

UNIVERSITÀ DEL PIEMONTE ORIENTALE
DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA E SCIENZE POLITICHE,
ECONOMICHE E SOCIALI

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN ECONOMIA,
MANAGEMENT E ISTITUZIONI

TESI DI LAUREA

Start-up: caratteristiche, finanziamento e performance

Relatrice:

Chiar.ma Prof.ssa Clementina Bruno

Correlatore:

Chiar.mo Prof. Graziano Abrate

Candidato:

Alessandro Bordiga

ANNO ACCADEMICO 2023/2024

A nonna Gina

Indice generale

Capitolo 1 pag.3

- 1. Le diverse definizioni di Start-up
 - 1.1 La narrativa mainstream dot-com
 - 1.1.1 La narrativa mainstream Web 2.0*
 - 1.2 “Concetto politico-istituzionale e legislativo”
 - 1.3 Caratteristiche delle Start-up
 - 1.3.1 Innovazione e invenzione*
 - 1.3.2 Replicabilità e scalabilità del modello di business*
 - 1.3.3 Rischio e incertezza*
 - 1.3.4 Cultura imprenditoriale e team*
 - 1.3.5 Risorse Umane*
 - 1.3.6 Ciclo di vita accelerato*
 - 1.4 Process Innovation Start-up vs Disruptive Innovation Start-up
 - 1.4.1 Process Innovation Start-up*
 - 1.4.2 Disruptive Innovation Start-up*
 - 1.4.3 Differenze tra ciclo vita, investimenti e rischio*
 - 1.5 Le reti relazionali nella Start-up
 - 1.5.1 Unicorni e reti relazionali*
 - 1.6 Focus sul cliente

Capitolo 2 pag.49

- 2. Introduzione del capitolo parte 1
 - 2.1 Introduzione del capitolo parte 2
 - 2.2 Gli indici della situazione finanziaria
 - 2.3 La solidità patrimoniale dell'impresa
 - 2.4 La redditività dell'impresa
 - 2.5 Il Weighted Average Cost of Capital (WACC)
 - 2.6 La struttura finanziaria dell'impresa: approcci teorici a confronto

Capitolo 3 pag.67

3 Metodi di finanziamento delle Start-up

3.1 Prestiti bancari

3.2 Friends, Family and Fools

3.3 Private equity

3.4 Venture capital e Hedge Found

3.4.1 Hedge Found

3.5 Angel investors

3.6 Incubatori di Start-up

3.7 Acceleratori di Start-up

3.8 Finanza islamica

3.9 Crowdfunding applicato alla finanza islamica

Capitolo 4 pag.98

4. Introduzione alla ricerca

4.1 Obiettivo della ricerca

4.2 Metodologia sulla raccolta dei dati del campione

4.2 Caratteristiche del campione

4.3 Analisi dei dati

4.3.1 Campione totale finanziamenti ricevuti VS numero di investitori istituzionali coinvolti

4.3.2 Campione totale anno fondazione delle Start-up VS finanziamenti ricevuti

4.3.3 Campione totale performance

4.3.4 Industry performance

4.3.5 Nord America VS Resto del Mondo performance

4.3.6 Angels Investors VS Investitori Istituzionali performance

4.3.7 Analisi della Performance del Campione Totale tramite Regressione Multipla

Capitolo 5 Conclusioni pag.138

BIBLIOGRAFIA pag.140

SITOGRAFIA pag.151

Capitolo 1

1. Le diverse definizioni di Start-up

Il termine start-up viene così definito dall'Enciclopedia Treccani come “*Fase iniziale di avvio delle attività di una nuova impresa, di un'impresa appena costituita o di un'impresa che si è appena quotata in borsa. Il termine di derivazione anglosassone significa «partire», mettersi in moto.*”¹

Il termine start-up ha seguito un'evoluzione molto complessa essendo declinata in diversi modi nei vari periodi di tempo. Si deve notare che il termine è diventato virale negli ultimi anni e viene spesso distorto in varie connotazioni. Invece, se non presenta le caratteristiche di innovazione, scalabilità e replicabilità del modello di business, allora si tratterebbe di una normale azienda.

Possiamo percorrere la definizione seguendo due tipologie di declinazione:

1. La narrativa mainstream divisa in dot-com e Web 2.0
2. “Concetto politico-istituzionale e legislativo”

1.1 La narrativa mainstream dot-com

In questo paragrafo si può analizzare come si è evoluto il termine di startup ripercorrendo il percorso storico linguistico. La prima pubblicazione collegata al settore economico che utilizza questa parola per indicare l'inizio di una attività economica è The Code of Federal Regulation of United States of America about the Public Contract and Property Management (US Government 1977). Tale uso è rintracciabile anche in altre pubblicazioni, come The Impact of Local Economic Stimulus Programs on Small Business Startup Rates e Plastic Injection Molding: Manufacturing Startup and Management. Le prime pubblicazioni che utilizzano il termine “start-up” per identificare uno specifico tipo di organizzazione imprenditoriale sono Project Management Basics, A step by step approach, Business Plan for a Startup Company to Market Test Equipment that Will Characterize the Reliability of Integrated Circuit Metallization with Respect to Electromigration Failure. Inoltre, in libri come “Startup: A

¹ https://www.treccani.it/enciclopedia/startup_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/ data visione 28/03/2024

Silicon Valley Adventure” (Kaplan 1996), la startup è presentata come un mezzo per raggiungere i propri sogni di successo, uno strumento per realizzare il mondo.²

Nei successivi anni le startup vennero distinte in base al processo di creazione, all’innovazione, all’attività imprenditoriale e ai processi di crescita.

L’uso del termine start-up sicuramente si è intrecciato negli anni '70 per descrivere nuove aziende tecnologiche emergenti nella regione della Silicon Valley, in California, USA.

L’espressione “Silicon Valley” è stata creata da Don Hoefler³ che nel 1971 sul tabloid Microelectronics News, riconobbe nella San Francisco Bay Area, nel sud della California, la presenza di numerose società di microelettronica tra cui Intel, Hewlett-Packard e IBM e altre imprese riguardanti i semiconduttori.

Negli anni '90, il settore delle startup ha subito un notevole aumento di interesse grazie alla crescente popolarità di Internet. Il mito della “Silicon Valley” come baluardo del progresso scientifico della storia dell’umanità come apripista del pensiero high-tech, neoliberale e anche speculativo. L’aspetto speculativo della dot-com sicuramente ha contribuito all’impulso di capitali privati e statali per la creazione di nuove imprese: le start-up.

Molti di questi nomi sono ancora riconoscibili e hanno avuto un impatto duraturo sull’industria tecnologica. Di seguito sono elencate alcune delle startup delle dot-com più famose:

- Amazon: Fondata da Jeff Bezos nel 1994, Amazon inizialmente era un'azienda di e-commerce che vendeva libri online. Ora è diventata una delle aziende più grandi e diversificate al mondo, con una vasta gamma di prodotti e servizi, tra cui Amazon Prime, Amazon Web Services e molto altro.
- Google: Larry Page e Sergey Brin hanno fondato Google nel 1998 come un motore di ricerca per migliorare la ricerca su Internet. Google è diventato uno dei giganti della tecnologia ed è noto per i suoi servizi di ricerca, pubblicità online, mappe, e-mail (Gmail) e altro ancora.
- Yahoo: Fondata nel 1994 da Jerry Yang e David Filo, Yahoo era inizialmente un portale web che forniva una vasta gamma di servizi, tra cui una directory dei siti web, una casella di posta elettronica e notizie. Sebbene Yahoo abbia avuto alti e bassi nel corso degli anni, è stata una delle prime grandi aziende Internet.

² Vincenzo Luise, Le forme dell’innovazione nell’ideologia californiana. Le retoriche, i modelli e le trasformazioni dell’economia startup, 2019

³ Bernard, Zoë, «Here's the story behind how Silicon Valley got its name», Business Insiders, 2017 <https://www.businessinsider.com/how-silicon-valley-got-its-name-2017-12> data visione 28/03/2024

- eBay: Fondata nel 1995 da Pierre Omidyar, eBay è un noto sito di aste online che consente alle persone di acquistare e vendere una vasta gamma di articoli.
- AOL: America Online, conosciuta come AOL, era un provider di servizi Internet fondato nel 1985. Ha giocato un ruolo significativo nella diffusione di Internet tra il grande pubblico negli anni '90, offrendo servizi di posta elettronica, chat e accesso a contenuti online.
- PayPal: Fondata nel 1998 da Peter Thiel e Max Levchin, PayPal ha rivoluzionato il pagamento online consentendo agli utenti di inviare e ricevere denaro tramite Internet. Successivamente, è stata acquisita da eBay.
- Napster: Fondata nel 1999 da Shawn Fanning e Sean Parker, Napster è stata una delle prime piattaforme peer-to-peer per lo scambio di file musicali. Ha avuto un impatto significativo sull'industria musicale, ma è stato anche coinvolto in controversie legali riguardanti la violazione del copyright.
- Salesforce: Fondata nel 1999 da Marc Benioff, Salesforce è stata una delle prime aziende a offrire un sistema CRM (Customer Relationship Management) basato su cloud, rivoluzionando il modo in cui le aziende gestiscono le relazioni con i clienti.

Un punto di svolta fu tra il 1995 e il 1999 quando la Federal Reserve americana abbassò il costo del capitale in un contesto di bassi tassi di interesse: il tasso ufficiale scese dal 6% al 4,75%.⁴ I bassi tassi di interesse, le aspettative sul futuro e i continui aumenti del valore dei titoli emessi dalle aziende fecero diventare le start-up oggetti di culto: venivano sopravvalutate a prescindere dalle informazioni espresse nei bilanci della società ed i loro relativi indicatori. Gli investitori, ignoranti delle informazioni sovrastimate, iniziarono a convincersi a vicenda delle quotazioni azionarie inflazionate scatenando un'euforia generale. Secondo Vincent Mosco il periodo di forte euforia dei mercati viene definito come il *myth of the digital sublime*: una convinzione collettiva che il cyberspazio stava aprendo un nuovo mondo.⁵ I bassi standard di valutazione delle società di rating nel settore tecnologico, uniti dalla bolla speculativa inflazionistica, nel marzo del 2000 fecero crollare il mercato azionario del 34% nell'arco delle cinque settimane successive. L'elemento scatenante del crollo furono i bilanci pubblicati da diverse aziende che mostrarono risultati deludenti. Questo scopercchiò il vaso di Pandora evidenziando che non tutto il reparto high tech era così tanto profittevole. Il Nasdaq, l'indice azionario di riferimento, perse

⁴ <https://www.consob.it/web/investor-education/la-bolla-delle-c.d.-dotcom> data visione 28/03/2024

⁵ Vincenzo Luise, *Le forme dell'innovazione nell'ideologia californiana. Le retoriche, i modelli e le trasformazioni dell'economia startup*, 2019

in tre giorni quasi il 9%; mentre nella sola Bay Area furono persi 450.000 posti di lavoro. Dal 2001 al 2004 di tutte le Dot-com companies, solo il 50% delle società quotate nel 2000 erano ancora attive a quotazioni infinitesimali rispetto ai loro massimi. Poche furono le aziende solide che riuscirono a crescere negli anni successivi (Amazon, eBay, Apple).

Il mondo azionario capì due lezioni importanti:

- l'impresa da zero è realizzabile
- fare impresa senza sostenibilità, ma solo con progresso scientifico, non porta al successo di un'azienda.

1.1.1 La narrativa mainstream Web 2.0

Nel 1971 due macchine di calcolo mandarono un messaggio imprecisato che si pensi sia, con grande probabilità, “QWERTYUIOP”. Sia il mittente che il destinatario era un programmatore statunitense impiegato nella creazione della prima rete internet; il suo nome è Ray Tomlinson, il quale decise di usare il segno “@” come indirizzo del destinatario e non della macchina creando così la prima rete email.⁶ Nel 1994, il sito Geocities permise agli utenti di creare pagine web personali e collegarsi con altre persone con interessi simili attraverso un URL.⁷ Nel 1997, SixDegrees.com lanciò il primo vero e proprio social network, consentendo agli utenti di creare profili e aggiungere amici. Dagli anni 2000 si è evidenziata una proliferazione dei social network, tra i più importanti ricordiamo MySpace, Facebook e Twitter Inc. Le persone potevano collegarsi tra di loro, scrivere messaggi e fare videochiamate in ogni parte del mondo (Skype nel 2003, seguito poi da Facetime nel 2010). Nasce di conseguenza il concetto di Web 2.0, dove i principi si possono riassumere nella cultura open, interattività ed esperienza utente 2.0. Come sostiene Alice Marwick⁸ la visione del capitalismo imprenditoriale della Silicon Valley si può ricondurre alle controculture della Bay Area caratterizzate da ideali open source, editoria indipendente e movimenti contro i processi di globalizzazione. Il concetto alla base è che la globalizzazione tecnologica può essere una soluzione alle politiche sociali economiche della società dei giorni d'oggi. Il Web 2.0 ha dato alle start-up la possibilità di diventare globali abbracciando idee e visioni dove la collaborazione tra utenti genera profitto in più territori

⁶ https://st.ilsole24ore.com/art/tecnologie/2011-06-24/mail-compie-anni-testo-113023.shtml?uuid=AaL7gfiD&refresh_ce=1 data visione 28/03/2024

⁷ https://www.treccani.it/enciclopedia/geocities_%28Lessico-del-XXI-Secolo%29/ data visione 28/03/2024

⁸ Marwick, Alice E., Status Update: Celebrity, Publicity and Self-Branding, New Haven e London, Yale University Press, 2013

diversi. Inoltre, il profitto, non diviene più l'unico obiettivo, ma anzi a volte viene totalmente abbandonato a favore di esigenze di mercato per la comunità di utenti, come ad esempio le piattaforme open source. Da qui si possono descrivere le start up come un elemento embrionale di un'impresa, l'inizio di una forma di organizzazione giuridica che ha come obiettivo il favorire la costituzione di nuove società al fine di svolgere un ruolo economico importante focalizzato sull'innovazione tecnologica e sull'impatto sociale. Una start-up risponde a una domanda che può essere sia esplicita sul mercato, ma nella maggior parte dei casi fa riferimento ad una domanda latente (nel marketing si parla di una domanda latente quando un target non sta esplicitando un fabbisogno di un prodotto o un servizio). Non per forza ha come ruolo centrale il profitto, ma può puntare sul soddisfacimento di un bisogno collettivo al fine di realizzare un percorso di sostenibilità sociale, economica e ambientale.

1.2 “Concetto politico-istituzionale e legislativo”

Una start-up innovativa è una particolare forma di società di capitali prevista nell'ordinamento italiano. La definizione legislativa di startup in Italia è fortemente legata al contesto politico economico di cui è parte. A tal proposito nel 2012 il Governo italiano, guidato dal Presidente del Consiglio dei Ministri Mario Monti, aveva l'obiettivo di affrontare le sfide economiche e finanziarie del Paese, implementando una serie di riforme strutturali volte a migliorare la competitività dell'Italia e risanare le finanze pubbliche, ancora duramente colpite dalla crisi dei mutui subprime. Il 19 maggio 2010 la Commissione Europea ha adottato la comunicazione “Un'agenda digitale europea” (COM(2010)245). Rappresenta una delle sette “iniziative faro” della Strategia per la crescita “Europa 2020” che mirava a stabilire il ruolo chiave delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC) per raggiungere gli obiettivi che l'UE si era prefissata per il 2020.⁹ Il Governo Monti è stato chiamato ad elaborare e rendere operative le direttive dell'UE, ed ha introdotto nella legislazione italiana il Decreto Legge 179/2012, conosciuto come “Decreto Crescita 2.0” recante “Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese” e convertito dal Parlamento con Legge del 18 dicembre 2012 n. 221. L'obiettivo era creare una normativa organica volta a favorire la nascita e la crescita dimensionale di nuove imprese innovative ad alto valore tecnologico. Con l'ausilio di una task force 12 esperti, istituita dal Ministro dello Sviluppo economico, si è data una definizione inedita di impresa innovativa ad alto valore tecnologico. Dall'elaborato si arriverà alla definizione di startup innovativa, come

⁹ <https://documenti.camera.it/leg16/dossier/testi/D12179.htm> data visione 28/03/2024

impresa rivolta all'innovazione senza operare distinzioni settoriali o porre alcun limite legato all'età dell'imprenditore. A questo nuovo modo di fare impresa vengono affiancati nuovi strumenti e sostegni economici che andranno ad incidere sull'intero ciclo di vita dell'azienda, dall'avvio alle fasi di crescita, sviluppo e maturità.¹⁰ Con il decreto-legge 19 maggio 2020, n. 34 (cd. Decreto "Rilancio") sono state introdotte misure per il rafforzamento e sostegno dell'ecosistema delle startup innovative. Esse consistono nel sostegno con ulteriori agevolazioni per l'avviamento dell'attività, l'accesso a finanziamenti agevolati e incentivi all'investimento nel capitale di rischio e infine al supporto anche in caso di insuccesso.¹¹

In Italia la definizione di start-up ai sensi della normativa di riferimento (DL 179/2012, art. 25, comma 2) indica che una startup innovativa è una società di capitali, costituita anche in forma cooperativa. Ha caratteristiche molto simili ad una PMI innovativa (piccole e medie imprese) e di seguito verranno presentate le principali differenze. Di seguito i requisiti di legge per start-up innovative e PMI innovative

Tabella 1 Il finanziamento delle start up nel settore Biotech, a.a. 2022-23 – M. Valletta¹²

	Start-up innovativa	PMI innovativa
Tipo di società	Società di capitali (anche in forma cooperativa)	
Residenza	In Italia o in un altro Paese UE o dello Spazio Economico Europeo ma con una sede produttiva o una filiale in Italia	
Oggetto sociale	Esclusivamente o prevalentemente: sviluppo, produzione e commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico	Indipendentemente dalla formulazione dell'oggetto sociale, deve operare nel campo dell'innovazione tecnologica
Limiti anagrafici	Impresa nuova o costituita da non più di 5 anni (non risultante da fusione, scissione)	Nessun limite anagrafico

¹⁰ https://www.mimit.gov.it/images/stories/normativa/Scheda_sintesi_disciplina_startup_agosto_2014.pdf data visione 28/03/2024

¹¹ <https://www.mimit.gov.it/it/impresa/competitivita-e-nuove-imprese/start-up-innovative> data visione 28/03/2024

¹² M. Valletta, Il finanziamento delle start up nel settore Biotech, a.a. 2022-23

	societaria o da cessione di azienda o di ramo di azienda)	
Limiti dimensionali	Fatturato annuo < Euro 5 milioni	<ul style="list-style-type: none"> • Fatturato annuo < Euro 50 milioni • Numero dipendenti < 250 • Attivo totale stato patrimoniale < Euro 43 milioni
Quotazione in mercato borsistico	Non è quotata in un mercato regolamentato	
Altri requisiti societari	Non distribuisce e non ha distribuito utili	Certificazione dell'ultimo bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato
	Almeno UNO dei tre requisiti	Almeno DUE dei tre requisiti
Spese di Ricerca e Sviluppo	≥ 15% del maggior valore tra fatturato e costi annui	≥ 3% del maggior valore tra fatturato e costi annui
Composizione della forza lavoro complessiva (Almeno UNO dei tre requisiti per Startup Innovativa e DUE requisiti per PMI innovative)	<ul style="list-style-type: none"> • Per almeno 1/3: dottorandi, dottori di ricerca o ricercatori, oppure • per almeno 2/3: soci o collaboratori a qualsiasi titolo in possesso di laurea magistrale 	<ul style="list-style-type: none"> • Per almeno 1/3: dottorandi, dottori di ricerca o ricercatori, oppure • per almeno 2/3: soci o collaboratori a qualsiasi titolo in possesso di laurea magistrale
Proprietà intellettuale (Almeno UNO dei tre requisiti per Startup Innovativa e DUE requisiti per PMI innovative)	<p>È titolare, depositaria o licenziataria di un brevetto registrato (privativa industriale) oppure titolare di proprietà intellettuale su un programma per elaboratore originario registrato</p>	

Una start-up innovativa può trasformarsi in PMI innovativa beneficiando di un meccanismo di transizione semplificato e in continuità che permette di continuare a godere dei benefici compatibili senza interruzioni.

