni aventi come variabile dipendente la *rule of law*, senza specificare l'origine legale: questi ci sono utili per identificare quali ulteriori variabili sono in relazione, o meno, con l'indice di *rule of law*.

Nelle regressioni (1) e (2), viene tesato il contesto sociale: a livelli maggiori di disoccupazione è associata una diminuzione della *rule of law*; stesso andamento all'aumentare della popolazione. Questa situazione può essere spiegata guardando ai fattori che competono all'indice globale di *rule of law*: effettuando delle semplici regressioni, si può infatti trovare che all'aumentare sia della popolazione che della disoccupazione peggiorano indici come l'assenza di corruzione o il grado di applicazione delle norme (tabella 23). In paese, dunque, più densamente popolati o con alti livelli di disoccupazione, l'indice complessivo di stato di diritto peggiora.

Tabella 23: analisi regressione rule of law

Variabile dipendente: rule of law		
Sistema legale	Assenza di corruzione	Applicazione delle norme
Popolazione	-2,99*10 ^{-10***} (1,10*10 ⁻¹⁰)	-2,42*10 ^{-10***} (8,81*10 ⁻¹¹)
Disoccupazione	-0,0086** (0,0038)	-0,0091** (0,0036)
Intercetta	0,7261***	0,7278*** (0,0393)
Root MSE	0,2032	0,1608
R ²	0,1173	0,1409
Num. osservazioni	45	45

Gli errori standard sono riportati in parentesi sotto i coefficienti e i valori -p sono riportati sotto le statistiche F. I coefficienti sono singolarmente significativi al *10%, **5% e ***1%.

Tabella 23: analisi regressione rule of law

Nelle regressioni (3), (4) e (5) si testa, invece, il contesto imprenditoriale e finanziario di un paese. Si evince facilmente che all'aumentare del numero di procedure necessarie per avviare un'attività di business e agli anni per risolvere l'insolvenza, la rule of law diminuisce. Un elevato grado di burocratizzazione di un paese, dunque, peggiora l'indice globale di stato di diritto.

All'aumentare del numero di brevetti rilasciati mediamente all'anno da un paese, poi, aumenta lo stato di diritto del paese in maniera statisticamente significativa; tale effetto si perde quando nelle analisi si aggiunge il PIL: esso, osservando il contesto sociale non era in relazione con la rule of law (coefficiente statisticamente non significativo). Questo può essere dovuto al fatto che un numero elevato di brevetti è sintomo di un'economia più fiorente e alla quale corrispondono livelli più alti di PIL; dunque, l'effetto positivo dei brevetti è catturato dall'effetto positivo del PIL.

Tabella 24: analisi regressione rule of law

Variabile dipendente: rule of law

Regressori	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Popolazione	-1,81*10 ^{-10**} (7,79*10 ⁻¹¹)	-1,89*10 ^{-10**} (7,68*10 ⁻¹¹)			
Disoccupazione		-0,0082*** (0,0029)			
PIL	5,95*10 ⁻¹² (3,80*10 ⁻¹²)	4,70*10 ⁻¹² (3,41*10 ⁻¹²)			1,24*10 ^{-11***} (3,41*10 ⁻¹²)
Spesa pubblica in educazione	0,0537*** (0,0159)	0,0565*** (0,0149)			
Diritti anti-director			-0,0033 (0,0155)	-0,0031 (0,0146)	
Numero giorni per iniziare un'attività di business			-0,0014 (0,0013)	-0,0004 (0,0011)	
Numero procedure per iniziare un'attività di business			-0,0211*** (0,0062)	-0,0128** (0,0064)	
Anni per risolvere un'insolvenza			-0,0461** (0,0178)	-0,0391** (0,0166)	
Numero brevetti				2,16*10 ^{-7**} (9,71*10 ⁻⁸)	-1,15*10 ⁻⁷ (1,15*10 ⁻⁷)
Valore mercato azionario				-0,0005*** (0,0001)	-0,0007*** (0,0001)
Crediti dalle banche				0,0019*** (0,0006)	0,0034*** (0,0004)
Intercetta	0,1449*** (0,07463)	0,4551*** (1,2676)	0,9254*** (0,0760)	0,7031*** (0,0908)	0,4096*** (0,0356)
Root MSE	0,1409	0,1375	0,10888	0,0946	0,1111
R ²	0,3014	0,3517	0,5933	0,7163	0,5761
Num. osservazioni	45	45	45	45	45

Gli errori standard sono riportati in parentesi sotto i coefficienti e i valori -p sono riportati sotto le statistiche F. I coefficienti sono singolarmente significativi al *10%, **5% e ***1%.

Tabella 24: analisi regressione rule of law

Tabella 25: analisi regressione vita media delle startup - rule of law

Variabile dipendente: vita media					
Regressori	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Rule of Law	7,7262*** (1,9552)	7,3992*** (1,9189)	7,8857*** (1,7546)	5,8395* (3,1798)	6,3407* (3,7429)
Origine Common Law		-1,5197** (0,6869)	-1,5179** (0,6624)	-1,4574** (0,6516)	-1,4163** (0,6566)
Popolazione	-1,77*10 ⁻⁹ ** (6,68*10 ⁻¹⁰)	-1,07*10 ⁻⁹ (7,68*10 ⁻¹¹)			
Disoccupazione	0,0493 (0,0799)	-0,0341 (0,1083)			
PIL			-9,02*10 ⁻¹¹ *** (3,08*10 ⁻¹¹)		-4,21*10 ⁻¹¹ (5,99*10 ⁻¹¹)
Valore mercato azionario				-0,0075** (0,0035)	-0,0064 (0,0047)
Crediti dalle banche				0,0153 (0,0138)	0,0126 (0,0172)
Intercetta	1,9192 (1,3509)	2,7411* (1,5115)	2,6847** (1,1413)	3,0487** (1,3182)	2,9315** (1,3987)
Root MSE	2,3996	2,3089	2,2688	2,2663	2,2897
R ²	0,2679	0,3387	0,3455	0,3629	0,3659
Num. osservazioni	45	45	45	45	45

Gli errori standard sono riportati in parentesi sotto i coefficienti e i valori-p sono riportati sotto le statistiche F. I coefficienti sono singolarmente significativi al *10%, **5% e ***1%.

Tabella 25: analisi regressione vita media delle startup - rule of law

La tabella sopra mostra i risultati delle regressioni quando alle analisi si aggiungono le origini legali, facendo la differenza tra i sistemi common law e quelli civil law attraverso una variabile binaria, per stabilire la relazione tra il livello di stato di diritto e la vita media delle startup.

Anche quando si considera la rule of law, così come si era visto in precedenza per la spesa pubblica in educazione, l'origine del diritto comune comporta una diminuzione della longevità media delle startup. Guardando al contesto sociale (1), una maggior popolazione comporta una diminuzione della vita media delle startup, ma se si considera l'origine legale, il suo contributo non è più statisticamente significativo (2).

Guardando al contesto finanziario (4) e (5), l'aumento dell'indice di rule of law continua ad accrescere la durata media delle startup ma in modo statisticamente meno significativo (5%). Quando, infatti, si introduce il valore azionario del mercato in un paese, esso attenua parte dell'effetto positivo che l'indice dello stato di diritto pone sulla longevità media delle startup.

La rule of law, dunque, è motivo di aumento della vita media delle startup; tuttavia, a parità di indice di stato di diritto, le startup nei paesi a diritto comune vivono mediamente di meno rispetto a startup nei paesi a diritto civile.

Nei paesi a diritto comune la *rule of law* si concentra sulla protezione dei contratti, della proprietà privata e sull'applicazione delle regole di mercato: questo favorisce un ambiente in cui le aziende competono liberamente e dove l'innovazione e il successo sono premiati, o puniti (nel caso in cui l'innovazione non trovi successo), rapidamente. Proprio per via della maggior libertà che tali mercati offrono, questi paesi sono caratterizzati da diritti dei creditori più forti ma anche da un sistema giudiziario più efficiente: esso fornisce un quadro chiaro per chiudere rapidamente le attività non redditizie, favorendo un rapido ricambio di startup. Questo è ampiamente dimostrato dal maggior utilizzo della bancarotta come strumento di risoluzione dell'insolvenza.

Nei paesi a diritto civile, invece, la *rule of law* si traduce in una maggiore protezione legale e istituzionale per le aziende. Questo può includere normative che limitano la concorrenza o che offrono supporto alle startup attraverso sussidi, incentivi fiscali o altre forme di intervento, favorendo più la stabilità che il dinamismo. Inoltre, sia il sistema giudiziario che regolatorio sono meno dinamici ed efficienti rendendo il contesto imprenditoriale anch'esso meno dinamico.

Tuttavia, vi è un aspetto importante da non sottovalutare: un'elevata burocratizzazione nulla ha a che fare con la definizione di stato di diritto (*rule of law*). Si può infatti pensare che un aumento delle procedure amministrative e dei tempi necessari per avviare un'attività imprenditoriale possano essere sintomo di un'efficacia maggiore dell'ente regolatorio; oppure che un aumento degli anni per risolvere l'insolvenza si possa tradurre in una maggior efficacia della giustizia civile e dunque del funzionamento dei tribunali: non è così (Tabella 23, colonna (3)); tutto ciò riflette quanto riportato al capitolo 9.

Un'importante considerazione va fatta sull'adeguamento di un paese ai diritti fondamentali, tema divenuto molto importante e attuale negli ultimi anni. Esso rientra nel calcolo della rule of law in quanto una delle componenti, come mostrato in tabella 19. Le analisi seguenti vogliono essere un focus sull'esistenza e sulla tipologia di influenza che tali diritti possano avere nei confronti delle startup e dunque sul sistema imprenditoriale più in generale. Anch'esso è un valore compreso tra un minimo di 0 ed un massimo di 1, dove il livello minimo corrisponde ad assenza totale di rispetto e salvaguardia dei diritti fondamentali dell'uomo. Le caratteristiche descrittive di tale variabile sono elencate in tabella 5.