1.3 Caratteristiche delle Start-up

Nei precedenti capitoli si è vista l'evoluzione delle start-up. Nell'era contemporanea le start-up hanno delle caratteristiche in comune che le legano. I finanziamenti, come caratteristica principale, non verranno trattati perché verranno approfonditi nel capitolo 2. Si deve precisare che ciò che distingue una start-up da un *lifestyle business* (come ad esempio un'attività di franchising, es. palestre Mcfit vs Orange) sono i suoi principi fondamentali, la sua missione strategica e la prospettiva di lungo termine. Questi elementi chiave delineano, in modo inequivocabile, la traiettoria che la startup intende seguire e comunicano a tutti gli attori interessati il motivo dell'esistenza dell'azienda e il suo impatto desiderato sulla società circostante.¹³

1.3.1 Innovazione e invenzione

Joseph Schumpeter (1883-1950) definisce il termine 'invenzione come "la scoperta", mentre l'innovazione come il "fare qualcosa di nuovo"¹⁴ dal punto di messa in produzione dell'invenzione.

L'innovazione dal punto di vista economico ha due filoni concettuali:

1. *Innovazione dal mercato*: si basa su un bisogno manifestato dei consumatori. Questo tipo di innovazione può essere influenzato da numerosi aspetti, tra cui la concorrenza tra le imprese, le aspettative dei consumatori, e la struttura del mercato stesso.
2. *L'innovazione nasce dalla ricerca e dall'invenzione*: si basa su attività di monitoraggio di potenziali clienti al fine di trovare un bene finale "nuovo", oppure su invenzioni casuali o nuove interpretazioni di concetti esistenti. Queste funzioni hanno di per sé una natura "aperta" come nel caso della Silicon Valley, dove esiste una interazione sociale e interculturale che persegue la strada del cambiamento.^{15 16}

¹³ Gianluca Pontoni, Edizioni Ca' Foscari, Academy Infinityhub, Startup, scaleup e unicorni, 2023

¹⁴ Annaflavia Bianchi, Università di Ferrara, Economia del lavoro e dell'innovazione, Schumpeter data visione 28/03/2024

¹⁵ Luigi Brusa, Lezioni di Economia Aziendale, G.Giappichelli Editore, 2013

¹⁶ Jeremy Rifkin, L'era dell'accesso. La rivoluzione della new economy, 2001

Le start-up hanno il core business nell'ideare e innovare: nei processi, nei prodotti e nelle forme organizzative. Esse non si limitano solo a modificare un modello di business, ma spesso ne creano uno nuovo introducendo nuove tecnologie nel mercato di riferimento o addirittura creandolo. È importante sottolineare che un'innovazione non è tale se non dimostra il suo valore sul mercato, se per il prodotto o il servizio non esiste la domanda potenziale esso sarà destinato a fallire.¹⁷ Questo è uno dei tanti fattori del perché, come si vedrà poi nei capitoli futuri, spesso le start-up hanno vita breve. L'esempio più lampante è stato Netflix, che esaminando l'espansione dello streaming online grazie alla rete internet, creò un nuovo mercato di riferimento per l'industria cinematografica rimpiazzando alcuni giganti come Blockbuster.

Il sistema che sta alla base del profitto tramite l'innovazione è determinato dal cambiamento tecnologico avvenuto sul mercato. Pertanto è importante verificare quanto esso riesca a portare benefici all'azienda e al mercato, ed a restare unico rispetto alla concorrenza in un determinato lasso temporale. L'unicità può essere vista sia dal punto tecnologico, sia legata alla concezione del prodotto che i consumatori hanno dell'azienda (esempio la value proposition dei prodotti Apple).

Grafico 1 Elaborato sui dati Economia del lavoro e dell'innovazione, Schumpeter, Annaflavia Bianchi, Università di Ferrara



¹⁷ Camera di Commercio di Ascoli Piceno, Le Start-Up Innovative, 2014

La teoria economica della concorrenza spiega che quando esiste un profitto, le imprese entreranno sul mercato copiando l'innovazione e scatenando una guerra dei prezzi al ribasso, fino a che il prezzo del bene venduto sarà uguale al costo marginale. Le start-up hanno la capacità di differenziarsi grazie alla loro facilità di innovare così da creare prodotti non presenti sul mercato e avere la possibilità di applicare un prezzo superiore al costo marginale. Di contro hanno poche risorse e questo limita la possibilità di introdurre sostanziali tecnologie sul mercato. Per questo uno strumento utile per attrarre nuove fonti economiche è il finanziamento che sarà trattato nel capitolo due.

Le fasi dell'innovazione hanno un andamento pressoché lineare:

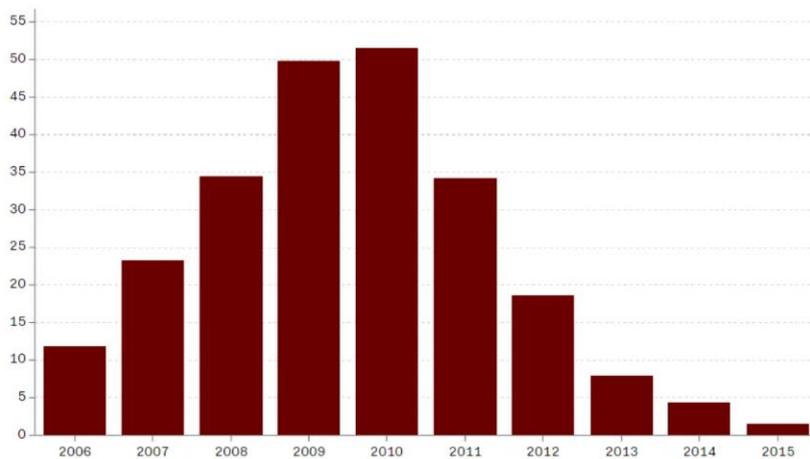
1. *Cutting edge*: la tecnologia viene immessa nel mercato conquistandosi una nicchia ed è ancora acerba, è la parte più rischiosa perché servono ancora investimenti. I ritmi dell'aggiornamento dell'innovazione sono molto frequenti
2. *Leading edge*: la tecnologia ha un'economia di scala ed è molto efficace e efficiente. Salti tecnologici di innovazione sono medi.
3. *Treading edge*: l'innovazione iniziale è nella fase di tramonto, il prodotto iniziale è stato perfezionato e l'innovazione segue ritmi molto bassi se non inesistenti.¹⁸

La start-up che vuole innovare deve individuare quando il prodotto/servizio sviluppato ha raggiunto il massimo limite tecnologico, in modo da reinvestire le risorse in nuovi progetti. Se l'impresa non adotterà nuovi standard, arriverà sicuramente al fallimento.

Un esempio è stata l'introduzione di servizi operativi iOS e Android nel settore della telefonia, scalzando aziende come BlackBerry e Nokia che erano leader di mercato.

¹⁸ Luigi Brusa, Lezioni di Economia Aziendale, G.Giappichelli Editore, 2013

Grafico 2 BlackBerry, n. di smartphone venduti (milioni) - Fonte: Gartner, Reuters, Colli Vignarelli, 2017 ¹⁹



1.3.2 Replicabilità e scalabilità del modello di business

La scalabilità delle start-up nasce dal concetto di economie di scala, che sono connesse ad un aumento dei rendimenti della produzione associata ad una diminuzione del costo unitario. Una start-up deve avere un modello di business replicabile in luoghi diversi e in periodi diversi, apportando al massimo piccole modifiche strutturali. In questo modo se una start-up dovesse espandersi, ad esempio aprendo altre filiali nel mondo, quest'ultime sarebbero già autonome con norme e principi ben saldi. Questo si traduce in un abbattimento dei costi di avviamento con la conseguenza di espandersi nel breve periodo. Un esempio è l'azienda di messaggistica istantanea WhatsApp, che dal 2009 al 2014 è passata da avere zero a 465 milioni di utenti attivi valendo 19 miliardi di dollari. ²⁰ Questo perché essendo il business core un software, è un prodotto altamente scalabile e replicabile, dal momento che può essere installato su tutti i dispositivi elettronici che ne supportano il firmware.

Lo sfruttamento della replicabilità e della scalabilità al fine di ottenere un vantaggio competitivo sia sul breve che sul lungo periodo viene deciso da dei fattori chiave:

- Tecnologia, automazione e processi efficienti:

L'adozione di tecnologie scalabili è essenziale. Un'infrastruttura tecnologica solida può aiutare in una crescita rapida al fine di abbattere i costi e supportare l'innovazione nell'ingresso del

¹⁹ Federica Colli Vignarelli, Wired, BlackBerry, storia di un fallimento, 2017

<https://www.wired.it/economia/business/2017/02/27/blackberry-storia-di-un-fallimento/> data visione 28/03/2024

²⁰ <https://www.geopop.it/come-ha-a-vuto-successo-whatsapp-la-storia-della-app-che-ha-dichiarato-la-morte-degli-sms/> data visione 28/03/2024

mercato di riferimento. Inoltre la tecnologia deve farsi carico di un aumento del lavoro senza aumentare in modo significativo il personale o i tempi di produzione. Un esempio sono le nuove forme di intelligenza artificiale che, se addestrate in maniera corretta, possono svolgere e apprendere lavori sostituendo completamente la forza lavoro umana.

- Risorse umane:

La formazione e l'attrazione di personale qualificato sono fondamentali per la scalabilità. L'azienda deve essere in grado di reclutare nuovi dipendenti e integrare rapidamente nelle operazioni. Aziende come Google o Facebook integrano continuamente sistemi e corsi per far entrare in contatto tra di loro i dipendenti. In questo modo si creano sinergie tra forze lavoro già interne ed esterne. Un altro metodo è l'outsourcing di interi processi più complessi che l'azienda non può gestire in modo efficace, così da concentrarsi sul suo core strategico.

- Flessibilità finanziaria:

La gestione delle risorse finanziarie è importante. Un'azienda deve avere accesso a finanziamenti o riserve di liquidità per sostenere la crescita, ad esempio per l'acquisto di attrezzature o l'espansione delle operazioni. Questo campo verrà poi approfondito nella secondo capitolo.

- Mercato target:

La scelta di un mercato target appropriato è cruciale. Un mercato più ampio offre maggiori opportunità di crescita, ma è necessario considerare se l'azienda ha la capacità di servirlo in modo efficace. Il metodo migliore per le start-up è quello di svolgere delle analisi quantitative e qualitative per mezzo di strumenti statistici per individuare la domanda di nuovi mercati o di un'offerta scarsa.

1.3.3 Rischio e incertezza

Le start-up operano in un ambiente ad alto rischio e incertezza. Il tasso di fallimento per le nuove start-up è attualmente del 90% con un aumento del 225% tra il secondo e il quinto anno di vita.

Grafico 3 Startup Failure Rate Statistics (2023) ²¹



Un dato che certamente è molto importante per capire il fallimento delle start-up è la cultura imprenditoriale. Gli imprenditori che hanno fallito in passato hanno un tasso di successo delle start-up leggermente più alto, che passa dal 18% al 20%. Gli imprenditori che in passato hanno avviato una start-up di successo hanno un tasso di successo aziendale di circa il 30% quando avviano una nuova impresa. Questo perché i proprietari delle start-up hanno una buona conoscenza dei clienti e dei loro bisogni, ma tralasciano tutti gli eventuali rischi e problemi che derivano dal gestire un'impresa sul mercato. Uno studio guidato da un team di ricercatori con

²¹ Josh Howarth, Startup Failure Rate Statistics, 2023 <https://explodingtopics.com/blog/startup-failure-stats> data visione 28/03/2024

a capo Vivek Wadhwa della Duke University, ha intervistato 549 fondatori di aziende di successo in settori ad alta crescita. Oltre il 90% degli imprenditori proveniva da ambienti di classe media ed era ben istruito: il 95,1% degli intervistati aveva conseguito una laurea e il 47% aveva titoli di studio più avanzati.²² Avere una preparazione adeguata, conoscere a fondo i concetti dell'impresa, dall'acquisizione delle fonti di finanziamento alla scelta del personale è estremamente importante per avere un'impresa di successo. Lo studio espone due problemi principali che gli intervistati ribadiscono più volte: la difficoltà di reperire capitali (91% degli intervistati) e la capacità di gestione aziendale (89% degli intervistati). Ciò dimostra la teoria che avere solo un ottimo prodotto per il mercato ma senza una base solida di conoscenze manageriali e dei rischi aziendali porta al fallimento dell'impresa. Di seguito si elencano alcuni elementi chiave sul fallimento delle start-up:

- “Il 34% dei fallimenti delle start-up è dovuto a uno scarso adattamento del prodotto al mercato.
- Il 22% delle aziende fallite non ha implementato le corrette strategie di marketing.
- Il 18% delle start-up fallisce a causa di problemi di squadra e altri problemi legati alle risorse umane.
- Il 16% dei fallimenti nel mondo delle start-up è il risultato di problemi di liquidità e di altri problemi finanziari.
- Il 6% dei fallimenti delle startup è dovuto a problemi legati alla tecnologia, tra cui scarsa sicurezza informatica e soluzioni obsolete.
- Il 2% delle start-up fallisce a causa di operazioni non ottimali.
- Il 2% delle start-up fallisce a causa di problemi legali, come problemi con le licenze, registrazione di una struttura societaria inadeguata e incapacità di formulare un accordo di partnership che tuteli gli interessi di ciascun co-fondatore.”²³

Come si nota, se prendiamo in considerazione le tre quote di insuccesso più importanti sono derivate dalla mancanza di pianificazione del management. Se poi si vuole andare a controllare la mancanza di liquidità notiamo che va ad incidere sul fallimento con una stima dell'82% in alcuni casi studiati.²⁴ La mancanza di entrate, insieme ai costi di apertura importanti (esempi:

²² Kauffman, The Anatomy of an Entrepreneur, 2009

²³ Josh Howarth, Startup Failure Rate Statistics, 2023 <https://explodingtopics.com/blog/startup-failure-stats> data visione 28/03/2024

²⁴ <https://review42.com/resources/what-percentage-of-startups-fail/>, 2023

settore edile immobiliare, informatico, finanziario), possono agire significativamente sulla vita di una nuova impresa. Sicuramente i vari sussidi dei governi o privati come gli incubatori o angel investors (che vedremo in seguito), possono dare un importante aiuto. Un importante problema però deriva dalla sovrastima dell'idea da parte dei fondatori, che ipotizzano flussi e finanziamenti superiori a quelli effettivi. In genere i fondatori di una start-up supervalutano del 255% il valore della proprietà intellettuale prima che il prodotto si adatti al mercato.²⁵ Tutto ciò genera un disequilibrio economico-finanziario tra entrate ed uscite e ricavi e costi che, sul lungo periodo, porta alla bancarotta.

1.3.4 Cultura imprenditoriale e team

L'ambiente imprenditoriale è un contesto molto complesso che può essere scisso in due divisioni: l'ambiente interno si riferisce alle caratteristiche e alle capacità dell'imprenditore, mentre l'ambiente esterno si riferisce all'ambiente di mercato, sociale e culturale, politico-legislativo, economico-finanziario, tecnologico-geografico. Nell'ottica di un mercato sempre più interconnesso e complesso si può dedurre che il contesto ambientale ha favorito un progressivo accrescimento del ruolo delle componenti intangibili nell'ambito delle relazioni tra organizzazioni e stakeholder. Questo fa sì che il processo di creazione di valore ponga in maniera più accentuata gli aspetti umani e individuali come importante asset economico per l'azienda. La personalità dei fondatori nella cultura imprenditoriale fa sì che l'organizzazione segua dei dettami non solo gerarchici ma anche culturali. Secondo R.L. Daft la cultura aziendale è la parte non scritta dell'organizzazione, che comprende l'insieme dei valori, opinioni e conoscenze condivise dai membri di un'organizzazione che vengono insegnati ai suoi membri come esemplari.²⁶ La rilevanza della cultura nei modelli di gestione è intrinseca nell'organizzazione, i manager svolgono un ruolo di tutoraggio (leadership) nei confronti dei loro collaboratori comunicando una "visione" aziendale accettata e condivisibile, in particolare modo attraverso le loro azioni quotidiane.

Analizzando l'ambiente interno, dove è marcato il concetto di cultura imprenditoriale, un recente studio su 95 nuovi team di start-up nei Paesi Bassi ha portato alla luce che l'esperienza

²⁵ Forbes, How To Make The Most Of Your Co-Founder Relationship, 2022
<https://www.forbes.com/sites/forbestechcouncil/2022/07/20/how-to-make-the-most-of-your-co-founder-relationship/> data visione 28/03/2024

²⁶ R.L. DAFT, Organization Theory and Design, South Western College Publishing, 8ª edizione, tradotto in italiano Organizzazione Aziendale, Apogeo, 2004

non è sufficiente per avere successo in un gruppo. I team che hanno riportato alti livelli di esperienza ma livelli medio-bassi di passione imprenditoriale e di visione collettiva hanno dimostrato una performance di squadra debole per quanto riguarda l'innovazione di prodotti e servizi, la soddisfazione del cliente e il controllo dei costi e la crescita prevista delle vendite. Al contrario, i team che hanno riportato livelli medi di scarsa esperienza ma alti livelli di passione e visione collettiva hanno dimostrato prestazioni significativamente più importanti. La ricerca conclude che se i membri con maggiore abilità non condividono le loro competenze con il resto del gruppo, accordandosi con la visione strategica per l'azienda, contribuiranno solo marginalmente alla performance aziendale.²⁷

Le start-up hanno il focus principale su una cultura imprenditoriale che valorizza l'innovazione, la sperimentazione e la ricerca di soluzioni creative ai problemi. I fondatori di start-up sono guidati da una forte passione e motivazione per la loro idea o prodotto che diventa un driver fondamentale per il successo dell'azienda.²⁸ Se i fondatori di una nuova impresa fin da subito non riescono a trasmettere i loro principi e la loro visione al team, esso potrebbe essere scarsamente allineato sugli obiettivi. Le statistiche scoraggianti sui tassi di fallimento delle start-up spesso dissuadono i potenziali imprenditori dal correre il rischio di avviare un'attività in proprio, sottolineando la necessità di strategie proattive di mitigazione del rischio. Sviluppare una resilienza agli ostacoli imparando dagli errori porta ad un migliore processo decisionale verso il futuro. La paura di smarrimento in situazioni sconosciute può essere colmata dall'avere un ambiente dove ci siano consulenti che condividono le conoscenze sotto il profilo giuridico, aziendale e cognitivo. L'agire adeguatamente di fronte ai problemi che si pongono davanti può portare alla sopravvivenza e all'espansione della impresa. Una ricerca con dataset di 21,187 startup pubblicata su Scientific Reports mostra che i benefici di team con tre o più fondatori e con personalità diverse possono avere più probabilità di successo di circa il doppio o triplo rispetto alle startup con un unico fondatore.²⁹ Il concetto di start-up può essere paragonato ad uno sport di squadre dove i propri bagagli culturali agiscono sinergicamente verso un unico obiettivo.