La Dichiarazione Universale dei Diritti Umani delle Nazioni Unite fu adottata il 10 dicembre 1948 e garantisce i diritti fondamentali di ogni individuo in quanto essere umano. Essa è composta da 30 articoli i quali definiscono i principi generali, i diritti civili e politici e quelli economici e sociali.

La tabella sotto (tabella 26) mostra i risultati delle regressioni aventi come variabile dipendente l'indice di rispetto e adeguamento ai diritti fondamentali, senza specificare l'origine legale: questi ci sono utili per identificare quali ulteriori variabili sono in relazione, o meno, con la variabile espressa.

Le regressioni (1) e (2) mostrano come varia l'indice in considerazione del contesto sociale; in particolare esso diminuisce all'aumentare della popolazione. Questa situazione, lascia intendere che i paesi mediamente più popolati tendono ad aver difficoltà alla salvaguardia dei diritti definiti dalla Dichiarazione universale delle Nazioni Unite. Se, però, si considera l'indice di assenza di corruzione, la popolazione non è più statisticamente significativa: un paese con bassi livelli di corruzione è, dunque un paese che rispetta gli esseri umani a prescindere dal numero di abitanti.

La regressione (3) mette in relazione l'indice con il contesto normativo di un paese: più è elevata la burocratizzazione delle procedure per avviare un'attività di business o per risolvere un'insolvenza e più basso sarà l'indice del rispetto dei diritti fondamentali. Questo è anche spiegato se si guarda all'indice di assenza di corruzione: all'aumentare dei livelli di burocratizzazione di un paese, aumenta la corruzione e, dunque, diminuisce l'indice di rule of law globale.

Infatti, quando aprire un'attività d'impresa diventa un processo, appunto, lungo e complesso, con numerosi ostacoli amministrativi, si limita l'accesso all'attività economica, soprattutto per le fasce più vulnerabili della popolazione: questo può tradursi in una riduzione del diritto al

lavoro e all'iniziativa economica, che sono pilastri essenziali dei diritti fondamentali. Allo stesso modo, quando le procedure per risolvere un'insolvenza sono eccessivamente rigide e lente, si rischia di compromettere il diritto a una giustizia equa ed efficiente.

Interessanti sono, invece, i risultati con il contesto economico e finanziario di un paese, regressioni (4) e (5): all'aumentare del credito concesso dalle banche in un paese, aumenta il grado di soddisfacimento dei diritti fondamentali. Questo può essere dovuto a molteplici fattori che entrano in gioco:

- Una maggiore inclusione finanziaria riduce le disuguaglianze economiche, garantendo a più persone la possibilità di migliorare la propria condizione sociale; l'accesso al credito potrebbe, infatti, permettere di avviare o espandere le attività imprenditoriali.
- Il credito aiuta a sostenere spese sanitarie o quelle di istruzione, migliorandone l'accesso, soprattutto per le fasce più deboli della popolazione.
- Le persone possono accedere a mutui per la casa, aumentando la stabilità abitativa e garantendo il diritto a un alloggio dignitoso

Viceversa, invece, per il valore del mercato azionario: all'aumentare di esso, diminuisce l'indice. Questo è dovuto principalmente al fatto che la crescita di tale mercato non voglia dire necessariamente crescita equa dell'economia: le fasce più povere, per esempio, non traggono vantaggio dall'aumento di tale mercato. I dipendenti e le classi più deboli ricevono benefici in forma solo indiretta rispetto ad azionisti e investitori, aumentandone il divario sociale.

All'aumentare, poi, del numero di brevetti rilasciati mediamente all'anno in un paese, aumenta l'indice di soddisfacimento dei diritti fondamentali; tale effetto positivo è, però, catturato dall'introduzione della variabile PIL nelle analisi. A livelli più alti di PIL si riscontrano livelli più alti di rispetto dei diritti fondamentali; un maggior prodotto interno lordo può essere investito in importanti decisioni di politiche pubbliche: investimenti in scuole, ospedali, infrastrutture pubbliche.

Tabella 26: analisi regressione indice diritti fondamentali

Variabile dipendente: indice rispetto dei diritti fondamentali

Regressori	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Popolazione	-2,28*10 ^{-10**} (9,50*10 ⁻¹¹)	-1,23*10 ⁻¹¹ (3,12*10 ⁻¹¹)			
Disoccupazione	-0,0062 (0,0043)	-0,0001 (0,0032))			
PIL		-4,73*10 ⁻¹³ (1,20*10 ⁻¹²)			1,42*10 ^{-11***} (3,79*10 ⁻¹²)
Numero giorni per iniziare un'attività di business			-0,0012 (0,0019)		
Numero procedure per iniziare un'attività di business			-0,0198** (0,0077)		
Anni per risolvere un'insolvenza			-0,0437* (0,0228)		
Numero brevetti				3,31*10 ^{-7**} (1,46*10 ⁻⁷)	-1,95*10 ⁻⁷ (1,30*10 ⁻⁷)
Valore mercato azionario				-0,0008*** (0,0002)	-0,0008*** (0,0002)
Crediti dalle banche				0,0030*** (0,0005)	0,0032*** (0,0006)
Assenza di corruzione		0,7146*** (0,0714)			
Intercetta	0,7302*** (0,0386)	0,2122*** (0,0598)	0,9115*** (0,0382)	0,4631*** (0,0471)	0,4436*** (0,0499)
Root MSE	0,1698	0,091	0,1337	0;1409	0,1398
R ²	0,0975	0,7533	0,4538	0,3931	0,4180
Num. osservazioni	45	45	45	45	45

Gli errori standard sono riportati in parentesi sotto i coefficienti e i valori -p sono riportati sotto le statistiche F. I coefficienti sono singolarmente significativi al *10%, **5% e ***1%.