²⁷ Eva de Mol, Harvard Business Review, What Makes a Successful Startup Team, 2019
<https://hbr.org/2019/03/what-makes-a-successful-startup-team> data visione 28/03/2024

²⁸ Chih-Hung Yuan, The Analysis of Fuzzy Qualitative Comparison Method and Multiple Case Study of Entrepreneurial Environment and Entrepreneur Psychology for Startups, 2022

²⁹ McCarthy, P.X., Gong, X., Braesemann, F. *et al.* The impact of founder personalities on startup success. *Sci Rep* 13, 17200, 2023

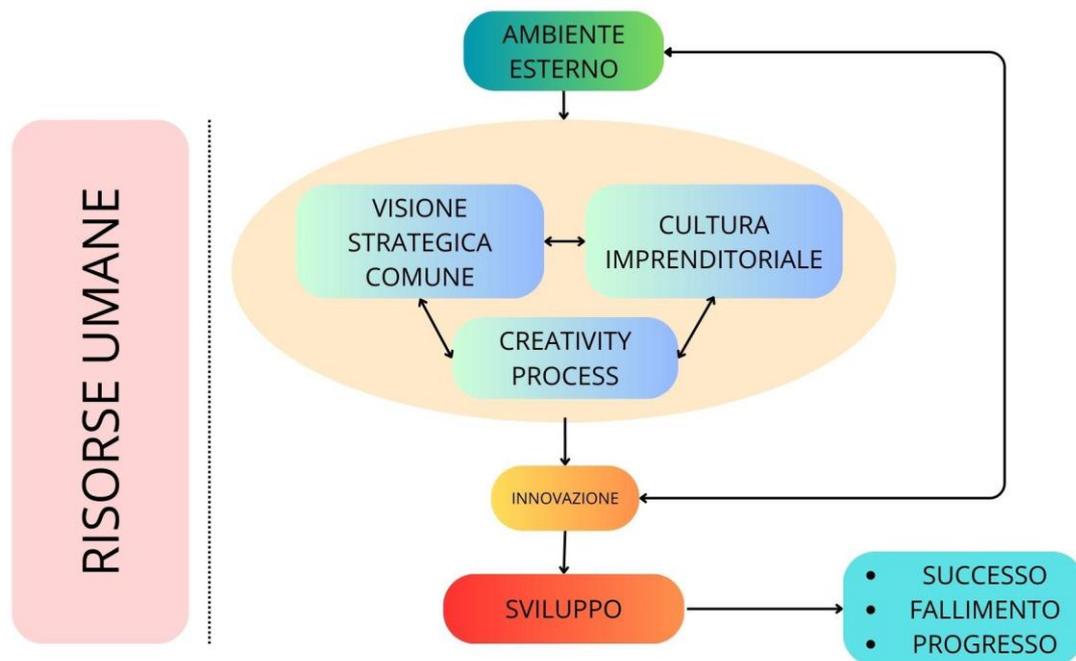
Un'altra importante chiave di successo è se il team ha un'ottima struttura funzionale. Un'organizzazione con più membri che ricoprono le stesse mansioni fa lievitare i costi del personale e allo stesso tempo rende inefficiente il processo. L'imprenditore di una start-up quindi, deve sia avere un piano strategico sia una conoscenza aziendale approfondita che segua la vision desiderata, ma allo stesso tempo deve essere pronto a cambiare velocemente le proprie posizioni per far fronte agli imprevisti. Le start-up hanno la caratteristica di essere veloci ed agili essendo che i membri di un'organizzazione soprattutto all'inizio sono generalmente pochi. Esse possono adattarsi rapidamente ai cambiamenti del mercato e alle nuove opportunità. Qui però entra l'aspetto psicologico ed emotivo dell'imprenditore. Il fallimento o il cambiamento non deve essere preso come uno stimolo negativo, ma anzi come un'opportunità di crescita. In un team ben amalgamato dove ci siano sia competenze "hard" (cioè che si occupano di compiti e competenze specifiche che vengono prevalentemente ottenute con lo studio e la pratica) e competenze "soft" (cioè abilità interpersonali come la comunicazione e il lavoro di squadra) se guidato da un'importante leadership reagire efficacemente ai nuovi stimoli dell'ambiente esterno ed abbracciare completamente la visione imprenditoriale. I fondatori dell'organizzazione però non devono far prevalere le loro idee, ma anzi promuovere la creatività che spesso emerge all'incrocio tra percorsi divergenti di conoscenza e inter-collaborazione tra individui.^{30 31 32}

³⁰ AmabileTM, Conti R., Cambiamenti nell'ambiente di lavoro per la creatività durante il ridimensionamento, Accade. Gest. J., 1999

³¹ Tony Antonio, Agoes Tinus Lis Indrianto, Liestya Padmawidjaja, National Library of Medicine, In search of mediators of leadership behavior to Team Creativity in Team Start-ups, 2022

³² Teresa M. Amabile, Michael G. Pratt, The dynamic componential model of creativity and innovation in organizations: Making progress, making meaning, Research in Organizational Behavior, 2016

Grafico 4 Elaborazione propria Cultura imprenditoriale e team



Come vedremo nel prossimo paragrafo è fondamentale che le risorse umane supportino ogni passaggio dall'ideazione del bene o servizio fino a tutte le fasi che comportino come punto di arrivo lo sviluppo dell'innovazione.

1.3.5 Risorse Umane

Le risorse umane sono il cuore fondamentale di ogni impresa sia che esista da secoli sia una appena fondata da una settimana. Senza le persone l'impresa è un guscio vuoto, senza menti brillanti non si possono captare gli stimoli dall'ambiente esterno per entrare sul mercato con un'idea. Dobbiamo ricordarci che in generale le start-up di successo che sono sul mercato da almeno 3 anni, registrano una crescita dei ricavi mediamente del 60% all'anno, mentre le imprese private, in media negli Stati Uniti i ricavi crescono di circa il 5-10% all'anno.³³ Questo comporta uno sforzo enorme per il reparto di risorse umane per stare al passo con i ritmi così elevati.

Il ruolo fondamentale della gestione HRM (Human resource management) è permettere all'azienda di avere le giuste persone al posto e nel momento giusto. Attrarre ottime persone con le giuste competenze e inserirle in un organico già di per sé è complicato per un'impresa di grosse dimensioni. Concettualmente le pratiche HRM non dipendono dalle dimensioni o

³³ Catarina Nascimento, Católica Lisbon Business & Economics, What is the role of Human Resource Management in growing start-ups, 2017

dall'età dell'impresa. Di conseguenza le start-up utilizzano le stesse tecniche delle aziende più consolidate con la grande differenza delle risorse a disposizione. Il nucleo imprenditoriale si occuperà di svolgere compiti di HRM in aggiunta alle proprie funzioni esecutive.³⁴ Una ricerca di Boudreau evidenzia che circa il 23% dei compiti svolti dai professionisti delle risorse umane contribuisce allo sviluppo del core business.³⁵ Difatti è lecito affermare che l'implementazione delle pratiche di risorse umane avrà un impatto diretto sulla natura finanziaria e sulla crescita organizzativa. Sebbene sia vero che le piccole imprese hanno meno problemi di risorse umane, la mancanza di strumenti e risorse prontamente disponibili per identificare e affrontare questi problemi amministrativi può portare a una crescita lenta dell'impresa o al suo completo fallimento.³⁶ Come si è visto in maniera più marcata a causa della pandemia globale di Covid-19 le piccole imprese hanno solo il grande vantaggio di adattarsi velocemente al mercato ma le grandi imprese hanno vantaggi su tutto il resto a partire dalla capacità finanziaria, investimenti in ricerca e sviluppo, la presenza su mercati internazionali.³⁷ Il concetto di scalabilità come abbiamo visto precedentemente impatta non solo sul modello business e gli investimenti ma anche e soprattutto sull'organico aziendale.

Essendo che le start-up hanno di norma pochi elementi all'inizio, è noto come ogni membro debba avere tante conoscenze trasversali e per questo il sistema di assunzione debba essere altamente efficiente al fine di non assumere personale che possa portare conflitti interni con la conseguenza di ambienti tossici e un inutile innalzamento dei costi legato agli stipendi.

Per mitigare il rischio di un organico inefficiente di seguito si elencano alcune importanti soluzioni:³⁸

- Protezione legale: è importante avere un supporto legale per non andare incontro a sanzioni e inoltre avere delle “assicurazioni” verso i dipendenti assunti da poco. In Italia forme di contratto come apprendistato o lavoro a tempo determinato possono aiutare

³⁴ Maryna Y. Tov, Human Resource Practices in Start-up Companies, The University of Texas at Austin December 2009

³⁵ Boudreau, John W. Beyond HR: the new science of human capital Boston: Harvard Business School Press, 2007

³⁶ Tocher, Neil, and Matthew W. Rutherford "Perceived Acute Human Resource Management Problems in Small and Medium Firms: An Empirical Examination." *Entrepreneurship: Theory & Practice* 33.2 : 455-479. Business Source Complete. EBSCO. Web. 1 Nov. 2009.

³⁷ Luigi Riva, L'obbligo della crescita per competere con successo, Il Sole 24 ore, 2021

³⁸ Rohini U. Nikam, Yuvraj Lahoti, Samrat Ray, A Study of Need and Challenges of Human Resource Management in Start-up Companies, 2022

l'imprenditore a formare il lavoratore e testarlo prima di immetterlo in organico a tempo indeterminato.

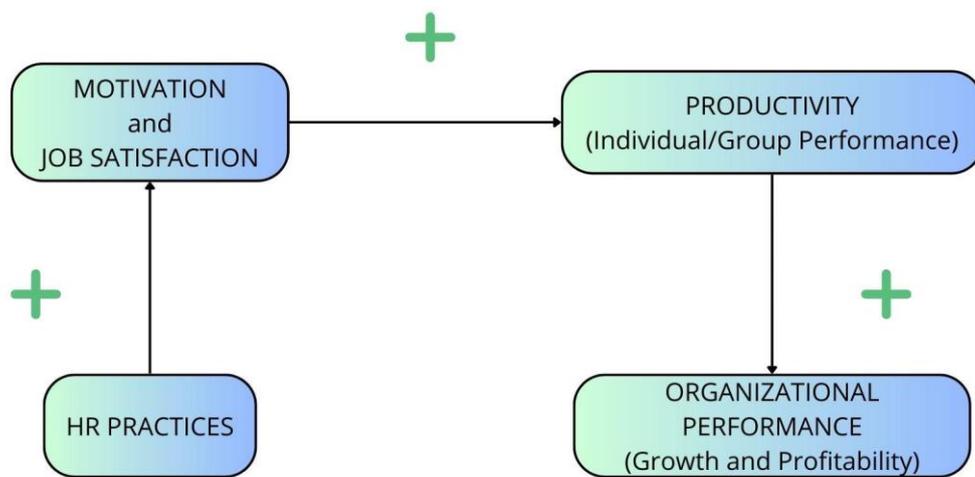
- Sistema di assunzione: avere un sistema di assunzione collaudato che porti i migliori talenti all'interno dell'organizzazione è fondamentale soprattutto per un'azienda di piccole dimensioni.³⁹ Se la struttura aziendale non è adatta, soprattutto in fase embrionale, si può pensare a delle agenzie specializzate per l'assunzione le quali hanno molta esperienza e possono supportare il processo. Poiché, soprattutto nelle fasi iniziali, la maggior parte dei primi dipendenti di una start-up viene assunta tramite referenze, c'è la tentazione di continuare a farlo anche quando l'azienda cresce. Avere delle figure specializzate serve proprio al fine di non portare individui nocivi che poi potrebbero "avvelenare" l'organico creatosi.
- Report-keeping: monitorare con dati quantitativi e qualitativi le performance in modo corretto è fondamentale per poter sia da una parte premiare e incentivare i migliori e allo stesso tempo individuare i problemi dell'impresa. Si deve sottolineare che gli indicatori devono essere tali da permettere di captare il giusto sforzo degli individui. Ci possono essere periodi dove il mercato di un certo settore ha dei ribassamenti e sicuramente andrà a impattare anche i rendimenti. Questo però non deve essere scambiato per l'effort proprio perché gli individui migliori se non valorizzati potrebbero decidere di lasciare il progetto.
- Training: secondo il Workplace Learning Report 2018 pubblicato su LinkedIn ⁴⁰, il 94% dei dipendenti resterebbe più a lungo in un'azienda se questa si impegnasse maggiormente nella propria crescita professionale. Inoltre in un mercato dove le competenze cambiano di anno in anno, le start-up devono sviluppare dei piani di formazione per i nuovi assunti e per i dipendenti esistenti. Sicuramente implementare sistemi di addestramento professionale può essere molto costoso all'inizio soprattutto per imprese appena create. Esistono metodi come le sessioni di gruppo dove si condividono conoscenze, partecipare a conferenze di esperti, corsi di formazione online. Rendere partecipando l'impiegato alla vita aziendale e al processo di crescita lo renderà più aperto ad abbracciare nuovi stimoli per il successo dell'impresa.

³⁹ Rohini U. Nikam, Yuvraj Lahoti, Samrat Ray., A Study of Need and Challenges of Human Resource Management in Start -up Companies. *Mathematical Statistician and Engineering Applications*, 2023

⁴⁰ <https://learning.linkedin.com/resources/workplace-learning-report-2018> data visione 28/03/2024

Se da un lato è importante sviluppare una cultura aziendale dove il personale si rende partecipe dell'intera vita aziendale e la formazione possa trattenere gli individui migliori, un aspetto importante è il rispetto ai dipendenti. Assegnare loro nuove mansioni significative, offrire benefici sia monetari che non, garantire ampi periodi di ferie e collegare le prestazioni dell'azienda con i risultati ottenuti fa sì che si possa creare un ambiente di lavoro stimolante e dinamico.

Grafico 5 Adattamento da Common value creation process of strategic HRM. ⁴¹



1.3.6 Ciclo di vita accelerato

Il mercato tra domanda e offerta è costituito da trend in continua innovazione ed evoluzione. Prodotti e lavori che fino ad un solo decennio fa erano delle solide basi di crescita ora non esistono più e di conseguenza anche molte aziende. Il processo di creazione di una start-up parte dall'identificazione di un problema o di un bisogno fino all'ideazione del bene o servizio che possa soddisfare il mercato di riferimento.⁴² Non esiste un periodo di vita standard, il percorso di una start-up può durare 2 anni, fallire, consolidarsi o diventare una realtà. Un dato importante lo si può trovare nella vita media di un'impresa. Negli USA, un'attività economica qualsiasi che

⁴¹ Catarina Nascimento, Católica Lisbon Business & Economics, What is the role of Human Resource Management in growing start-ups, 2017

⁴² Vincenzo Luise, Le forme dell'innovazione nell'ideologia californiana. Le retoriche, i modelli e le trasformazioni dell'economia startup, 2019

parta come "small business" ha una durata di circa 10 anni. Questo dato peggiora guardando sempre negli USA "il settore Tech start-up" con una vita attesa di appena 4 anni.⁴³

Uno studio recente pubblicato su Royal Science Interface realizzato da Hamilton, Bettencourt e West al Santa Fe Institute in New Mexico ⁴⁴ ha analizzato un dataset Standard and Poor's Compustat di imprese dal 1950 al 2009 utilizzando un metodo statistico chiamato survival analysis. La ricerca rivela che le imprese quotate in borsa si estinguono allo stesso ritmo, indipendentemente dalla loro età o dal settore economico in cui operano e che il tasso di mortalità di un'azienda non è influenzato dai suoi risultati passati o dai suoi prodotti. Lo studio evidenzia anche che la "morte" delle imprese è spesso associata a fusioni e acquisizioni piuttosto che a un evento che porta alla sua fine organizzativa sull'ordine temporale del decennio. Questo va a avallare la tesi che vedremo successivamente dell'ultimo stadio di vita di una start-up dove l'imprenditore sceglie di cedere la sua attività. Riprendendo il concetto delle Tech Start-up si è notato che esse falliscono quando hanno consumato le riserve monetarie, questo può succedere perché non sono riuscite ad accendere un round di finanziamento o non sono riusciti a farsi strada nelle vendite. Lo dimostra che la morte di una Tech Start-up avviene dopo circa 15 mesi dall'ultimo fundraising.

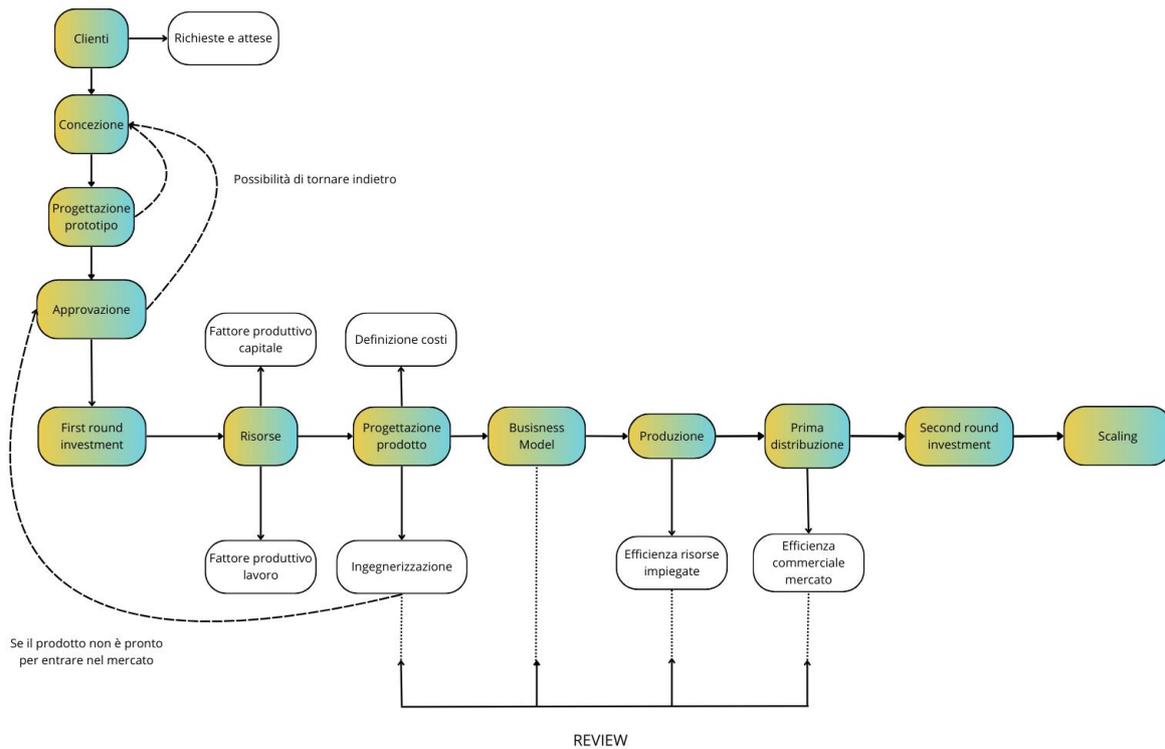
Il ciclo vita di una start-up ha uno sviluppo molto più accelerato rispetto a quello di una "tradizionale" impresa. Rispetto al modello tradizionale una startup ha una simbiosi col prodotto che sta sviluppando essendo che nella più grande dei casi esso è l'unico prodotto core del suo business model. Da esso dipendono il successo o il fallimento dell'intera organizzazione. Inoltre c'è da specificare che l'andamento di creazione e crescita non è un andamento lineare ma può subire diversi tipi di approcci in più periodi diversi di tempo.

Potremmo quasi definire il processo di una start-up come qualcosa di "caotica flessibilità" (se paragonato alle fasi di vita di una "tradizionale" azienda) dove individui perseguono uno scopo implementando innovative idee nel modo più flessibile possibile. Il concetto di scalabilità e di raccolta fondi che vedremo nei capitoli successivi porta a una "fame" di crescita e un immediato senso di mettere subito il bene/servizio sul mercato, anche a costo di non avere tutte le strutture organizzative robuste a sufficienza.

⁴³ https://www.to.camcom.it/sites/default/files/promozione-territorio/Osservatorio_SUI_edizione_2018.pdf data visione 28/03/2024

⁴⁴ Daepf Madeleine I. G., Hamilton Marcus J., West Geoffrey B. and Bettencourt Luís M. A., The mortality of companies J. R. Soc. Interface, 2015

Grafico 6 Concept of the life cycle of a start-up, elaborazione dati The study of the correspondence of marketing instruments to the stages of the start-up life cycle Svetlana Nikiforova ⁴⁵



La sequenza degli stadi del ciclo di vita può essere rappresentata con un maggiore grado di dettaglio distinguendo le seguenti fasi.

Pre-seed

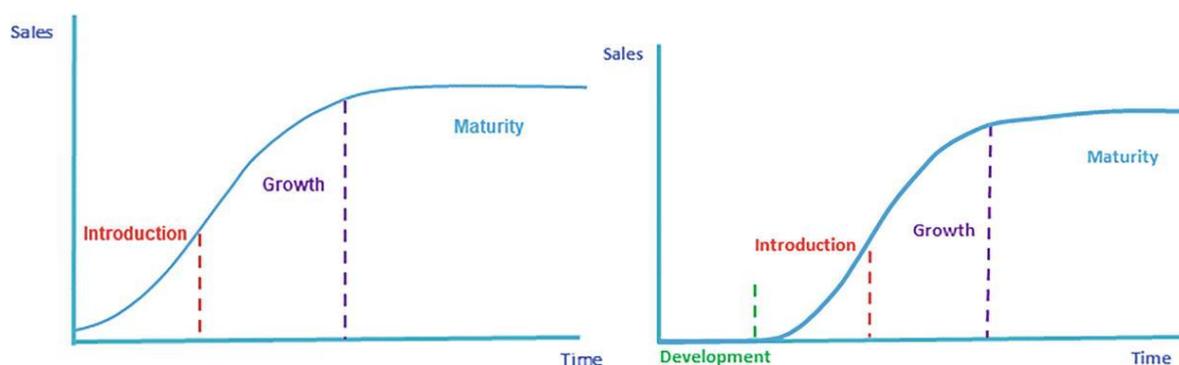
Questa fase non è individuabile nel modello tradizionale. Questo processo prende le basi dalla Unique Value Proposition (UVP), la quale identifica i vantaggi e le soluzioni ai problemi forniti dal servizio o dal prodotto offerto, e la sua differenziazione rispetto alla concorrenza. Comprendendo ciò che rende unica l'azienda e ciò che offre al mercato, diventa quindi naturale delineare la missione aziendale, espressa in una dichiarazione concisa che spiega il motivo dell'esistenza dell'azienda e per il quale opera ⁴⁶. Viene inoltre anche definita la vision aziendale, la quale ha l'intento di descrivere in modo chiaro e conciso lo stato futuro desiderato o l'obiettivo a lungo termine di un'azienda. Essenzialmente, rappresenta la direzione verso cui l'azienda aspira a muoversi nel corso del tempo. Non esiste ancora un prototipo e il problema principale

⁴⁵ Svetlana Nikiforova, St. Petersburg State University of Economics (UNECON) Russia, The study of the correspondence of marketing instruments to the stages of the start-up life cycle, 2018

⁴⁶ Kotler P., Kartajaya H. e Setiawan I., "Marketing 3.0", John Wiley & Sons, 2010

è l'incertezza se il prodotto può generare un'entrata di tipo economica. Gli startupper dovranno concentrarsi nella creazione di un business plan che possa generare ricchezza. L'idea viene condivisa con la tripla F "Friends, Family and Fools" (FFF: amici e familiari e individui "fools" investitori ad alto rischio) ^{47 48} sia per avere i primi feedback sia perché potrebbero essere i primi potenziali investitori. Ottenere capitale a prestito per iniziare è molto complicato se non si hanno referenze o una storia imprenditoriale alle spalle. Spesso le prime fonti derivano da parenti e amici con il vantaggio che essi non richiedono particolari dettagli sul prodotto ma si basano molto di più sulla fiducia. L'inconveniente principale è che diventando azionisti e avendo poca familiarità con il mondo imprenditoriale questo può portare a tensioni. Sicuramente il concetto di FFF cambia da paese a paese la possibilità di investire, paesi con nuclei familiari con un PIL pro capite più basso o con più bassa cultura imprenditoriale avranno meno propensione al rischio di impresa. Successivamente si passa ad ecosistemi con potenziali investitori ed eventi pubblici così da avere diversi feedback. In questa fase si crea la base embrionale di reti di supporto sia strumentale che umano, al fine generare valore economico e finanziario tra finanziatori, fornitori e spesso anche futuri clienti. Si inizia a tracciare le prime strategie di business e di marketing per far conoscere il prodotto. La visione aziendale inizia a concretizzarsi e la flessibilità dell'organizzazione in questa fase è al massimo. Grazie ai feedback si possono ancora fare grossi aggiustamenti all'innovazione apportata. La fase di sviluppo comporta una serie di flussi di investimenti fino a quando l'azienda raggiunge un prodotto minimo vitale che può essere venduto sul mercato.

Grafico 7 ciclo vita tradizionale vs ciclo vita start-up ⁴⁹



⁴⁷ Rich Winley, Forbes, Friends, Family...Fools?: Who Will You Get To Fund Your Startup, 2015

⁴⁸ <https://startupedia.net/it/che-cose/fff-friends-family-and-fools/> data visione 28/03/2024

⁴⁹ Sergio Rafael Bravo Orellana, The Life Cycle in Startup Valuation, 2023
<https://www.intechopen.com/chapters/86951> data visione 28/03/2024

Seed e Start-up

Start-up è lo stadio di avvio – il verbo inglese "to start up" si traduce appunto con "cominciare" o "mettere in moto"- effettivo delle funzioni aziendali.⁵⁰ In questa fase l'impresa è stata creata e il prodotto è prototipato con la conseguenza dell'inizio dell'attività produttiva. Il business plan viene preparato sulla base del mercato di riferimento così da captare se c'è un interesse verso il prodotto e possibili margini di profitto. Uno strumento ampiamente utilizzato per esporre la propria strategia è il Business Model Canvas.⁵¹ Questo strumento strategico è composto da nove blocchi chiave che rappresentano gli elementi fondamentali di un'impresa:

- Segmenti di clientela: i diversi segmenti di consumatori a cui l'azienda si rivolge.
- Value Proposition: il valore che prodotti o servizi che si vogliono offrire all'interno di ciascun segmento di clientela, è la promessa.
- Canali: i mezzi attraverso cui l'azienda si manifesta, raggiunge e consegna valore ai clienti.
- Relazioni con i clienti: il tipo di relazione che si desidera instaurare con ciascun segmento di clientela.
- Flussi di ricavi: i flussi finanziari in entrata attraverso ciascun segmento di clientela.
- Risorse chiave: gli asset necessari per far funzionare il modello di business.
- Attività chiave: le azioni più importanti che l'azienda deve intraprendere per far funzionare il modello di business.
- Partner chiave: le altre aziende o entità con cui l'azienda collabora per far funzionare il proprio modello di business.
- Struttura dei costi: i costi associati alla gestione del modello di business.

Si deve sottolineare che molto probabilmente l'impresa è in perdita a causa dei grossi investimenti effettuati, e come vedremo nei prossimi capitoli le start-up nella più grande maggioranza dei casi sono finanziate a debito. Questo però non deve essere l'unico elemento rilevante nelle decisioni economiche perché prima che un prodotto/servizio possa anche solo avere un po' di successo può passare anche molto tempo. Il rischio d'impresa in questa fase è ancora molto elevato. Si impara a saper fallire velocemente ed imparare dagli errori. Un ruolo

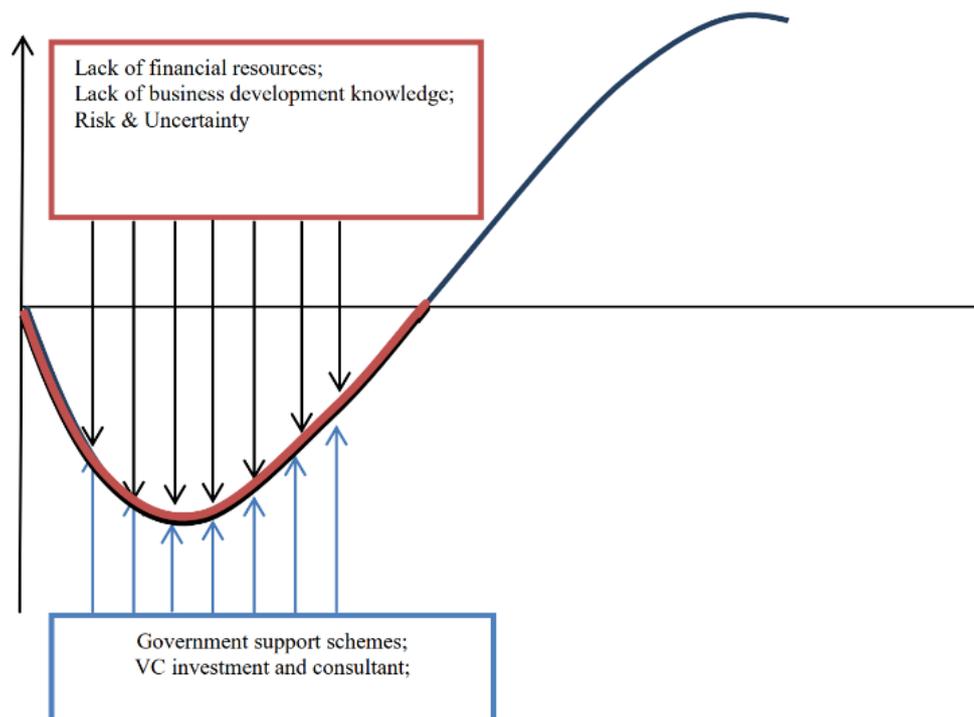
⁵⁰ [il-ciclo-di-vita-una-startup-innovativa-marco-dalla-vanzi](#) data visione 28/03/2024

⁵¹ Annisa R. Qastharin, Business Model Canvas for Social Enterprise, 2025

https://www.researchgate.net/profile/Annisa-Qastharin/publication/323393037_Business_Model_Canvas_for_Social_Enterprise/links/5aa8e20d0f7e9b0ea308294a/Business-Model-Canvas-for-Social-Enterprise.pdf data visione 28/03/2024

fondamentale lo hanno i clienti, soprattutto i più fidelizzati, che possono mandare feedback in modo da correggere dei difetti o migliorare il prodotto fino a renderlo completo e definito a livello commerciale. Il networking si amplia e si inizia a capire se il proprio prodotto o servizio può essere realizzato in modo “industriale”, cioè per grandi quantità. Potrebbero spuntare competitor che interessati all’idea potrebbero avere intenzioni di copiarla. Se da un lato si dovrà fare analisi dei concorrenti in modo costante sarà importante brevettare e avere il proprio marchio anche in previsioni di possibili cause legali. L’organigramma dell’impresa è ancora molto semplice e man mano entreranno figure professionali inizierà ad articolarsi. Tra pre-seed e seed abbiamo una fase di fundraising chiamata Seed financing con il focus di investitori di tipo “informale”, ossia Business Angel, Incubatori, Acceleratori, sistemi di Crowdfunding, operatori pubblici.

Grafico 8 “Valley of death” pull and push forces ⁵²



⁵² Asta Savaneviciene, Vitalija Venckuviene, Lina Girdauskiene, Venture Capital a Catalyst for Start-Ups to Overcome the “Valley of Death”: Lithuanian Case, Procedia Economics and Finance, 2015
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567115009296> data visione 28/03/2024

In queste fasi iniziali troviamo la nota "Valley of Death", utilizzato per la prima volta da Stephan Markham ⁵³, che nel contesto delle start-up si riferisce a una fase critica nel ciclo di vita in cui si devono affrontare sfide significative di sviluppo del prodotto e di raggiungimento di investimenti al fine di diventare modelli di business sostenibili. Le cause principali di fallimento nella "Valle della Morte" sono:

1. mancanza di un mercato: il bene non viene richiesto o viene pubblicizzato male, non è detto che il bisogno non esista ma può essere che il mercato non sia pronto per l'innovazione;
2. mancanza di liquidità: la startup non ha più fondi per finanziare la sua attività;
3. mancanza del team corretto.

Ad avvalorare la tesi di difficoltà finanziarie è uno studio pubblicato su Journal of Empirical Entrepreneurship condotto da Sebastian Quintero in cui dimostra che il tasso di mancata uscita diminuisce man mano che una startup avanza attraverso le fasi di finanziamento anche se il rischio poi rimane quasi costante dopo il terzo round di finanziamento.

Tabella 2 Dissecting startup failure rates by stage Sebastian Quintero 2017 ⁵⁴

Funding Sequence	Failure to Raise the Following Round	Failure to Exit
Seed (to Series A)	79.4%	97.0%
Series A (to Series B)	50.0%	88.7%
Series B (to Series C)	55.8%	84.1%
Series C (to Series D)	62.1%	80.7%
Series D (to Series E)	66.4%	78.1%
Series E (to Series F)	69.2%	74.3%
Series F (to Series G)	75.0%	74.5%
Series G (to Series H)	82.6%	72.4%
Overall Average	67.6%	81.2%

⁵³ Al-Shaikh, M.E., Siddiqui, K.A., Crossing the Valley of Death: lessons for young entrepreneurs. Entrepreneurship and Sustainability Issues, 2021

⁵⁴ Sebastian Quintero, Journal of Empirical Entrepreneurship, Dissecting startup failure rates by stage, 2017 <https://medium.com/journal-of-empirical-entrepreneurship/dissecting-startup-failure-by-stage-34bb70354a36> data visione 28/03/2024

L'autore suggerisce che a quel punto gli investitori non hanno più intenzione di investire massivamente nella start-up perché si aspettano o un'acquisizione o che essa riesca a sostenersi da sola.

Second-round/expansion

Inizia ad esserci una vera diffusione del prodotto. Il raggiungimento di economie di scala porta all'apertura di nuovi canali di mercato e le vendite aumentano con un'importante redditività. Occorre fare un salto dimensionale, l'azienda deve mettere in atto delle strategie di crescita sostenibile del volume di affari sia nel medio/breve che lungo periodo. Se infatti la start-up non riuscirà nel breve periodo ad imporsi sul mercato potrebbero arrivare nuovi competitor e mettere in crisi l'intera operazione. Entrano a far parte in via sempre più importante le operazioni di selezione del personale, controllo e monitoraggio delle risorse e l'implementazione di nuove linee di produzione. Se l'impresa si consolida, di conseguenza il rischio di impresa tende a scendere. In questo periodo di forte crescita il percorso di finanziamento si suddivide in round d'investimento che insieme andranno a formare la fase di Series financing. Questa fase è caratterizzata da potenziali investitori di tipo più "tradizionale" come Venture Capital, Private Equity, Istituti di Credito. Molte start-up iniziano anche a pensare ad una strategia di finanziamento legata all'entrata in borsa. In questa fase è utile uno strumento chiamato analisi SWOT. L'analisi SWOT è uno strumento di valutazione strategica utilizzato dalle aziende per esaminare i propri punti di forza (Strengths), debolezze (Weaknesses), opportunità (Opportunities) e minacce (Threats).

Strengths and Weaknesses:

I punti di forza si riferiscono agli elementi interni positivi e alle risorse che l'azienda possiede e che possono conferire un vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti. Questi possono includere competenze distintive, risorse finanziarie solide, una solida reputazione di marca, ecc. Analogamente le debolezze hanno il focus nelle aree in cui l'azienda è carente o meno efficace ai rivali. Queste possono essere risorse limitate, processi operativi inefficienti, mancanza di competenze chiave nel team, ecc.

Opportunities e Threats:

Opportunità si riferiscono a fattori esterni critici di successo che l'azienda può sfruttare per raggiungere i suoi obiettivi. Possono includere nuovi mercati emergenti, cambiamenti normativi favorevoli, evoluzione delle tecnologie, ecc. Le minacce, invece, sono fattori esterni che possono ostacolare la crescita dell'azienda. Possono includere concorrenza agguerrita, cambiamenti normativi sfavorevoli, instabilità economica, ecc.

Exit or stay

Questo è l'ultimo stadio del ciclo vita di una start-up. Ormai l'impresa è matura ed è diventata una realtà ottenendo un suo posizionamento nel mercato. Le imprese concorrenti sono sempre più agguerrite e quasi sempre si viene a creare una guerra di prezzi essendo che esse non hanno dovuto né spendere risorse in fasi di ricerca e sviluppo dei prodotti né nell'ambito commerciale.
⁵⁵ Se l'impresa si posizionerà nel mercato come cost leader il prezzo tenderà ad abbassarsi verso il costo marginale e di conseguenza anche il ricavo marginale scenderà.

La start-up può concentrare le proprie risorse continuando lo sviluppo e l'innovazione su un prodotto/mercato, ma questo limita l'orizzonte dei bisogni dei consumatori. Le aziende tendono spesso ad esitare nel deviare l'attenzione dai mercati che già servono per esplorare nuove opportunità. Questa esitazione deriva principalmente dalla preoccupazione per i possibili effetti negativi sulla quota di mercato consolidata dovuta a nuovi investimenti in mercati emergenti. Una possibilità comunemente utilizzata è quella di mantenere e supportare il servizio offerto, ma allo stesso tempo diversificare o creare un nuovo prodotto soprattutto grazie alle esperienze e competenze acquisite. Inoltre, se il nucleo imprenditoriale mantiene il controllo, una possibilità è anche quella di continuare a coltivare il proprio brand-name o introdurre contenuti aggiuntivi, come i servizi post-vendita. Un problema molto importante è che si deve stare attenti a non perdere quello "spirito imprenditoriale" che si aveva al momento della fondazione e che ha fatto il successo della start-up. Essendo che nella maggior parte dei casi ci sono degli investitori viene rilevante il tema delle aspettative di crescita che spesso l'impresa non riesce a mantenere. Se la start-up non ha creato attorno a sé un marchio e un brand riconoscibile e valido non potrà applicare un prezzo di posizionamento che possa remunerare sufficientemente i costi e continuare il suo processo di espansione.

⁵⁵ Le Startup innovative e tecnologiche in Piemonte, IV edizione dell'Osservatorio sulle Startup innovative e tecnologiche in Piemonte Torino, 2018

La exit strategy, al contrario di prima, è un piano che prevede il modo in cui i fondatori e gli investitori sono intenzionati a monetizzare il loro investimento nel business per supportare il processo di crescita, fornendo non solo finanziamenti ma anche una rete di relazioni con le realtà imprenditoriali e le modalità di gestione del credito.⁵⁶ Questo processo di decisione non è detto che sia immediato soprattutto perché molte start-up hanno già nei loro piani aziendali di vivere di debito per molti anni cercando di aumentare il più possibile la quota di mercato e poi solo in un secondo momento puntare al profitto. In questa fase delicata gli startupper devono capire se il rischio che stanno correndo è affrontabile da soli oppure occorre l'aiuto di terzi, come ad esempio fondi di investimento che aiutino la gestione imprenditoriale.

Ecco alcune opzioni di exit strategy comuni per le start-up:

Acquisizione da parte di un'azienda più grande: questa è una delle exit strategy più comuni per le startup. Un'azienda più grande potrebbe essere interessata ad acquisire la start-up per diversi motivi, come l'accesso alla tecnologia, ai talenti o al mercato di riferimento.