Tabella 26: analisi regressione indice diritti fondamentali

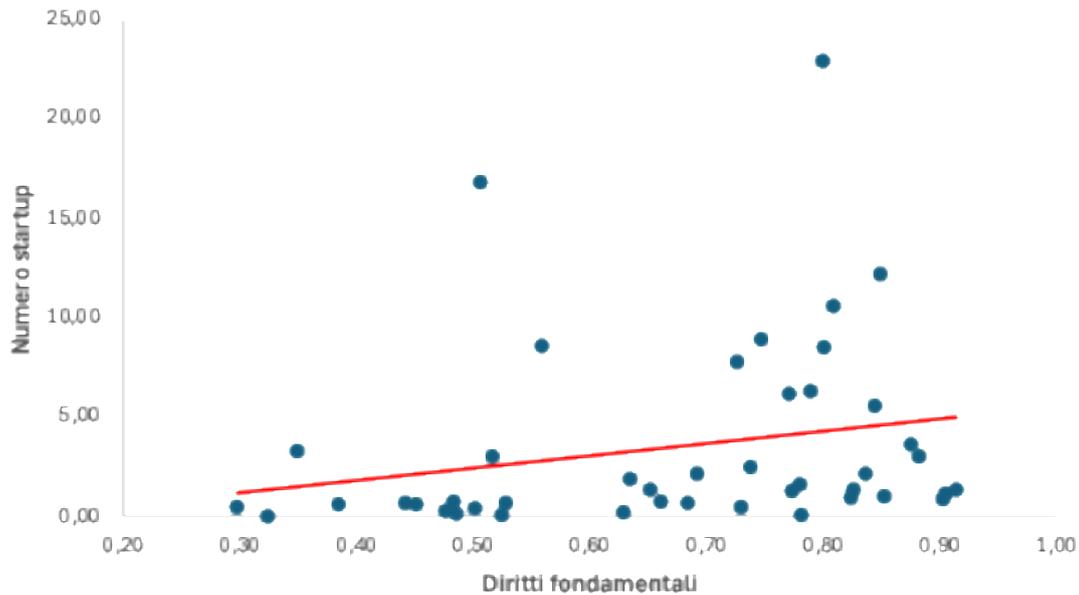


Figura 22: diagramma a dispersione numero startup - indice adeguamento ai diritti fondamentali

Se si osserva il diagramma a dispersione (Figura 22), il rispetto e l'adeguamento che un paese ha nei confronti dei diritti fondamentali sembra avere un impatto positivo sul numero totale di startup in un paese. Effettuando la regressione attraverso un modello lineare (equazione 6), effettivamente, essa rivela che all'aumentare del rispetto di tali diritti il numero di startup totali aumenta (coefficiente statisticamente significativo al 10%), ma che se tali diritti venissero completamente ignorati (indice pari a 0), il numero di startup sarebbe negativo, ovvero non ne nascerebbero di nuove.

$$\text{Num Startup} = -593,83 + 94321,13 \times \text{Indice diritti fondamentali} \\ (28527,53)(54678,03)$$

Equazione 6: retta di regressione numero startup - indice diritti fondamentali

Per quel che riguarda la vita media delle startup, anche qua dal diagramma a dispersione sembrerebbe esserci una relazione positiva tra la vita media ed il rispetto e adeguamento i diritti fondamentali (Figura 23). Impostando nuovamente il modello di regressione lineare (equazione 7), il coefficiente della variabile legata ai diritti fondamentali è statisticamente molto significativo (1%). La relazione mostra, diversamente dalla precedente che, seppur ignorati, le startup avrebbero comunque una vita media diversa da 0. Questo sta ad intendere che vi saranno dei paesi nel mondo (presenti nel database di analisi) in cui i diritti fondamentali non impattano poi così bruscamente sulla vita economica ed imprenditoriale di quest'ultimi.

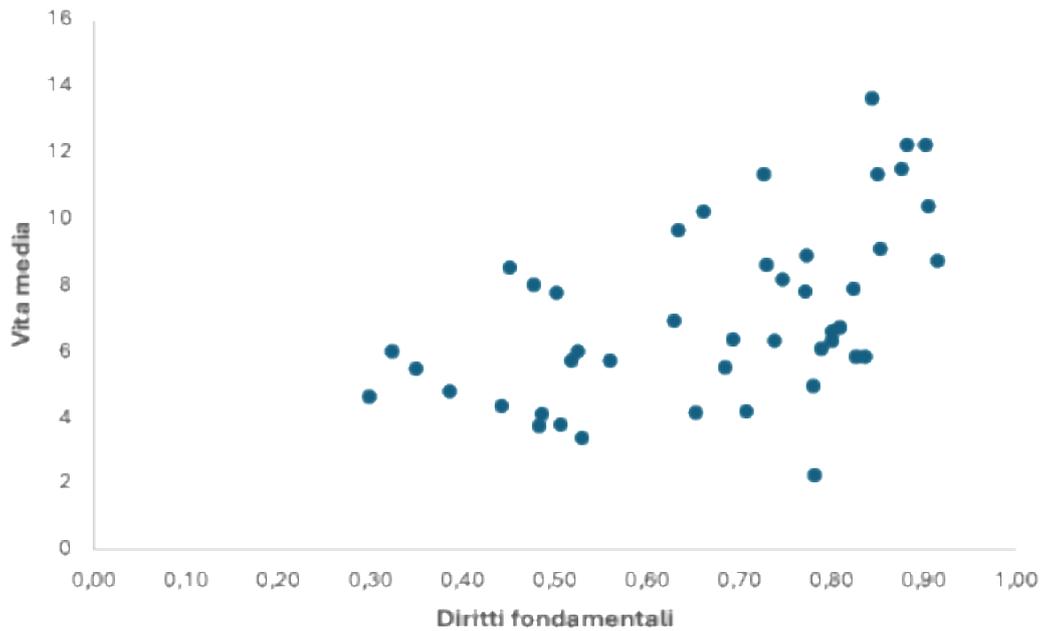


Figura 23: diagramma a dispersione vita media - indice adeguamento diritti fondamentali

$$Vita\ media = 1,71 + 8,09 \times \text{Indice\ diritti\ fondamentali}$$

(1,11) (1,78)

Equazione 7: retta di regressione vita media startup - indice diritti fondamentali

Effettuando una differenza tra le medie degli indici di adeguamento ai diritti fondamentali tra paesi a diritto comune e civile, essa non è staticamente significativa; tuttavia, è bene approfondire le analisi per i singoli regimi legali per cogliere eventuali differenze.

Sistema legale	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	95% Conf. Interval	
Civil law	28	0,6996	0,0329	0,1743	0,6321	0,7672
Common law	17	0,6257	0,0413	0,1704	0,5381	0,7134
Combined	45	0,6717	0,0260	0,1745	0,6193	0,7242
diff		0,0739	0,0532		-0,0333	0,1811

Tabella 27: differenza tra medie indice diritti fondamentali nei paesi a common law e civil law

Tabella 28: analisi regressione vita media - indice diritti fondamentali

Variabile dipendente: vita media					
Regressori	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Indice diritti fondamentali	7,2655*** (1,7552)	5,4143* (2,9212)	6,2073*** (2,1351)	5,1706** (2,5625)	4,8910* (2,8046)
Origini Common Law	-1,2044* (0,6506)	-1,2131* (0,6677)		-1,2353* (0,6582)	
Origini Civil Law scandinavo			2,3263** (1,1383)		2,2126* (1,1508)
Popolazione	-8,64*10 ⁻¹⁰ * (5,33*10 ⁻¹⁰)	-7,06*10 ⁻¹⁰ (6,24*10 ⁻¹⁰)	-1,38*10 ⁻⁹ *** (3,97*10 ⁻¹⁰)	-8,24*10 ⁻¹⁰ (7,08*10 ⁻¹⁰)	
PIL	-7,48*10 ⁻¹¹ ** (2,87*10 ⁻¹¹)	-2,72*10 ⁻¹¹ (5,31*10 ⁻¹¹)	-7,26*10 ⁻¹¹ * (4,12*10 ⁻¹¹)		
Valore mercato azionario		-0,0061 (0,0047)		-0,0067* (0,0037)	-0,0076** (0,0037)
Crediti dalle banche		0,0157 (0,0146)		0,0170 (0,0125)	0,0158 (0,0122)
Intercetta	2,9231** (1,1611)	3,1554** (1,2871)	3,0137** (1,2589)	3,2263** (1,2382)	2,8205** (1,2869)
Root MSE	2,2802	2,294	2,2685	2,2667	2,2542
R ²	0,3550	0,3799	0,3617	0,3786	0,3697
Num. osservazioni	45	45	45	45	45

Gli errori standard sono riportati in parentesi sotto i coefficienti e i valori -p sono riportati sotto le statistiche F. I coefficienti sono singolarmente significativi al *10%, **5% e ***1%.

Tabella 28: analisi regressione vita media - indice diritti fondamentali

Dalla tabella sopra, si trova che l'indice di soddisfazione ai diritti fondamentali aumenta la durata della vita media delle startup: questo risultato si riscontra in tutte le regressioni effettuate.

Tuttavia, a parità di indice, nei paesi a common law la durata media di una startup è inferiore che nei paesi a diritto civile, risultato riscontrato solo che per i paesi scandinavi: nei paesi con regime del diritto civile di origine francese e tedesco, la vita media non è diversa in modo statisticamente significativo che negli altri paesi.