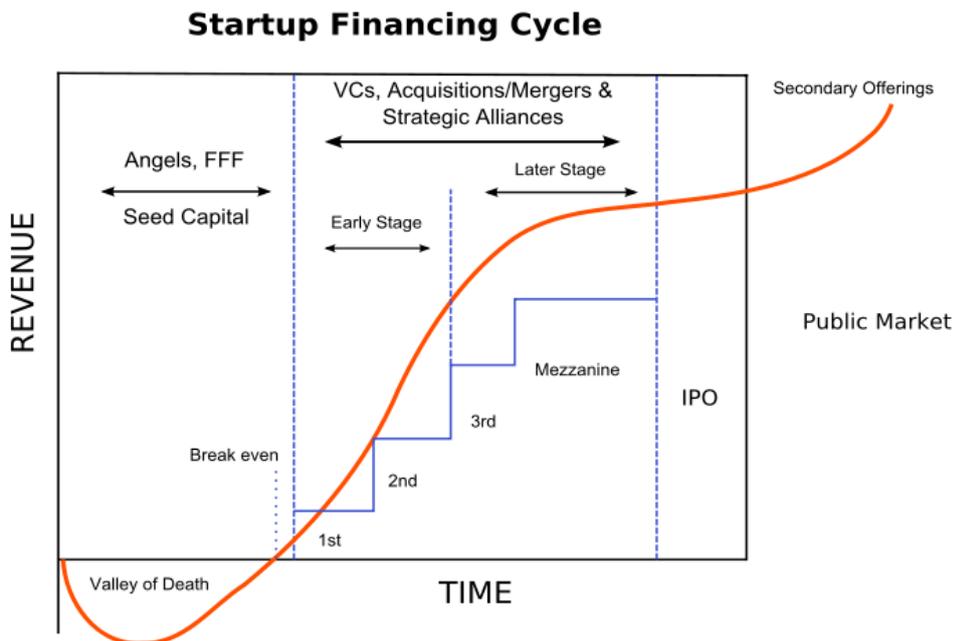
IPO (Initial Public Offering): Un'alternativa all'acquisizione è l'IPO, che implica la quotazione della startup in borsa. Questo può offrire un'opportunità di monetizzazione per gli investitori e i fondatori, consentendo loro di vendere azioni della società al pubblico.

Buyout da parte di un'altra impresa o di un fondo di private equity: Questo coinvolge l'acquisto di una quota di maggioranza o di controllo della start-up da parte di un acquirente esterno.

Ricompensa degli investitori: Alcuni investitori possono desiderare di uscire dal loro investimento semplicemente ricevendo un ritorno finanziario sul loro capitale. Questo può avvenire tramite dividendi, rimborsi del capitale o altri accordi finanziari.

Liquidazione: In alcuni casi, una start-up potrebbe non riuscire a raggiungere i suoi obiettivi di crescita o redditività. In questo caso, un'opzione potrebbe essere la liquidazione dell'azienda, con la vendita dei suoi asset e la distribuzione dei proventi agli investitori.

⁵⁶ Soroush Kavosian, Tesi di Laurea Magistrale Corso di Laurea in Ingegneria Gestionale, Il Business Plan di una Start-up il caso Mode, 2017-2018



Durante lo stadio di Exit or stay un utile mezzo è la matrice General Electric (GE), essa vede sul lato delle ordinate l'attrattività del settore (bassa, media, alta) e sul lato dell'ascissa la posizione dell'impresa nel settore (forte, media, bassa). Questo strumento di analisi strategica viene utilizzato per valutare le performance di diverse unità di business all'interno di un'azienda. Le SBU (business unit) migliori sono quelle situate nell'area in cui il settore ha una forte attrazione e l'impresa ha i maggiori punti di forza.

Per definire l'attrattività del settore l'approccio GE costruisce un indice che non comprende soltanto il ritmo di sviluppo del mercato (come avviene nell'approccio della matrice Boston Consulting Group), ma comprende anche la dimensione del mercato, i margini medi di profitto del settore, (l'intensità della concorrenza, la stagionalità e i cicli della domanda, struttura dei costi nel settore. Ciascuno di questi fattori è graduato e inserito in un indice di attrattività del settore. Anche per la posizione competitiva del business, l'approccio GE usa un indice composito che comprende fattori come la quota relativa di mercato dell'impresa, la competitività dei prezzi, la qualità dei prodotti, i rapporti con i clienti, l'efficienza delle vendite e vantaggi della distribuzione. ⁵⁸ Le nove celle ricavate dall'intersezione, rappresentano diverse

⁵⁷ <https://www.smartweek.it/finanziare-una-start-up-ecco-la-gerarchia-delle-fonti-di-finanziamento/> data visione 28/03/2024

⁵⁸ Giorgio Pellicelli, Cedam, Il marketing, 2017

strategie che un'azienda può adottare per gestire ciascuna unità di business, ad esempio investire, mantenere, disinvestire o sviluppare ulteriormente.

1.4 Process Innovation Start-up vs Disruptive Innovation Start-up

Nel paragrafo precedente si è trattato del concetto di innovazione dal punto di vista più generico. Una start-up ha due modi per innovare:

- modernizzare un processo attuale per renderlo più efficiente sviluppando conoscenze e tecnologie
- la creazione o la rivoluzione di un bene/servizio che non esiste ancora sul mercato (esempio da CD musicale a mp3)

Il primo è definito come Process Innovation Start-up mentre il secondo come Disruptive Innovation Start-up.

1.4.1 Process Innovation Start-up

La caratteristica fondamentale della Process Innovation Startup è “svecchiare” un processo. Le finalità sono molteplici e hanno una diversa natura:

- Migliorare la competitività riducendo i costi o i tempi
- Aumentare la soddisfazione dei clienti
- Migliorare una tecnologia per essere più ecosostenibile
- Facilitare l'utilizzo di uno strumento
- Portare una tecnologia di nicchia su larga scala

Si deve sottolineare che questo tipo di innovazione deve apportare un cambiamento significativo e dimostrabile da subito, altrimenti non può essere considerata innovazione, ma viene definito come il miglioramento del processo Kaizen.

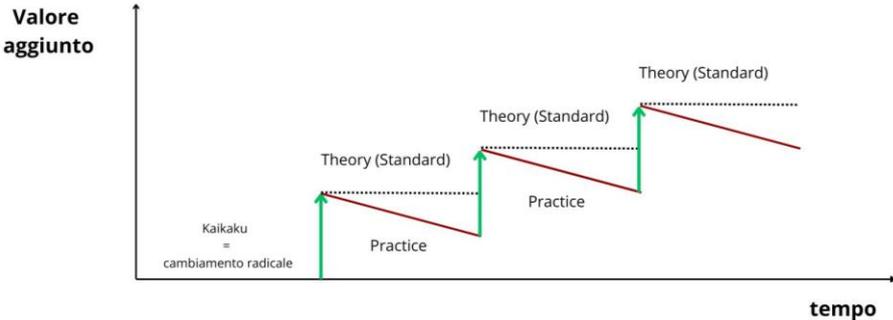
L'ideogramma giapponese romanizzato del termine Kaizen è costituito da due parti: kai, che significa cambiamento, e zen, in meglio, e si può tradurre come “miglioramento continuo”.⁵⁹ È una filosofia e un approccio alla gestione aziendale che enfatizza sull'efficientamento costante e incrementale di processi, prodotti o servizi. Si basa sul concetto di standardizzazione e

⁵⁹ Prof. Claudio Pantanali, KAIZEN Metodologia per il miglioramento continuo
https://moodle2.units.it/pluginfile.php/437421/mod_resource/content/1/Kaizen.pdf data visione 20/02/2024

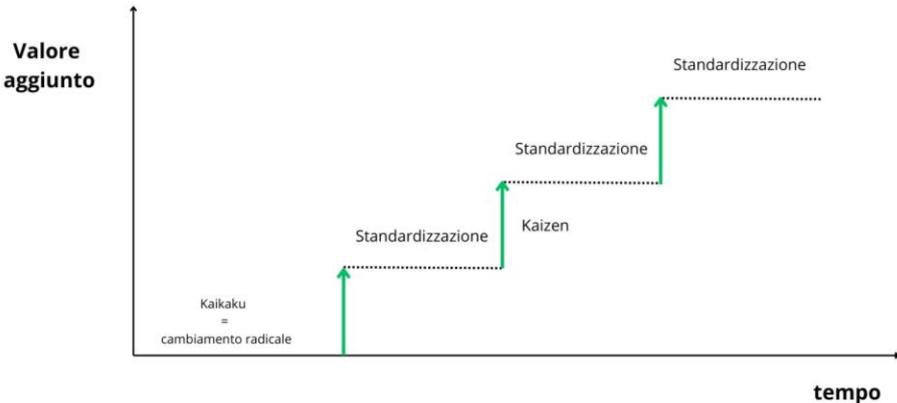
l'accumulo di piccoli miglioramenti per arrivare ad un grande guadagno senza sconvolgere tutta la catena del valore, mentre l'innovazione implica un drastico miglioramento.

Grafico 10 Process Innovation vs KAIZEN elaborazione dati propria

Process Innovation



KAIZEN



1.4.2 Disruptive Innovation Start-up

L'innovazione dirompente si riferisce a un processo attraverso il quale un nuovo prodotto, servizio o tecnologia (spesso proveniente un'idea inaspettata) cambia radicalmente un settore o un mercato.

Ci possono essere principalmente due tipi di innovazione dirompente: ⁶⁰

- Low-end disruption: un'azienda entra nella fascia bassa di un mercato esistente offrendo un basso prezzo con prestazioni accettabili, catturando alla fine i clienti della concorrenza
- New-market disruption: un'azienda crea e rivendica un nuovo segmento in un mercato esistente rivolgendosi a una base di clienti poco servita, migliorando lentamente la qualità fino a rendere obsoleti i prodotti delle aziende già presenti.

Low-end disruption

Nel 2018 un produttore cinese di elettronica di consumo di nome Xiaomi entra nel mercato italiano con due smartphone e un monopattino elettrico puntando sul motto aziendale: “prodotti sorprendenti a prezzi onesti”. Dal 2018 al 2024 Xiaomi ha aperto 50 negozi in tutta Italia e la crescita a livello globale non sembra fermarsi. ⁶¹

L'esempio sopra citato rappresenta la low-end disruption. Generalmente i leader del mercato preferiscono non combattere una guerra dei prezzi e puntare su margini di profitto più alti su prodotti con caratteristiche premium.

Le caratteristiche sono le seguenti:

1. offrire una qualità minima standard ma non la migliore
2. il target dei consumatori sono quelli che hanno bassa disponibilità a pagare
3. il profitto deve essere creato con il prezzo di mercato più basso dei player già presenti sul mercato. Questo punto è fondamentale perché gli operatori storici non saranno motivati a lottare contro il nuovo concorrente per conquistare quote di mercato.

⁶⁰ Catherine Cote, Harvard Business School Online, WHAT IS LOW-END DISRUPTION? 2 EXAMPLES, 2022

⁶¹ <https://www.mistoreitalia.com/apps/store-locator> data visione 28/03/2024

New-market disruption

Generalmente questo tipo di innovazione deriva da un'azienda piccola e con meno risorse che crea un prodotto/servizio con cui è in grado di sfidare con successo le imprese già affermate. I clienti più "esigenti" sono una fascia di consumatori che sono disposti a pagare un prezzo maggiore per ottenere più di un determinato bene. Questo comporta che gli operatori storici, orientati al maggior profitto, si concentrino sul miglioramento ignorando le opportunità dell'ambiente esterno e trascurando i bisogni di altri consumatori.

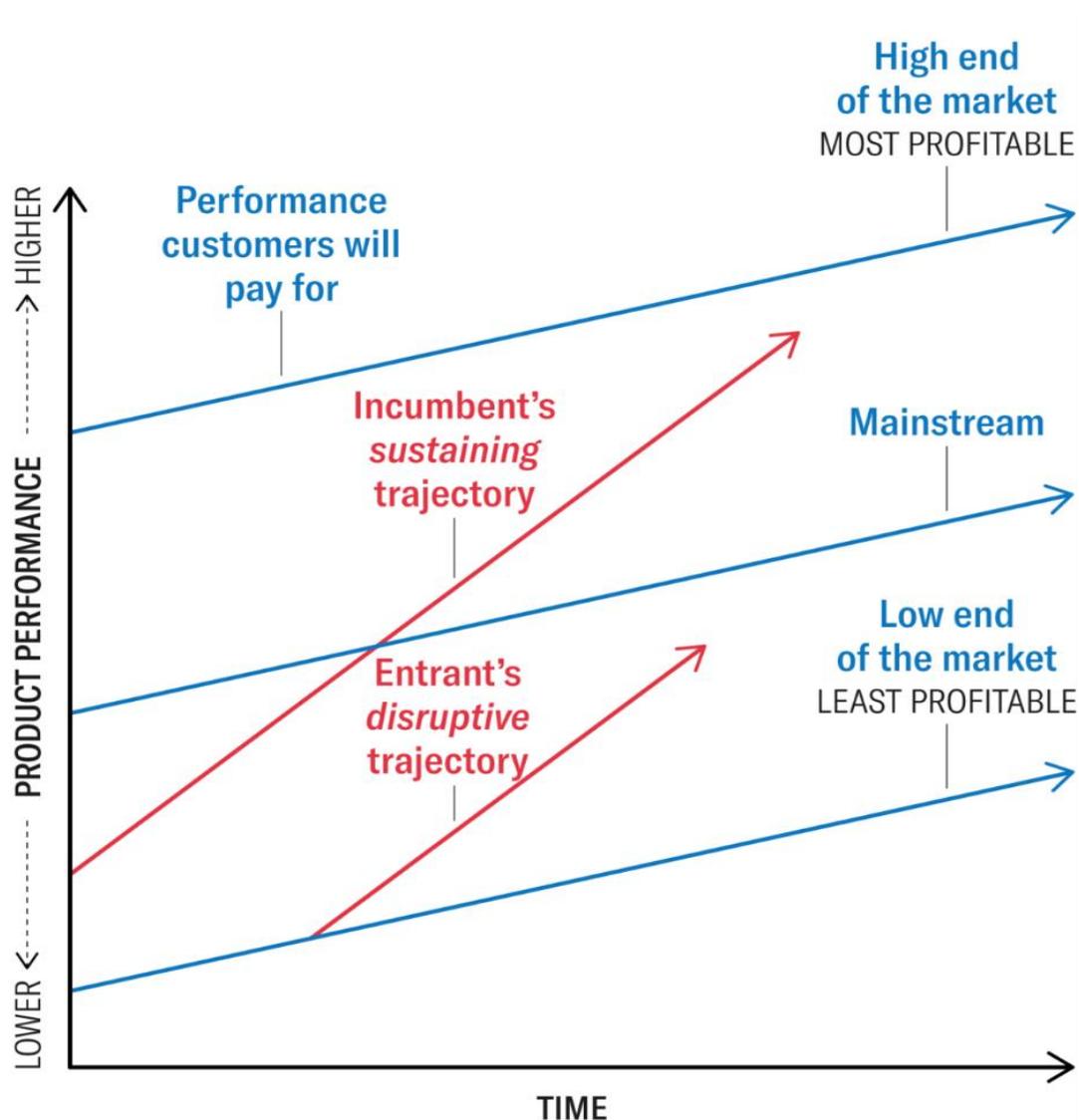
Le Disruptive Innovation Start-up si focalizzano su questi segmenti di clientela trascurati offrendo funzionalità più adatte, spesso a un prezzo medio inferiore. I player del mercato storici tendono a non rispondere con forza puntando sulla redditività. Generalmente le Disruptive Innovation Start-up che operano in questo modo sono considerate inferiori dalla maggior parte dei clienti dell'azienda affermata. Questo perché la variabile prezzo non va ad incidere significativamente sui clienti che vogliono le migliori prestazioni. Dopo la fase di *cutting edge* (vedi paragrafo 1.3.1) ⁶² la produzione dell'innovazione diventa prodotta in massa e le Disruptive Innovation Start-up si spostano quindi verso l'alto, offrendo le prestazioni richieste dai clienti tradizionali, pur conservando i vantaggi che hanno determinato il loro successo iniziale. Quando anche i clienti tradizionali iniziano ad adottare in massa le offerte dei nuovi arrivati, si è verificata la disruption.

Il processo per portare tecnologia dirompente su largo consumo non è detto che sia rapido perché le imprese storiche possono difendere i loro franchisee consolidati per lungo tempo grazie alle loro risorse (es. Netflix vs Blockbuster).

Riassumendo le caratteristiche sono le seguenti:

- Disruptive Innovation è un processo che trasforma un prodotto o un servizio
- Rende l'originale obsoleto
- Cambia il comportamento dei consumatori

⁶² Luigi Brusa, Lezioni di Economia Aziendale, G.Giappichelli Editore, 2013



Source: Clayton M. Christensen, Michael E. Raynor, and Rory McDonald
 From: "What Is Disruptive Innovation?" December 2015



⁶³ Clayton M. Christensen, Michael E. Raynor, and Rory McDonald, Harvard Business Review What Is Disruptive Innovation?, 2015 <https://hbr.org/2015/12/what-is-disruptive-innovation> data visione 28/03/2024

⁶⁴ Questo grafico mostra la correlazione tra le prestazioni del prodotto (le linee rosse rappresentano i prodotti o i servizi migliorano nel tempo) con la domanda dei clienti (le linee blu rappresentano la volontà dei clienti di pagare per le prestazioni). Le storiche aziende introducono prodotti o servizi di qualità superiore (linea rossa superiore) per soddisfare la fascia alta del mercato (dove la redditività è più alta), superano le esigenze dei clienti di fascia bassa e di molti clienti tradizionali. Ciò lascia un'apertura per i nuovi operatori del mercato per trovare un punto d'appoggio nei segmenti meno redditizi che gli operatori storici stanno trascurando. I nuovi concorrenti si collocano in modo dirompente (linea rossa inferiore) migliorando le prestazioni delle loro offerte e muovendosi verso l'alto (dove la redditività è più alta anche per loro) sfidando il dominio degli operatori storici.

1.4.3 Differenze tra ciclo vita, investimenti e rischio

Nel precedente paragrafo si è analizzato il ciclo vita di una start-up ma questo può differenziarsi in base alle decisioni sul tipo di innovazione che si desidera intraprendere. Questo comporta sia differenti investimenti e allo stesso tempo diversi rischi.