I diritti fondamentali, come la libertà di espressione e associazione, creano ambienti favorevoli all'innovazione e al rischio imprenditoriale, incoraggiando un rapido ciclo di "nascita e morte" delle startup. Nei paesi a *common law*, le regole che favoriscono la libertà economica e la tutela dei diritti individuali includono anche procedure più snelle per la chiusura di imprese non redditizie, accelerandone, di fatto, il ricambio.

Nei paesi a diritto civile, invece, il rispetto dei diritti fondamentali sembra non comportare variazioni alla vita media delle startup tranne che nei paesi a regime civile scandinavo. In tali paesi un maggiore rispetto dei diritti fondamentali è accompagnato da un forte sistema di welfare che sostiene gli imprenditori e le startup in diverse fasi del loro ciclo di vita attraverso supporto finanziario e sicurezza sociale per gli imprenditori. Il rispetto dei diritti fondamentali, inoltre, garantisce che la concorrenza sia equa e non dominata da grandi attori, permettendo alle startup di prosperare; quelle, invece che affrontano difficoltà iniziali hanno accesso a misure di supporto pubblico o privato che le aiutano a rimanere operative più a lungo.

Conclusioni

Questo elaborato si colloca all'intersezione di diverse aree di studio, offrendo un contributo originale all'analisi delle dinamiche imprenditoriali, con particolare riferimento al ruolo delle istituzioni e del contesto normativo. In letteratura, la ricerca sulle startup si è prevalentemente concentrata su fattori legati al loro successo o fallimento; tuttavia, studi che analizzano in modo sistematico l'influenza del regime giuridico e delle variabili istituzionali (spesa pubblica, rule of law e i diritti fondamentali) sul ciclo di vita delle startup restano limitati.

In particolare, questo studio si inserisce nella corrente di studi che esamina il rapporto tra istituzioni economiche e sviluppo imprenditoriale, riprendendo e ampliando contributi di economisti come La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer e Vishny, ampiamente citati in questo elaborato. In questo filone, numerosi studiosi hanno sottolineato come i sistemi giuridici, in particolare la distinzione tra diritto comune e civile, abbiano implicazioni significative per la crescita economica, l'efficienza dei mercati e la protezione degli investitori. Tuttavia, pochi lavori si sono concentrati sull'impatto che i diversi regimi legali esercitano sulla longevità delle startup, con particolare focus a tutti gli ecosistemi legali, addentrandosi, per esempio, nelle diverse tipologie di regime civile (tedesco, francese e scandinavo).

Parallelamente, lo studio contribuisce alla letteratura che esplora il ruolo della spesa pubblica in settori strategici come l'educazione: sebbene sia ampiamente riconosciuto che l'investimento pubblico in capitale umano favorisca l'innovazione e l'imprenditorialità, l'analisi delle sue implicazioni specifiche sulla durata delle imprese nei diversi contesti giuridici è un ambito relativamente inesplorato. Questo lavoro offre un'analisi comparativa nuova, mostrando come l'effetto della spesa pubblica in educazione sia mediato dalle caratteristiche istituzionali dei paesi.

L'analisi svolta in questa tesi ha, dunque, evidenziato una relazione complessa tra le variabili istituzionali, come la spesa pubblica in educazione, il rispetto della rule of law e dei diritti fondamentali, e la vita media delle startup, mostrando significative differenze tra i paesi di tradizione giuridica *common law* e quelli di tradizione *civil law*.

In particolare, si è osservato che nei paesi caratterizzati dal *common law*, a parità di spesa pubblica in educazione è associata a una diminuzione della vita media delle startup, mentre nei paesi in cui vige il *civil law*, è correlata ad un incremento della stessa. Questo risultato può essere interpretato considerando che nei sistemi *common law* un aumento della spesa in educazione amplifica il dinamismo economico, favorendo l'ingresso di nuove imprese e una competizione più intensa, ma accelerando anche il ricambio delle startup meno performanti.

Al contrario, nei paesi *civil law*, una maggiore spesa in educazione tende a rafforzare la stabilità delle imprese grazie a un contesto istituzionale che valorizza la formazione e supporta la crescita nel lungo periodo.

Un risultato analogo si osserva con l'aumentare dell'indice di *rule of law* (stato di diritto): nei paesi *common law*, a parità di indice di *rule of law* si assiste ad un valore di vita media delle startup inferiore, probabilmente perché una maggior certezza del diritto e una giustizia più efficiente facilitano sia la nascita di nuove imprese sia la chiusura rapida di quelle meno competitive. Nei paesi *civil law*, invece, il rafforzamento della *rule of law* sembra favorire una maggiore durata delle startup, poiché denota un quadro normativo più orientato alla stabilità e tutela sia delle imprese esistenti, riducendone il rischio di fallimento prematuro, che degli imprenditori.

Un aspetto particolarmente significativo riguarda l'impatto del rispetto e adeguamento dei diritti fondamentali. Nei paesi *common law*, a parità di indice, è associata una diminuzione della vita media delle startup: questo può essere spiegato dal fatto che la libertà economica e un mercato più dinamico, tipici di questi paesi, siano considerati alla base della libertà dei cittadini. Al contrario nei paesi *civil law*, dove il rispetto dei diritti fondamentali contribuisce a una maggiore stabilità e durata delle startup, grazie a istituzioni che bilanciano le esigenze del mercato con politiche di protezione e supporto a lungo termine. L'ambiente, infatti, è competitivo ma non necessariamente aggressivo; questa caratteristica, legata ad un sistema di *welfare* avanzato, fa sì che le startup tendano a durare mediamente più a lungo.