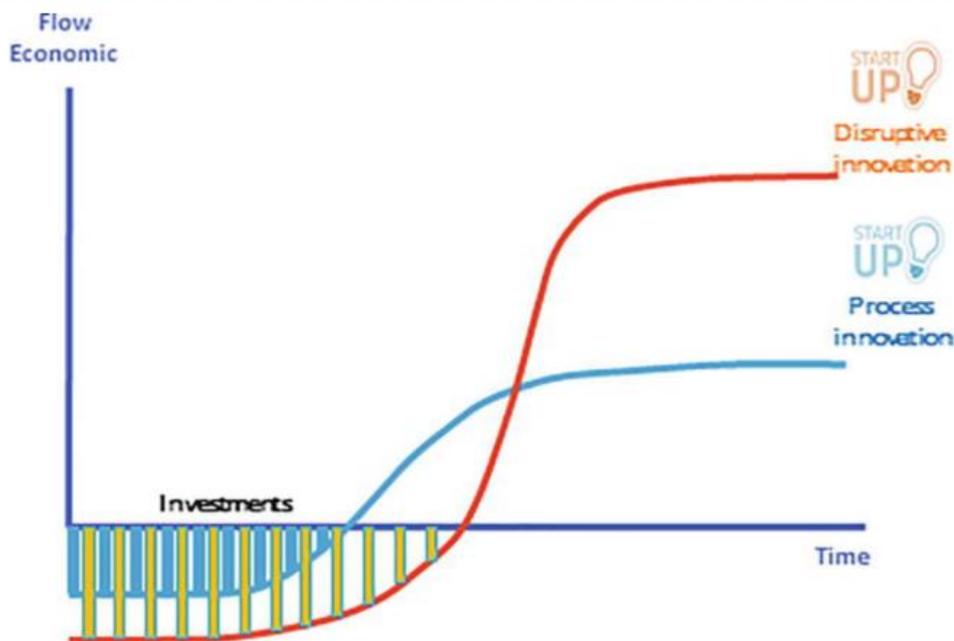
Essendo che la Disruptive Innovation Start-up ha l'effetto di imporre un prodotto/servizio completamente nuovo, accade che si crei una fase di adattamento dei consumatori con la conseguenza della creazione di un nuovo mercato. Per questo motivo, la fase di introduzione e di maturazione di una Disruptive Innovation Start-up è solitamente più lunga di quella di una Process Innovation Start-up.⁶⁵

Il rischio in una start-up è una componente intrinseca e inevitabile dell'avviamento di qualsiasi nuova impresa. La Process Innovation Start-up presenta un rischio focalizzato nel processo di ricerca, sviluppo e implementazione poiché in questa fase è necessario un investimento maggiore ma un rischio minore di adattamento al mercato. Questo poiché una Disruptive Innovation parte da un mercato esistente efficientando il prodotto o il servizio finale ma non alterandolo. D'altra parte, una Disruptive Innovation Start-up è condizionata da un tipo di rischio aggiuntivo dato che, una volta effettuato l'investimento per l'implementazione, il prodotto o il servizio potrebbe non essere pronto all'introduzione di una novità ed esserci una marcata fase di rifiuto che si rifletterà in un basso livello di vendite.

Tuttavia, poiché il mercato è definito, la crescita delle vendite del prodotto è limitata dalla sua domanda, comportando che il tasso di produzione è direttamente correlato all'offerta. In questo senso, la fase di crescita dell'azienda che innova i processi è più limitata rispetto ad un'innovazione dirompente.

Dato che le Disruptive Innovation Start-up hanno una fase di sviluppo e introduzione più lunga, i livelli di investimento saranno più alti rispetto alle Process Innovation Start-up, inoltre nel primo caso i processi di ricerca dovranno essere condotti con molte ipotesi e modelli di prova, il che comporta una lievitazione dei costi.

⁶⁵ Sergio Rafael Bravo Orellana, *The Life Cycle in Startup Valuation*, 2023



1.5 Le reti relazionali nella Start-up

Un elemento comune che caratterizza tutte le start-up è che hanno un forte impulso a creare connessioni e interazioni tra individui, gruppi o entità all'interno di un sistema sociale, economico o organizzativo. La collaborazione viene fortemente incentivata perché le start-up dispongono di risorse e conoscenze limitate.

L'innovazione aperta può essere definita come l'uso di afflussi e deflussi reciproci di conoscenza tale che si acceleri l'innovazione interna al fine di portare l'innovazione ai mercati. Questo implica che le aziende che vogliono collaborare abbiano uno scambio bidirezionale di conoscenze ed ecosistemi di innovazione per promuovere l'innovazione interna per raggiungere i loro obiettivi aziendali. ⁶⁷ Un esempio è la start-up tedesca specializzata in biotecnologia BioNTech che ha stretto una partnership con la multinazionale americana Pfizer

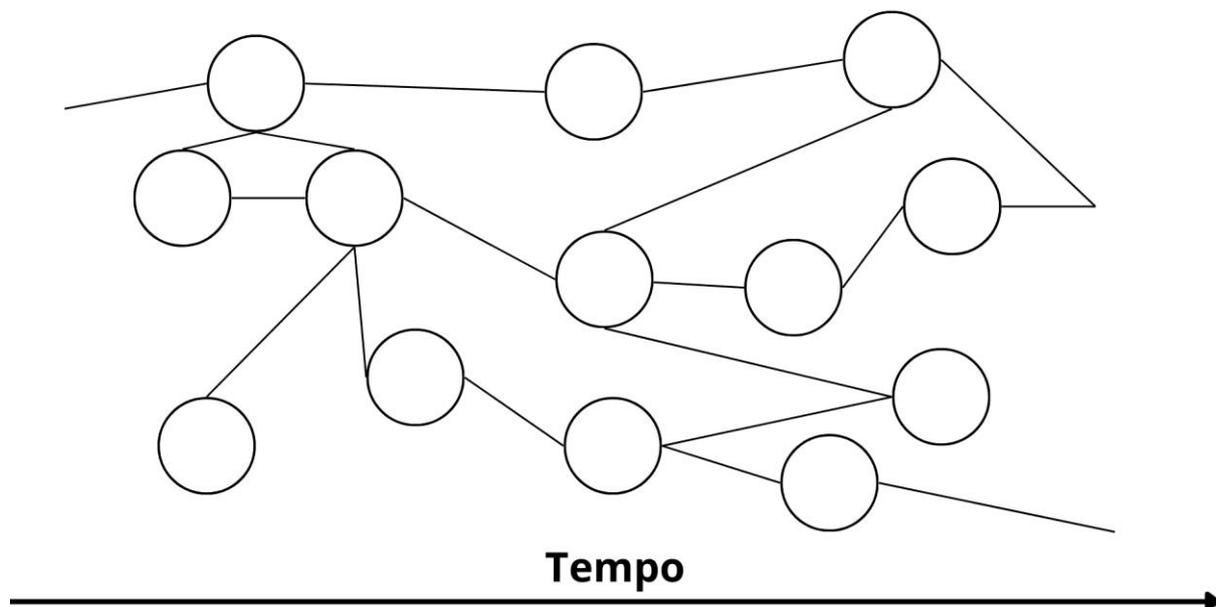
⁶⁶ <https://www.intechopen.com/chapters/86951> data visione 28/03/2024

⁶⁷ Chesbrough, H. and Schwartz, K., Innovating business models with codevelopment partnerships. Research - Technology Management, 2007

per produrre insieme un vaccino efficace contro il coronavirus sfruttando una partnership già in corso per l'innovazione congiunta di vaccini basati sull'mRNA. ⁶⁸

Le collaborazioni generano effetti di rete che aumentano il valore della rete collaborativa, migliorando notevolmente i tassi di successo dell'intera comunità formata. Secondo Håkansson e Snehota l'interazione tra i vari stakeholder interni ed esterni aziendali non è un semplice meccanismo che regola il ritmo di vita dell'impresa, ma è essa stessa l'impresa. ⁶⁹ È attraverso l'interazione che un'azienda esiste e si sviluppa, quindi l'interazione non ha un ruolo di contorno, ma un aspetto fondamentale dello sviluppo. Se diamo per scontato che le aziende siano collegate tra di loro allora possiamo considerare la possibile catena di dipendenza tra relazioni. Queste vengono chiamate “connessioni indirette” dove clienti, fornitori e partner sono collegati tra di loro creando un effetto a cascata. I collegamenti che si creano non sempre hanno un'origine voluta, ma sono anche spontanei-naturali evolvendosi nel tempo senza confini chiari.

Grafico 13 Elaborazione propria business relationships effetto a catena



La teoria di Håkansson e Snehota è basata sull'idea che cambiando una connessione relazionale essa si propaghi senza un effetto automatico e deterministico. Il presupposto che le relazioni commerciali siano elementi di una struttura di rete porta ad una diversa immagine del ruolo e delle potenzialità dell'impresa e ad un quadro diverso del funzionamento dei mercati. Essendo

⁶⁸ <https://www.biontech.com/int/en/home/about/collaborators.html> data visione 28/03/2024

⁶⁹ Håkan Håkansson and Ivan Snehota, *Developing Relationships in Business Networks*, 1995

le start-up per loro natura, soprattutto all'inizio, sono di origine snella e flessibile, esse hanno più facilità a legare e creare reti. I collegamenti tra due imprese possono essere:

- Activity links: riguardano attività tecniche, amministrative, commerciali o altre attività che si sviluppano nel tempo
- Resource ties: collegano vari elementi di risorse (tecnologici, materiali, risorse di conoscenza e altri beni immateriali) di due società
- Actor bonds: i legami degli attori che si influenzano nel modo in cui i personaggi si percepiscono e vanno a riflettere il processo di interazione.

Dal lato dei partner, è cruciale che la start-up scelga attentamente figure considerate detentrici di competenze essenziali per promuovere una crescita sostenuta, ottenendo un vantaggio competitivo stabile al fine di non sprecare risorse ed energie.

“Trust has been defined as the belief that a party's word or promise is reliable and that a party will fulfill his/her obligations in an exchange relationship.” Schurr and Ozanne ⁷⁰

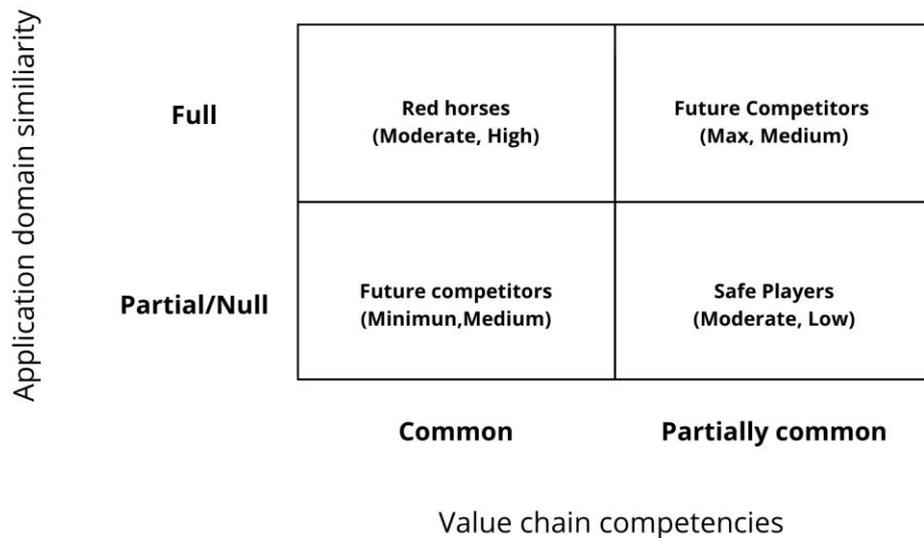
Anche se si possono fare tutte le accettazioni del possibile vantaggio ottenuto dalla partnership, il concetto di fiducia è una componente intrinseca che si crea nel rapporto. Come viene esplicitato nell'articolo Trust in Business to Business Relationship, la fiducia cresce attraverso l'esperienza e all'impegno dell'altro quando può essere "dimostrato". ⁷¹ La fiducia si evolve attraverso il processo di crescita della conoscenza e della comprensione delle persone con cui si interagisce, oltre all'effettiva esperienza di lavorare con loro. Per la start-up sarà fondamentale avere un'ottima reputazione di affidabilità e dimostrare volta per volta la fiducia, altrimenti la catena di valore creata potrà essere compromessa.

Un utile strumento per imprenditori e manager è la matrice di co-innovazione che può essere utilizzata da per identificare punti deboli che inibiscono la loro competitività sul mercato e aiutano a identificare i partner delle start-up. ⁷² I manager devono prendere una decisione sulla base delle esigenze aziendali associate rischi che i partner diventano potenziali concorrenti

⁷⁰ Paul H. Schurr, Julie L. Ozanne, Influences on Exchange Processes: Buyers' Preconceptions of a Seller's Trustworthiness and Bargaining Toughness, *Journal of Consumer Research*, Volume 11, Issue 4 page.940 , March 1985

⁷¹ Blois, K.J., Trust in Business to Business Relationships: An Evaluation of its Status. *Journal of Management Studies*, 1999

⁷² V. Gupta, L. Rubalcaba, J. M. Fernandez-Crehuet and L. F. Pereira, "Innovation Through Startup Collaboration: Build a Relationship With Your Peer Startups," 2021



Sull'asse delle ordinate troviamo *similarity of application domains*, cioè quanto due start-up che offrono soluzioni nello stesso settore avranno buone opportunità di trasferire conoscenze. La somiglianza può essere totale o parziale. Sull'asse delle ascisse troviamo, invece, *value chain competencies*: le start-up possono avere competenze diverse in tutte le diverse attività della catena del valore. Le competenze potrebbero essere comuni, competenze in attività simili o parziali alla catena del valore o totalmente diverse.

Red horses: si hanno competenze simili alla catena del valore, i partner sono utili per formulare nuovi modelli di business o idee migliori. La partnership in questo caso è rischiosa per entrambi i partner per via della concorrenza, ma potrebbe portare i massimi benefici perché ciascuno di essi potrebbe fornire all'altro una consulenza eccezionale su come migliorare le proprie competenze simili.

Future Competitors: i collaboratori hanno ecosistemi simili ma con competenze solo parzialmente comuni. In alcuni casi si possono ottenere diverse conoscenze dal settore di appartenenza (quadrante basso, sinistra). Questa configurazione ha un rischio moderato da parte del partner, perché ci vorrà un po' di tempo per sviluppare le competenze interne. La somiglianza di settore, ma con competenze simili, comporta rischi moderati per il partner, ma

⁷³ <https://ieeexplore.ieee.org/abstract/document/9502574> data visione 28/03/2024

è meno remunerativa a causa della capacità del partner di condividere le conoscenze solo in aree di competenza simili e non la propria conoscenza.

Safe players: è la meno rischiosa e comporta benefici moderati. I moderati benefici della partnership derivano dalla capacità dei partner di contribuire alle diverse attività della catena del valore in maniera parziale. Queste caratteristiche rendono difficile per i partner competere direttamente senza ulteriori investimenti significativi.

1.5.1 Unicorni e reti relazionali

Il termine Unicorn Start-up è stato coniato in un articolo originale pubblicato su TechCrunch nel 2013 da Aileen Lee, fondatrice di Cowboy Ventures (fondo di venture capital), e ha la particolarità di essere una società fondata che ha raggiunto una valutazione di mercato di almeno un miliardo di dollari in poco tempo.⁷⁴ Entrare nell' "Unicorn Club" è molto complicato tanto che nel 2013 erano solo 39 le compagnie software startup nel mercato americano, pari allo 0,07%. Nel gennaio del 2024 sono arrivati 1200 unicorni in tutto il mondo.⁷⁵ Uno studio condotto da Masanori Fujita, et al.⁷⁶, basato tra la relazione tra unicorni e le venture capital (VC, sono società di private equity che finanziano startup e aziende emergenti con un significativo potenziale di crescita), dimostra come le startup di successo creino catene relazionali con le VC al fine di trarne vantaggio.⁷⁷ Le *venture capital* fornendo finanziamenti e conoscenze manageriali aiutano la creazione di reti condividendo le conoscenze apprese nei vari progetti in un rapporto di interscambio culturale asimmetrico. L'asimmetria si crea perché ci sono particolari settori industriali in cui molte VC investono reciprocamente e quindi non tutte le startup ricevono lo stesso trattamento. Questo si traduce che più grandi sono le reti di creazione di valore all'inizio, più esse si espandono e migliore sarà la performance sia degli unicorni e sia delle VC.

⁷⁴ <https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/> data visione 28/03/2024

⁷⁵ <https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies> data visione 28/03/2024

⁷⁶ Masanori Fujita, Takato Okudo, Nariaki Nishino, Hiromi Nagane, Analyzing startup ecosystem through corporate networks based on investment relation of venture capitals in unicorns, 2022

⁷⁷ <https://www.forbes.com/advisor/it/investire/venture-capital/> data visione 28/03/2024

1.6 Focus sul cliente

Il mercato contemporaneo è caratterizzato sia da un mercato globale e sia da un'informazione istantanea e completa (non tenendo conto delle fake news) dove le organizzazioni devono fronteggiare continue evoluzioni tecnologiche e concorrenti sempre più agguerriti. Questo porta ad avere costantemente nuove opzioni di prodotti e servizi, e di conseguenza nessuna organizzazione tranne che i monopolisti possono sopravvivere in un mercato competitivo senza avere clienti fidelizzati.^{78 79} Da qui si può dire che un venditore non può più occuparsi della semplice commercializzazione, ma deve saper creare, coltivare e mantenere relazioni con i clienti.⁸⁰ Gli studi hanno dimostrato che una maggiore fedeltà dei clienti può influire sulla redditività delle aziende e può portare a riduzione dei costi di marketing e di acquisizione di nuovi acquirenti.⁸¹ Il primo concetto di marketing relazionale fu introdotto da Berry in Relationship marketing nel 1983 e si evoluto come declinazione di una strategia di marketing che si concentra sulla costruzione e il mantenimento di relazioni a lungo termine con i clienti piuttosto che concentrarsi esclusivamente sulla vendita di prodotti o servizi.⁸² Nella teoria classica le fasi di decisioni di acquisto per un consumatore sono principalmente 5:⁸³

1. Il sorgere del problema: questa è la fase iniziale in cui il consumatore diventa consapevole di un bisogno o di un problema che deve risolvere. In questo stadio può entrare la pubblicità come elemento di forte stimolo.
2. La raccolta delle informazioni: il consumatore individua le alternative possibili. Alcuni elementi chiave sono il prezzo, le caratteristiche, il valore percepito dal brand, le valutazioni lasciate da altri utenti
3. La valutazione delle alternative: una volta raccolte le informazioni, il consumatore valuta le varie alternative disponibili per soddisfare il bisogno. Conoscere i criteri di selezione può aiutare l'impresa ad influire sulle decisioni di acquisto.

⁷⁸ Afsar, Determinants of customer loyalty and proposing a customer loyalty model for the banking sector of Pakistan. *Management Marketing Journal*, 2010

⁷⁹ Riasi, Competitive advantages of shadow banking industry: An analysis using porter diamond model. *Business Management and Strategy*, 2015

⁸⁰ Ramachandran, Vandana, Siva Viswanathan and Sanjay Gosain, "The Impact of Online Information on the Purchase of Certificate Used Cars", *Advances in Consumer Research*, 2008

⁸¹ Gee, R., Coates, G. and Nicholson, M., "Understanding and profitably managing customer loyalty", *Marketing Intelligence & Planning*, 2008

⁸² Berry, L. L., Relationship marketing. In: L. L. Berry, G. L. Shostack, & G. D. Upah (Eds.), *Emerging perspectives on services marketing*. Chicago, IL: American Marketing Association, Proceedings Series, 1983

⁸³ Giorgio Pellicelli, *Il marketing*, 2017

4. La scelta tra le alternative: il consumatore prende la decisione finale su quale prodotto o servizio acquistare. Non sempre è una scelta razionale perché il cliente non ha tutte le conoscenze per valutare o il tempo per farlo. La scelta può essere influenzata da diversi fattori, compresi i fattori emotivi, l'esperienza passata, le opinioni degli altri, le promozioni attuali.
5. La valutazione post-acquisto: dopo aver effettuato l'acquisto, il consumatore valuta se il prodotto o il servizio soddisfa le sue aspettative. Se il prodotto supera le aspettative, il consumatore sarà più propenso a fare acquisti futuri presso lo stesso marchio e a raccomandare ad altri. Al contrario, se il prodotto non soddisfa le aspettative, il consumatore potrebbe essere insoddisfatto e decidere di restituire il prodotto o di non fare più acquisti presso quel marchio.