Questi risultati confermano che il contesto giuridico e istituzionale giocano un ruolo determinante nell'influenzare le variabili chiave sul ciclo di vita delle startup, come la loro vita media. Nei paesi *common law*, il focus su libertà economica e flessibilità del mercato generano un ambiente altamente competitivo che favorisce l'innovazione ma spesso a scapito della longevità delle imprese; nei paesi *civil law*, invece, un sistema più strutturato e orientato alla stabilità offre un terreno fertile per una crescita graduale e sostenibile delle startup, soprattutto nei paesi scandinavi. Differenza chiave sta anche nella diversa cultura al fallimento: nei paesi a regime comune esso è visto come passaggio, quasi, necessario del percorso imprenditoriale, viceversa nei regimi civili.

Questo studio, dunque, suggerisce che le politiche pubbliche dovrebbero essere calibrate in base alle peculiarità dei diversi sistemi giuridici e finanziari presenti. Gli enti regolatori, tenendo conto delle diverse variabili (sistema legale, efficienza dei tribunali, sistema finanziario)

giocano un ruolo fondamentale per la sostenibilità delle startup, favorendo l'innovazione in un paese.

Nei paesi a diritto comune, potrebbe essere utile implementare politiche che favoriscano la sostenibilità a lungo termine delle startup, come incentivi per le imprese che superano le prime fasi critiche del loro ciclo di vita. Viceversa, nei paesi a diritto civile, invece, le politiche potrebbero concentrarsi sull'aumento della competitività e dell'innovazione, evitando che un eccesso di protezione ostacoli il ricambio naturale delle imprese.

In definitiva, questo elaborato dimostra che variabili fondamentali per lo sviluppo economico, come l'educazione, la rule of law e i diritti fondamentali, generano effetti diversi a seconda del contesto giuridico di riferimento. Comprendere queste dinamiche è cruciale per formulare politiche che favoriscano la crescita imprenditoriale e l'equilibrio tra innovazione, competizione e sostenibilità, adattandosi alle specificità di ciascun sistema giuridico.

In conclusione, questo elaborato si è soffermato sull'impatto che alcune variabili hanno su alcuni aspetti della vita imprenditoriale dei paesi. In particolare, si è indagato se al cambiare di tali variabili, il numero di startup in un paese cambi e se la vita media di esse possa essere modificata a seconda del regime legale in cui si trovano.

Un ulteriore sviluppo potrebbe concentrarsi sulla relazione tra longevità e successo delle startup. Sebbene questa tesi si sia focalizzata sulla durata media, resta aperta la domanda se la longevità sia correlata al successo economico e all'innovazione, oppure se alcune startup sopravvivano a lungo pur essendo meno competitive. Interessante sarebbe l'esplorazione di questo tema nei diversi regimi legali e dunque verificare se la longevità, correlata al successo, dia risultati diversi a seconda del paese in cui la startup si trova.

Bibliografia

Ajani Gianmaria, Domenico Francavilla, Barbara Pasa, "Diritto comparato – Il confronto common law/civil law", Giappichelli Editore 2018

Almazan Andres, Javier Suarez, Sheridan Titman, "Firms' Stakeholders and the Costs of Transparency", Journal of Economics and Management Strategy 2009

Animova Munira, Jegers Marc, "Informal Structures and Governance Processes in Transition Economies: The Case of Uzbekistan", International Journal of Public Administration, 2011

Animova Munira, Marchi Edoardo, "The Role of Innovation on Start-Up Failure vs. Its Success", International Journal of business Ethics and Governanc, 2021

Ayotte Kenneth M., Hayong Yun, "Matching Bankruptcy Laws to Legal Environments", American Law & Economics Association Annual Meetings, 2004

Barberis Marco, "Separazione dei poteri e teoria giusrealista dell'interpretazione", Analisi e diritto 2004

Baum Sandy, Payea Kathleen, "The Benefits of Higher Education for Individuals and Society", The College Board: Connecting Students to College Success, 2004

Baysinger Barry D., Henry N. Butler, "The Role of Corporate Law in the Theory of the Firm", Journal of Law and Economics 1985

Benlemlih Mohammed, Isabelle Girerd-Potin, "Corporate social responsibility and firm financial risk reduction: On the moderating role of the legal environment", Journal of Business Finance & Accounting, 2017

Berkovitch Elazar, Ronen Israel, "Optimal Bankruptcy Laws across Different Economic Systems", The Review of Financial Studies 1999

Brander James A., Qianqian Du, Thomas Hellmann, "The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence", Review of Finance, 2015

Carter David A., Betty J. Simkins, W. Gary Simpson, "Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value", The Financial Review 2003