In tutti i 5 i passaggi il marketing relazionale può influenzare le decisioni di acquisto creando una relazione di empatia tra cliente e azienda. In questo frangente le start-up hanno la capacità di mettere al centro delle loro attività il cliente cercando le esigenze non ancora soddisfatte o migliorare l'esperienza del cliente attraverso soluzioni innovative. Una famosa citazione di Steve Jobs può far capire il contesto in cui molte startup operano: "Le persone non sanno cosa desiderano fino a quando non glielo mostrate".⁸⁴ Si deve sottolineare che non si può perdere di vista la soddisfazione del cliente a favore della fedeltà essendo sempre la seconda grandezza meno impattante della prima.⁸⁵

Nel paragrafo 1.3 si è analizzato il ciclo vita di una start-up, questo è direttamente correlato alla diffusione di una nuova tecnologia nel mercato e quali consumatori la acquisiscono. La "Curva di Rogers", anche conosciuta come "Curva dell'Adozione dell'Innovazione", è un modello teorico proposto da Everett Rogers nel suo libro del 1962 intitolato "Diffusion of Innovations" (Diffusione delle innovazioni).^{86 87 88} Questo modello descrive il processo attraverso il quale un'innovazione viene adottata da parte dei membri di un gruppo o di una società nel tempo.

⁸⁴ <https://forbes.it/2019/05/20/non-chiedete-ai-clienti-cosa-desiderano-non-lo-sanno/> data visione 28/03/2024

⁸⁵ Azamouh Ansari, Arash Riasi, Modelling and evaluating customer loyalty using neural networks: Evidence from startup insurance companies, Future Business Journal, 2016

⁸⁶ https://en.wikipedia.org/wiki/Diffusion_of_innovations data visione 28/03/2024

⁸⁷ Massimo Amone, Economia dell'Innovazione La diffusione dell'innovazione, Università di Roma La Sapienza Corso di Laurea Innovazione Tecnologica dei Prodotti e dei Processi, 2019

⁸⁸ Donato Lacobucci, Alessandro Iacopini, Alessandra Micozzi, Le Start-Up Innovative, 2014

La curva di Rogers si compone di cinque categorie di adottanti, ciascuna caratterizzata da determinate caratteristiche di comportamento e da un momento specifico di adozione dell'innovazione. Le categorie sono:

- Innovatori (Innovators): sono i pionieri ad adottare un'innovazione essendo disposti a correre rischi sperimentando nuove idee. Hanno alta istruzione e abilità specifiche nelle conoscenze tecniche nel campo di informazione del prodotto. Solitamente dispongono di buone risorse finanziarie e rappresentano il 2,5% degli individui adottanti l'innovazione.
- Primi adottanti (Early Adopters): sono influencer nel comportamento all'interno delle loro comunità. Anche loro hanno alta istruzione con esperienze di successo alle spalle nel loro campo. Rappresentano circa il 13,5% degli adottanti.
- Maggioranza anticipatrice (Early Majority): Questo gruppo rappresenta la maggioranza della popolazione. Sono più cauti e adottano l'innovazione solo dopo che è stata accettata da parte degli innovatori e degli early adopters. Adotta l'innovazione prima del consumatore medio e segue un processo deliberativo prima di adottare una nuova idea. Rappresentano circa il 34% degli adottanti.
- Maggioranza ritardataria (Late Majority): Questo gruppo adotta l'innovazione solo dopo che è diventata parte integrante della società. Sono scettici e con un basso status economico, subiscono molto la pressione sociale esercitata dai loro pari. Rappresentano circa il 34% degli adottanti.
- Ritardatari (Laggards): Sono gli ultimi a adottare un'innovazione e lo fanno solo quando non hanno alternative. Sono tradizionalisti e diffidano delle novità. Hanno un process decision making lento e risorse limitate. Rappresentano circa il 16% degli adottanti.

Essendo che la start-up trova nel suo core fondamentale l'innovazione essa diverrà first mover ottenendo vari vantaggi tra cui: fedeltà alla marca e leadership tecnologica, sfruttamento degli switching cost (i costi di passaggio a un competitor), vantaggio di rendimenti crescenti. La startup innovativa, tramite il marketing e la ricerca, dovrà creare uno zoccolo duro di clientela tra gli innovatori al fine di scalare sugli altri clienti. Questo perché è fondamentale che gli innovatori e i primi adottanti siano essi stessi parte della strategia di marketing diventando strumento di diffusione per l'innovazione. Per questo la fidelizzazione è importante, sia come strumento di propaganda sia perché un aumento del 5% del tasso di fidelizzazione ha la capacità

di aumentare i profitti in un range tra il 25% e il 95%.⁸⁹ Nel 2011 Eric Ries pone le basi nell'approccio della lean startup.⁹⁰ Questa nuova visione ha l'obiettivo di porre il cliente come elemento fondamentale, sviluppando attività e prodotti che siano realmente desiderati in un processo di feedback il più rapido e continuo possibile. Se i risultati dei test e dei feedback indicano che la strategia attuale non sta funzionando, la start-up dovrebbe essere pronta a fare un "pivot", cioè a cambiare direzione, o a continuare a perseverare, adattando il proprio approccio in base alle nuove informazioni. La start-up snella ha la possibilità di lanciare il più velocemente possibile quello che Ries chiama un "prodotto minimo vitale" (MVP), un prodotto che include funzionalità appena sufficienti per consentire feedback utili da parte dei primi utilizzatori. Questo rende più facile per l'azienda accelerare sul mercato con versioni del prodotto customer-driven, mitigando la probabilità che un'azienda perda tempo dedicando attenzione a caratteristiche non necessarie.

In questo modo, la start-up ha la capacità di adattarsi costantemente alle esigenze del mercato per rimanere competitiva. Ciò riduce drasticamente i tempi e i costi e di conseguenza il rischio di mercato.

Un esempio è l'azienda Dropbox, servizio di file hosting; quando il CEO Drew Huston ha deciso di lanciare nuovi prodotti con piccole novità raccogliendo feedback immediati da parte degli utenti sulle funzionalità in modo graduale, ha aumentato la sua base di utenti da 100.000 a 4 milioni nel corso di 15 mesi.⁹¹

⁸⁹ <https://hbr.org/2014/10/the-value-of-keeping-the-right-customers> data visione 28/03/2024

⁹⁰ Eric Ries, *The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses*, 2011

⁹¹ https://www.dropbox.com/official-teams-page?tk=paid_sem_goog_biz_b&camp=20920651413&kw=dropbox%7Ce&ad=687055156971%7C%7C&&gad_source=1&gclid=CjwKCAiAxaCvBhBaEiwAvsLmWGU0zjeD8nQyGvx9X7e3Fbs9o17syMis643P8wmAfYHpsP7jdnYwCRoCqtoQAvD_BwE data visione 28/03/2024

Capitolo 2

2. Introduzione del capitolo parte 1

“Le idee sono facili. L'attuazione è difficile”.^{92 93} (Guy Kawasaki, CEO di garage.com)

Quando si realizza un'idea o si avvia una start-up sorge la domanda su come trovare le fonti di finanziamento. La start-up, per sua natura, è correlata al rischio intrinseco di perdere denaro fallendo. Questo rischio è il motivo per cui raccogliere fondi è estremamente difficile per le imprese. Gli imprenditori delle start-up dovrebbero essere pronti a esplorare opportunità di finanziamento non solo “tradizionali”, ma anche “esotiche e innovative” aumentando la possibilità di finanziamenti. Si deve sottolineare che esistono anche start-up chiamate *bootstrapping*⁹⁴ (“to pull oneself up by one's bootstraps”), esse hanno la capacità di non richiedere grossi investimenti da terzi o addirittura investimenti nulli. Il vantaggio di questo approccio è quello di ottenere da parte degli imprenditori il pieno controllo della propria azienda. D'altra parte, lo svantaggio è che l'imprenditore può trovarsi in una sorta di isolamento (soprattutto se inesperto o giovane).^{95 96} Studi recenti dimostrano che il bootstrap e lean start-up (paragrafo 1.6) sono approcci complementari. Ciò è confermato dal fatto che entrambi gli approcci utilizzano tecniche che cercano di eliminare tutte le eccedenze massimizzando delle risorse esistenti prima di investire ulteriori fonti dall'esterno.⁹⁷

⁹² https://it.wikipedia.org/wiki/Guy_Kawasaki data visione 09/09/2024

⁹³ <https://blog.xoxoday.com/it/events/motivational-quotes-for-startups/> data visione 09/09/2024

⁹⁴ <https://www.startupgeeks.it/bootstrapping-startup/> data visione 09/09/2024

⁹⁵ Lopac, B., Kako financial Web startup (How to fund a Web startup), 2007 <http://cromotion.net/76/kako-financirati-web-startup/>. data visione 09/09/2024

⁹⁶ Worrell, D., Bootstrapping Your Startup., 2002 <https://www.entrepreneur.com/money-finance/bootstrapping-your-startup-startups/55776> data visione 09/09/2024

⁹⁷ Maurya, A. Running Lean: Iterate from Plan A to a Plan That Works, 2012

2.1 Introduzione del capitolo parte 2

La strategia competitiva dell'impresa è il risultato di un processo decisionale razionale che riguarda gli obiettivi a lungo termine da perseguire e le risorse e azioni da utilizzare per raggiungerli. ⁹⁸

Essa si collega direttamente alla gestione aziendale, intesa come fulcro di tutte le operazioni volte a continuare la strategia competitiva. Sebbene la gestione aziendale venga presentata unitaria, può essere suddivisa in tre aspetti: ⁹⁹

- Aspetto finanziario: questo aspetto analizza le relazioni tra il fabbisogno di capitale e le modalità di copertura, considerando i flussi di entrate e uscite finanziarie.
- Aspetto economico: questo aspetto esamina la relazione tra i costi e i ricavi per valutare la redditività dell'impresa.
- Aspetto patrimoniale: questo aspetto considera la relazione tra il patrimonio netto (o capitale proprio) e il capitale di terzi (o debiti).

Tutti i tre aspetti sopra citati sono interconnessi tra di loro, in sintesi la gestione aziendale viene valutata sotto tre profili principali: la liquidità (aspetto finanziario), la solidità (aspetto patrimoniale) e la redditività (aspetto economico).

Nella realtà, anche nella gestione più equilibrata, in cui le entrate sono correlate ai ricavi, esse non saranno mai sufficienti a coprire le uscite correlate ai costi in quanto l'impresa deve costantemente sostenere i costi ad utilizzazione differita come ad esempio investimenti in immobilizzazioni. Ne consegue che la copertura del fabbisogno di capitale solo in parte può provenire dalla gestione (autofinanziamento) ma deve essere bilanciata da fonti esterne.

Le fonti di finanziamento di un'impresa sono quelle risorse che devono essere reperite per poter acquisire gli asset aziendali necessari al processo produttivo, e si possono dividere in due macrocategorie: ¹⁰⁰

1. Capitale proprio: è conferito dall'imprenditore o dai soci al momento della costituzione dell'impresa o in momenti successivi. Tale capitale resta vincolato allo svolgimento dell'attività economica a tempo indeterminato e sottopone il possessore a due rischi: il

⁹⁸ 2023/2024 - Strategie d'impresa e organizzazione industriale: Strategie d'impresa GS0217 MANAGEMENT - ALESSANDRIA

⁹⁹ F. Dezzani, G. Ferrero, P. Pisoni, L. Puddu, Analisi di bilancio e rendiconti finanziari, Giuffrè Editore, 2006

¹⁰⁰ Università della Calabria, 2018

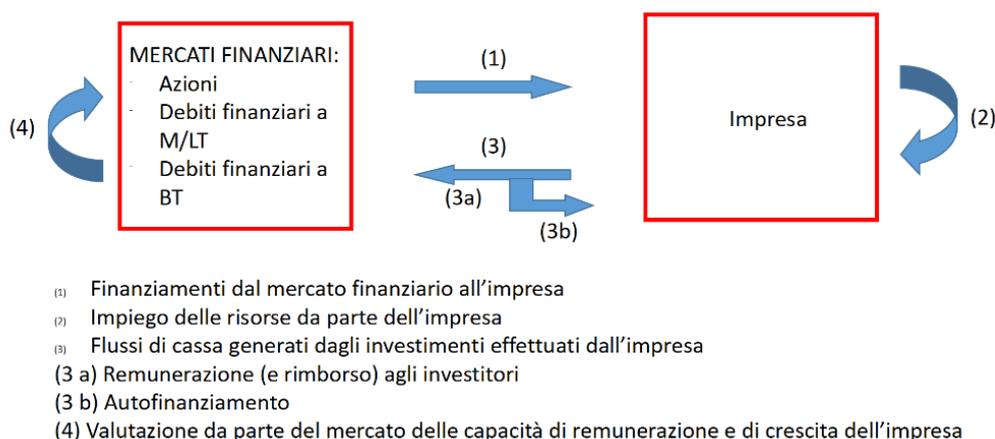
[https://scienze politiche.unical.it/bacheca/archivio/materiale/1664/Economia%20Aziendale/Lez_28_30_EA_\(I%20parte\).pdf](https://scienze politiche.unical.it/bacheca/archivio/materiale/1664/Economia%20Aziendale/Lez_28_30_EA_(I%20parte).pdf)

rischio di remunerazione e il rischio d'impresa.¹⁰¹ L'imprenditore e i soci acquisiscono il diritto di proprietà dell'impresa (e di voto nelle assemblee).

2. Capitale finanziario: sono le fonti che l'impresa acquisisce da capitali esterni che dovranno essere restituiti a un tempo e interesse prestabilito da contratto. Esse si differenziano in base alla lunghezza del tempo di rimborso. Il debito breve periodo e il debito lungo periodo sono due categorie di debito che differiscono principalmente per la durata entro cui devono essere rimborsati.

Il debito di breve periodo ha una scadenza temporale generalmente di un anno. Questo tipo di debito è spesso utilizzato per far fronte a esigenze di liquidità immediate, fluttuazioni stagionali nelle entrate e nei flussi di cassa o deficit di bilancio. Il debito di lungo periodo è quello che dovrebbe finanziare i progetti di investimento i cui flussi di cassa attesi sono differiti nel tempo.¹⁰²

Grafico 15 Il circuito finanziario adattamento da Erbetta e Fraquelli (2007), pag. 5¹⁰³



Un'impresa per finanziarsi può, oltre che all'immissione di denaro da fonti terzi o dei imprenditore/soci, autofinanziarsi con risorse generate direttamente dall'attività dell'impresa.

¹⁰¹ Rischio remunerazione: il capitale proprio è remunerato solo se la gestione aziendale produce un risultato economicamente positivo.

Rischio d'impresa: Il rischio di non ricevere il rimborso totale o parziale dell'investimento al momento dello scioglimento della società (poiché tale rimborso dipende dall'estinzione debiti aziendali).

¹⁰² Secondo l'OIC 19 (Organismo Italiano di Contabilità) "I debiti sono passività di natura determinata ed esistenza certa, che rappresentano obbligazioni a pagare ammontari fissi o determinabili di disponibilità liquide, o di beni/servizi aventi un valore equivalente, di solito ad una data stabilita. Tali obbligazioni sono nei confronti di finanziatori, fornitori e altri soggetti". <https://www.fondazioneoic.eu/?cat=14> data visione 09/09/2024

¹⁰³ Erbetta, F., Fraquelli, G. "Finanza aziendale. Strumenti per le scelte di investimento", Casa Editrice Ambrosiana, Milano, 2007

Le start-up sono dei business ad alta capitalizzazione che necessitano di alti finanziamenti esterni soprattutto nelle prime fasi del ciclo vita. Il valore di un investimento o di un progetto dipende dalla capacità di produrre cassa negli anni futuri. Valutare una start-up, di conseguenza, significa stimare i flussi di cassa attualizzati a un tasso che rappresenti la rischiosità a essi associata.¹⁰⁴ Questo è particolarmente difficile nel caso di start-up volte all'innovazione in quanto esse potrebbero avere flussi positivi solo molti anni dopo la creazione. Le previsioni mensili inoltre fungono (soprattutto nelle fasi embrionali) anche da budget per le spese che si andranno a sostenere.¹⁰⁵ Di conseguenza per valutare un'impresa, è opportuno capire quali sono i driver di sviluppo e come le risorse impiegate verranno poi remunerate.

Ogni investitore che deciderà se investire in un qualsiasi tipo di impresa valuterà la struttura finanziaria e situazione finanziaria.

L'analisi della struttura finanziaria consiste nell'esame, in un determinato momento, delle relazioni che si istituiscono tra la struttura degli investimenti (o impieghi) originati dalla gestione e la struttura dei finanziamenti (o fonti) correlata alla copertura dei fabbisogni.

La situazione finanziaria dell'impresa in funzionamento è la relazione tra le disponibilità monetario-finanziarie sulle quali l'impresa può fare affidamento nel periodo considerato (o fonti di finanziamento) e gli impieghi che saranno richiesti, nel medesimo lasso di tempo, dal conveniente svolgimento della gestione.

L'aspetto finanziario della gestione (struttura e situazione finanziaria) è direttamente correlato all'aspetto economico (situazione e struttura economica).

Difatti, gli investitori esprimeranno un giudizio sulla convenienza del progetto e sulla capacità della start-up di operare in situazioni di redditività.

La struttura economica di un'azienda è determinata dalla composizione delle voci di reddito che costituiscono il suo conto economico. In particolare, si distingue tra:

- **Struttura dei costi:** Include tutti gli elementi negativi di reddito, come il costo del lavoro, gli acquisti, gli ammortamenti, ecc.
- **Struttura dei ricavi:** Comprende tutti gli elementi positivi di reddito, come le vendite di beni, le prestazioni di servizi, e altri ricavi.

¹⁰⁴ Franco Pedriali, *Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali*, Hoepli Editore, 2006

¹⁰⁵ Kalbande, Sheetal, and Rajvilas Karmore. "Comparative Study of Sources of Finance for Startups in Metro Cities.", 2024

L'analisi della situazione economica di un'azienda implica la valutazione della sua capacità di attrarre e trattenere tutti i fattori produttivi necessari. Un giudizio di redditività è considerato soddisfacente solo se tale capacità è comprovata nel tempo.

Gli aspetti chiave per esaminare la situazione economica di un'azienda includono:

1. Analisi del grado di attività:
 - Valutazione della potenzialità produttiva e della produzione realizzata.
2. Analisi dell'efficienza economica:
 - Produttività: Misura dell'efficienza interna dell'azienda.
 - Competitività: Capacità di mantenere una posizione favorevole nel mercato.
3. Analisi delle condizioni di elasticità:
 - Capacità di adattamento dell'azienda ai cambiamenti delle condizioni ambientali o di mercato.

Combinando queste analisi, si possono formulare giudizi sulla redditività futura dell'azienda.

2.2 Gli indici della situazione finanziaria

1. Indice di liquidità

L'«*indice di liquidità*» (noto anche come «quoziente di tesoreria») rappresenta il rapporto tra il totale delle disponibilità liquide immediate e differite e l'importo delle passività correnti.¹⁰⁶

$$\text{Indice di liquidità} = (Li+Ld) / p^{107}$$

Con "liquidità totale" si intendono tutte le attività correnti entro i 12 mesi a disposizione dell'azienda. Le "passività correnti" rappresentano invece i debiti che l'azienda con termine entro i 12 mesi.