Cho Seong Y., Cheol Lee, Ray J. Pfeiffer Jr., "Corporate social responsibility performance and information asymmetry", Journal of Accounting and Public Policy 2013

Claessens Stijn, Leora F. Klapper, "Bankruptcy around the World: Explanations of its Relative Use", Center of Economic Institutions, 2002

Cunningham Coleen, Ederer Florian, Ma Song, "Killer Acquisitions", Journal of Political Economy, 2021

Hamala Sami, "Why an Entrepreneur Needs Three Failures Before Success- Entrepreneurial Learning After Failure", Oulu Business School, 2016

Hart Oliver, "Different approaches to bankruptcy", National Bureau of Economic Research 2000

Holm Claus, Finn Schøler, "Reduction of Asymmetric Information Through Corporate Governance Mechanisms – The Importance of Ownership Dispersion and Exposure toward the International Capital Market", Corporate Governance: An International Review 2010

Jensen Michael C., William H. Meckling, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", Journal of Financial Economics 1976

Jo Hoje, Haejung Na, "Does CSR Reduce Firm Risk? Evidence from Controversial Industry Sectors", Journal of Business Ethics 2012

Klapper Leora F., Inessa Love, "Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets", Journal of Corporate Finance 2004

La Porta Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, "The Economic Consequences of Legal Origins", Journal of Economic Literature 2008

La Porta Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny, "Law and finance", The Journal of Political Economy 1998

Mitchell Ronald K., Mitchell J. Robert, Smith J. Brock, "Failing to Succeed: New Venture Failure As A Moderator Of Startup Experience And Startup Expertise", Frontiers of Entrepreneurship research 2004.

Myers Stewart C., Nicholas S. Majluf, "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", Journal of Financial Economics 1984

Quinton Adam, "Startup Boards—All in for the Company", 2016

Rajan Raghuram, Luigi Zingales, "Banks and Markets: the changing character of European Finance", 2023

Ross Stephen A., Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe, "Corporate Finance-tenth edition", McGraw-Hill Irwin

Shi Yuwei, John Erniman, "The role of expectation in innovation evolution: Exploring hype cycles", Technovation 2023

Somaya Deepak, Jingya You, "Scalability, venture capital availability, and unicorns: Evidence from the valuation and timing of IPOs", Journal of Business Venturing 2024

Stobierski Tim, "What is Corporate Social Responsibility? 4 types", Harvard Business School 2021

Poursoleyman Ehsan, Gholamreza Mansourfar, Zabihollah Rezaee, Saeid Hodayoun,
"Corporate social responsibility and investment efficiency: The roles of national stakeholder
orientation and legal origins", International review of Economics and Finance

Zhong Rong (Irene), "Transparency and firm innovation", Journal of Accounting and
Economics, 2018

Sitografia

"Civil Law e Common Law: due sistemi a confronto", Professional Translations 2021

Ashford Kate, Giulia Adonopoulus, "IPO: significato, cos'è e come funziona", Forbes 2023

Benwell Richard, Oonagh Gay, "The Separation of Powers", House of Commons

Blank Steve, "Steve Blank: The 6 Types of Startups", The Wall Street Journal 2013

Blosch Marcus, Jackie Fenn, "Understanding Gartner's Hype Cycles", Gartner 2018

Bruno Giampiero, "Steve Blank: le sei tipologie di startup", Incubatore Napoli Est 2013

Burbank Drea, "The Gartner Hype Cycle", Todreamalife 2022

Capello Luigi, "Perché le startup sono importanti per l'economia", Huffpost 2019

Consiglio Nazionale del Notariato, "Civil law - Common law: sistemi giuridici a confronto"

CopyMate, "Il round di finanziamento – tipi di round di finanziamento per le startup e le loro caratteristiche", 2024

Department for Business, Energy & Industrial Strategy, "Business Incubators and accelerators: the national picture", 2017

Diurni Amalia, "Diritto Privato Comparato: i sistemi giuridici europei contemporanei"

Grant Mitchell, "What a Startup Is and What's Involved in Getting One Off the Ground", Investopedia 2024

Howarth Josh, "Startup Failure Rate Statistics (2024)", Exploding Topics 2023

Kritikos, Alexander, "Entrepreneurs and their impact on jobs and economic growth", World of Labour

Maiorano, Mirko, "Customer Development: cos'è e perché va utilizzata", Growth Marketing 2019

Marino Fabrizio, "Acceleratori e incubatori: dove andare per far nascere un'impresa", EconomyUp 2024

Marketing Strategy Solutions, "Perché le Startup falliscono? Conoscere i dati per massimizzare le possibilità di successo", 2023

Ministero delle Imprese e del Made in Italy, "Incubatori certificati"

Mind Tools Team, "The Product Diffusion Curve", Mind Tools

Quec, "Le cinque principali cause di fallimento di una startup"

Redazione online, "Qual è la differenza tra impresa e start up?", Business Intelligence Group 2021

Startup Geeks, "I 10 motivi per cui le startup falliscono"

Verdemare Daniele, "Team Startup: perché è così importante?", Leyton 2021

Wiens Jason, Chris Jakson, "The Importance of Young Firms for Economic Growth", Kauffman Foundation 2014