Un margine di tesoreria minore di uno indica che l'azienda non ha una disponibilità uguale all'ammontare del debito aziendale nel breve termine.¹⁰⁸

¹⁰⁶ Indici di bilancio: strumenti per l'analisi della gestione aziendale / Fiori, Giovanni; Caramiello, C.; Di Lazzaro, Fabrizio, 2003

¹⁰⁷ Li = liquidità immediate; Ld = liquidità differite; p = passività correnti

¹⁰⁸ <https://cashflow.it/indice-di-liquidita-primaria-cosa-significa-e-come-si-calcola/#:~:text=Quick%20Ratio%20%3D%20liquidit%C3%A0%20totale%20%2F%20passivit%C3%A0.poter%20riscuotere%20nei%2012%20mesi>. data visione 09/09/2024

2. Indice di autocopertura del capitale fisso

Il quoziente di autocopertura del capitale fisso, o «net worth to fixed ratio», misura il rapporto tra il capitale proprio e le attività immobilizzate.

$$\text{Quoziente di autocopertura} = N / I^{109}$$

Quest'ultimo può essere analizzato sotto due prospettive correlate:

- a) come parte del capitale circolante coperta con mezzi propri;
- b) come porzione del capitale proprio che rimane disponibile per coprire i fabbisogni di capitale circolante.

Entrambe le prospettive evidenziano il contributo del capitale proprio nella copertura finanziaria degli investimenti a breve ciclo di realizzo.

Le variabili che determinano il quoziente di autocopertura sono:

- il capitale proprio, che rappresenta la fonte di finanziamento e misura il livello di indipendenza della gestione dall'indebitamento;
- le immobilizzazioni, che indicano la parte meno flessibile del capitale investito.

Il quoziente varia proporzionalmente sia in base al grado di elasticità degli investimenti, sia in funzione del livello di autonomia della gestione rispetto al ricorso all'indebitamento.

3. Indice di disponibilità

L'indice di disponibilità è definito come il rapporto tra circolante lordo e passività correnti: ¹¹⁰

$$\text{Indice di disponibilità} = C / p^{111}$$

Il quoziente di disponibilità va ad osservare lo stato di equilibrio dell'attitudine della gestione a soddisfare gli impegni finanziari.

¹⁰⁹ N = capitale proprio; I = immobilizzazioni

¹¹⁰ Bartoli, Furio. Il rendiconto finanziario dei flussi di liquidità. Guida all'analisi e alla pianificazione finanziaria delle Pmi attraverso i flussi di liquidità: Guida all'analisi e alla pianificazione finanziaria delle Pmi attraverso i flussi di liquidità. FrancoAngeli, 2015

¹¹¹ C = capitale circolante;

Il quoziente di disponibilità è influenzato principalmente da due variabili:

- Capitale circolante lordo: include disponibilità liquide immediate, disponibilità differite e disponibilità non liquide. Rappresenta la parte del capitale investito caratterizzata da elevata mobilità, legata alla breve durata del suo utilizzo.
- Passività correnti: indicano il capitale acquisito con elevata elasticità finanziaria.

Il quoziente varia direttamente con l'elasticità del capitale investito e inversamente con quella del capitale acquisito. Una situazione finanziaria equilibrata si considera quando il capitale circolante lordo è circa il doppio delle passività correnti. Tuttavia, tale rapporto può essere alterato in periodi di crisi economica, quando si riscontrano ritardi nei pagamenti, influenzando sia il numeratore (capitale circolante) sia il denominatore (passività).

2.3 La solidità patrimoniale dell'impresa

L'analisi della solidità patrimoniale di un'azienda si concentra sull'equilibrio tra capitale proprio e capitale di debito. È essenziale per comprendere la capacità dell'impresa di sostenere le proprie obbligazioni finanziarie e di mantenere un'adeguata autonomia operativa. I principali aspetti considerati in questo contesto includono l'indipendenza finanziaria, la solidità del capitale sociale, e il patrimonio netto tangibile.¹¹²

1. Indipendenza Finanziaria

L'*indipendenza finanziaria* si misura attraverso il rapporto tra il patrimonio netto e il capitale acquisito (patrimonio netto più debiti).

Indipendenza finanziaria = N / K ¹¹³

L'indicatore mostra quanto la struttura finanziaria è basata su mezzi propri rispetto a fonti terze. Questo si traduce in maggiore autonomia e minore dipendenza dal credito.¹¹⁴ Ciò implica che un maggiore indebitamento, renderà più difficile l'accesso ai mercati finanziari.

¹¹² Franco Pedriali, *Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali*, Hoepli Editore, 2006

¹¹³ K = capitale acquisito

¹¹⁴ https://farenumeri.it/indipendenza-finanziaria/#Come_si_interpreta data visione 09/09/2024

Un'altro indice utile è il *quoziente di indebitamento* che osserva la dipendenza della gestione dall'indebitamento : Debiti / Totale Passivo (Patrimonio Netto + Debiti)

Un elevato rapporto di indebitamento può rendere l'azienda più vulnerabile a shock economici e aumenti dei tassi d'interesse. ¹¹⁵

2. Solidità del Capitale Sociale

La *solidità del capitale sociale* si valuta confrontando il patrimonio netto con il capitale sociale. Questo rapporto evidenzia il peso delle risorse proprie rispetto al capitale sociale, fornendo un'indicazione della capacità dell'impresa di sostenersi attraverso i propri mezzi. Un rapporto pari o superiore a 1 è considerato positivo, suggerendo una solida base patrimoniale.

Solidità capitale sociale = N / n ¹¹⁶

3. Patrimonio Netto Tangibile

Il *patrimonio netto tangibile* rappresenta il patrimonio netto disponibile per finanziare investimenti materiali e tangibili, esclusi quindi gli immobilizzi immateriali. Questo indicatore è utile per valutare la capacità dell'azienda di sostenere i propri investimenti più strategici e duraturi con risorse stabili, senza fare eccessivo affidamento su attività immateriali che possono essere meno sicure o più volatili.

Patrimonio netto tangibile = Patrimonio netto - immobilizzazioni immateriali

¹¹⁵ <https://agicap.com/it/glossario/rapporto-indebitamento/#:~:text=Il%20rapporto%20di%20indebitamento%20si,di%20indebitamento%20sar%C3%A0%20del%2050%25.> data visione 09/09/2024

¹¹⁶ n = capitale sociale

2.4 La redditività dell'impresa

Le analisi di bilancio valutano, dal punto di vista economico, la redditività dell'azienda in relazione alla capacità dei ricavi di coprire i costi. I ricavi di competenza dell'esercizio servono a coprire i costi e gli oneri associati, e l'eventuale eccedenza positiva rappresenta il guadagno utilizzato per remunerare il capitale proprio (patrimonio netto). Parte di questo utile può essere accantonata come riserva, rafforzando la stabilità e la continuità dell'azienda.¹¹⁷

Tuttavia, non basta solo verificare se l'utile netto è positivo e se è sufficiente per remunerare il capitale proprio. È necessario anche analizzare l'origine dell'utile, considerando il contributo delle diverse aree gestionali (ordinaria, finanziaria, straordinaria) nella sua formazione.

In questo contesto, è importante comprendere il rapporto tra il risultato operativo e l'utile netto, notando che:

- a) L'utile netto può essere inferiore, superiore o uguale al risultato operativo;
- b) Una diminuzione dei ricavi principali, mantenendo costanti i costi, può portare il risultato operativo a coprire solo gli oneri finanziari, annullando l'utile netto;
- c) Il risultato operativo diventa negativo o nullo se la perdita netta supera o eguaglia gli oneri finanziari, indipendentemente da altre aree di gestione.

In conclusione, valutare la situazione economica di un'azienda richiede un'analisi della redditività della gestione caratteristica, che deve essere sostenibile nel tempo per garantire solidità economica nel breve e lungo periodo.

1. La redditività operativa; il quoziente ROI (Return on Investment) e l'indice di redditività delle vendite ROS (Return on Sales)

La "redditività operativa", ovvero la capacità dell'azienda di generare profitti adeguati dagli investimenti di capitale impiegati nella sua "gestione caratteristica", si esprime quantitativamente attraverso il rapporto tra il "reddito operativo" ottenuto in un determinato periodo e il capitale investito medio relativo allo stesso periodo. Il rapporto che ne risulta è comunemente noto come ROI (Return On Investment).

$$\text{ROI} = \text{Ro} / (\text{Kn} - \text{Ka} - \text{Lim}) \quad ^{118}$$

¹¹⁷ Montrone, Alessandro. *Il sistema delle analisi di bilancio per la valutazione dell'impresa*. Vol. 111. FrancoAngeli, 2005

¹¹⁸ Ro = reddito operativo; Kn = capitale investito globale medio; Ka = investimenti medi atipici;

Il ROI è un indicatore che permette di valutare l'efficacia con cui gli organi di governo dell'impresa gestiscono il capitale impiegato nella sua attività principale, indipendentemente dalle fonti di finanziamento. Inoltre, il ROI è fondamentale per comprendere la relazione tra la redditività del capitale proprio e i costi dell'indebitamento. In quanto indice di redditività operativa, il ROI misura la capacità dell'azienda di remunerare il capitale, sia esso proprio o di credito, attraverso la sua attività principale. Le condizioni che influenzano la gestione operativa possono essere interne, legate all'azienda stessa, o esterne, connesse al mercato e all'ambiente in cui l'azienda opera. ¹¹⁹

Le principali variabili che influenzano il ROI sono:

a) Le condizioni di "attività aziendale", che si riferiscono alla combinazione ottimale tra la struttura e le dimensioni dell'attività economica dell'impresa, determinando "cosa" produrre per il mercato. Queste condizioni incidono sia sul capitale investito (denominatore del rapporto) sia sui ricavi e sui costi operativi (numeratore del rapporto).

b) Le condizioni di "efficienza", che riguardano il "come" realizzare l'attività economica, combinando la quantità e la qualità nella gestione dei fattori produttivi, nel processo produttivo e nella vendita. L'efficienza si manifesta in:

- "Efficienza interna" o "produttività", che determina l'utilizzo delle capacità produttive e delle risorse disponibili.

- "Efficienza esterna" o "competitività", che riguarda il comportamento dell'azienda nei mercati di approvvigionamento e di vendita.

- "Efficienza finanziaria", intesa come la capacità di negoziare efficacemente nei mercati finanziari per ottenere le risorse necessarie.

c) Le condizioni di "elasticità" dell'impresa, ossia la capacità di bilanciare la rigidità delle strutture aziendali con la flessibilità delle strategie e delle politiche di gestione in risposta ai cambiamenti del mercato e dell'ambiente esterno.

Lim = valore medio delle scorte liquide

¹¹⁹ Camera di commercio di Torino https://www.to.camcom.it/sites/default/files/promozione-territorio/GSF_4-2.pdf data visione 09/09/2024

Dal ROI possiamo ricavare l'indice di redditività delle vendite che rappresenta un indicatore di estrema sintesi della capacità remunerativa dei ricavi dell'esercizio.

L'indice viene identificato come il rapporto tra il reddito operativo (Ro) ed i corrispondenti ricavi netti di vendita (V) propri della gestione caratteristica:

$$\text{ROS} = \text{Ro} / \text{V}^{120}$$

Il ROS indica la porzione di ricavo netto rimasta dopo aver coperto tutti i costi legati alla "gestione caratteristica" dell'impresa. Se positivo ($\text{ROS} > 0$), mostra che i ricavi operativi possono ancora coprire altri costi e oneri, come quelli finanziari e tributari, oltre a remunerare il capitale proprio. Quando il ROS è pari a zero ($\text{ROS} = 0$), significa che i ricavi operativi bastano solo a coprire i costi operativi, lasciando scoperti altri costi di gestione e impedendo la remunerazione del capitale proprio, a meno che non intervengano entrate straordinarie. Un ROS negativo ($\text{ROS} < 0$) segnala che i ricavi operativi non sono sufficienti a coprire nemmeno i costi della gestione caratteristica, evidenziando aree di costo scoperte che potrebbero essere coperte solo da altre risorse.

2. La redditività globale ed il quoziente ROE

Il coefficiente di redditività globale è determinato dal rapporto tra il "reddito netto globale" riportato nel bilancio (R) e il patrimonio netto medio, calcolato mettendo a confronto due bilanci consecutivi (N). Questo indice è anche conosciuto come "Return On Equity", abbreviato come ROE. Il rapporto è espresso come segue: ¹²¹

$$\text{ROE} = \text{Rn} / \text{N}^{122}$$

Il ROE può essere visto come il tasso di rendimento del capitale proprio, indicando il livello di remunerazione del capitale investito nell'impresa con un vincolo di "pieno rischio". Questo indice fornisce una misura sintetica della redditività aziendale e può essere utilizzato sia per

¹²⁰ V = vendite

¹²¹ Università degli Studi di Bari Aldo Moro <https://www.uniba.it/it/corsi/mec/m.-mariani-1/CAPITOLO10ANALISIDELLAREDDITIVITA.pdf> data visione 09/09/2024

¹²² Rn = reddito netto

analisi consuntive, confrontando la redditività prevista con quella effettivamente ottenuta, sia per analisi preventive, stabilendo obiettivi a medio e lungo termine. A meno che non vi siano situazioni di "deficit patrimoniale", il valore positivo, negativo o nullo del ROE dipende esclusivamente dal risultato operativo dell'azienda, sia esso un utile o una perdita.

3. L'effetto leva finanziaria e l'indice ROA (Return on Assets)

Il ROE può anche essere determinato attraverso la formula della leva finanziaria:

$$\text{ROE} = \{ \text{ROI} + (\text{ROI} - i) \times (p+\pi)/N \} \times (1 - t) \text{ }^{123}$$

Il ROE e il ROI differiscono principalmente perché il ROI valuta i risultati della gestione caratteristica senza considerare il modo in cui l'azienda è finanziata. Al contrario, il ROE è influenzato dai costi finanziari sostenuti per remunerare i finanziatori esterni. La differenza tra questi due indicatori cresce quanto maggiore è la quota di capitale di credito nel finanziamento dell'azienda.

La formula della leva finanziaria spiega come varia il ROE al variare della struttura finanziaria influenzata da un determinato ROI e costo del capitale di credito i .

In particolare:

- 1) Se $\text{ROI} > i$: l'azienda riesce a investire le risorse ottenute tramite debito con una redditività (ROI) superiore al costo (i) del capitale di credito. In questo caso, il ROE aumenta con l'aumento del rapporto tra Capitale di terzi e Capitale proprio.
- 2) Se $\text{ROI} < i$: l'azienda investe le risorse ottenute tramite debito ottenendo una redditività (ROI) inferiore al costo (i) del capitale di credito. In questa situazione, il ROE diminuisce con l'aumento del rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio.

La redditività del capitale proprio è influenzata principalmente dalla gestione operativa, mentre la struttura finanziaria e il costo del capitale di terzi rappresentano vincoli per l'imprenditore. Le decisioni finanziarie sono importanti, ma la gestione operativa è il vero motore della redditività.

¹²³ i = costo del capitale di credito; $p+\pi$ = capitale di credito (passività correnti + passività consolidate); t = imposte sul reddito;

Il problema principale del ROI è che da solo non riesce a riflettere appieno la capacità dell'azienda di valorizzare le risorse disponibili, poiché una parte degli investimenti produce redditi che non fanno parte del reddito operativo. Una soluzione è utilizzare insieme al ROI il ROA (Return On Assets), che misura il rendimento lordo di tutti gli investimenti dell'azienda, inclusi quelli operativi, atipici e finanziari.

$$\text{ROA} = (\text{Reddito operativo} + \text{Redditi atipici} + \text{Proventi finanziari}) / \text{Capitale investito totale}$$

Il numeratore rappresenta il reddito lordo che riflette i guadagni della gestione corrente al lordo dei costi finanziari. In ambito contabile internazionale, questo risultato lordo è spesso indicato come EBIT (Earnings Before Interest and Taxes). Il denominatore, invece, corrisponde al totale del bilancio riclassificato (investimenti operativi, atipici e finanziari).

Il ROA rappresenta la redditività lorda corrente degli investimenti dell'azienda, indipendentemente dalla loro natura, prima di dedurre interessi passivi e imposte. Questo indice viene confrontato, quando possibile, con il costo delle fonti di finanziamento utilizzate dall'azienda, per valutare se esiste un equilibrio soddisfacente.

2.5 Il Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Il Weighted Average Cost of Capital (WACC), o Costo Medio Ponderato del Capitale, è un indicatore finanziario fondamentale utilizzato per valutare il costo complessivo del capitale di un'azienda. Rappresenta il tasso di rendimento minimo che un'azienda deve ottenere sui suoi investimenti per mantenere il valore di mercato delle sue azioni e soddisfare i suoi investitori.¹²⁴

Il WACC viene calcolato utilizzando la media ponderata dei costi delle diverse fonti di finanziamento utilizzate dall'azienda, includendo il capitale di debito e il capitale proprio.

¹²⁴ Borsa Italiana <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/costo-medio-ponderato139.htm> data visione 09/09/2024

La formula generale per calcolare il WACC è la seguente: ¹²⁵

$$WACC = ((N / N+D) \times Re) + ((D / N+D) \times Rd \times (1 - \tau))$$

Componenti del WACC

- Capitale Proprio (Equity)
- Il Costo del Capitale Proprio (Re) rappresenta il rendimento richiesto dagli investitori per investire nel capitale proprio dell'azienda.
- Debito (Debt)
- Costo del Debito (Rd): Rappresenta il costo effettivo per l'azienda di prendere in prestito fondi. È il tasso di interesse che l'azienda deve pagare sui suoi debiti.
- Beneficio Fiscale del Debito: Gli interessi sul debito sono deducibili fiscalmente, il che riduce il costo effettivo del debito. Questo beneficio è rappresentato dal termine $(1 - Tc)$.

Il WACC viene molto utilizzato nelle valutazioni delle start-up essendo che incorpora più funzioni. Esso presenta le seguenti caratteristiche:

1. Valutazione degli Investimenti: Il WACC viene utilizzato come tasso di sconto per valutare i flussi di cassa futuri di un progetto o di un'azienda. Un investimento è considerato valido se il suo rendimento atteso è superiore al WACC.
2. Decisioni Finanziarie: Aiuta l'azienda a prendere decisioni su come finanziare le proprie operazioni, bilanciando tra debito e capitale proprio per minimizzare il costo del capitale.
3. Misura del Rischio: Riflette il rischio complessivo dell'azienda, poiché include il rischio associato sia al capitale proprio che al debito

Il beneficio fiscale degli oneri finanziari, quindi il costo del debito verso i terzi, va a ridurre la base imponibile (ricavi totali - costi totali) su cui viene applicata la tassazione. ¹²⁶

¹²⁵ N = Valore di mercato del capitale proprio (Equity); D = Valore di mercato del debito (Debt); Re = Costo del capitale proprio (Cost of Equity); Rd = Costo del debito (Cost of Debt); τ = Aliquota fiscale (Tax Rate)

¹²⁶ Beneficio fiscale OF = D x Rd x τ

Questo risparmio dovuto all'indebitamento (imprese levered) ha due effetti:

1. Il costo diretto "lordo" sull'esposizione finanziaria Rd viene ridotto in virtù dell'effetto "paratasse" esercitato dal debito stesso.¹²⁷
2. Gli azionisti (beneficiari del flusso residuale) possono usufruire del beneficio fiscale del debito, "alleggerendo", di conseguenza l'aspettativa di remunerazione (RE) per ogni dato livello di leverage.

Tabella 3 Esempio beneficio fiscale del debito¹²⁸

	<i>Impresa levered</i>	<i>Impresa unlevered</i>
Ricavi	50.000	50.000
-Costi operativi	-30.000	-30.000
Oneri finanziari	-5.000	-
Utile lordo	15.000	20.000
Imposte ($\tau = 40\%$)	6.000	8.000
Utile netto	9.000	12.000
Ammontare del debito	50.000	-
Risparmio fiscale del debito	8.000 - 6.000 = 2.000 = 5.000 × 0,4	-
Costo effettivo del debito	5.000 × (1 - 0,4) / 50.000 = 10% × (1 - 0,4) = 6%	[5.000 / 50.000 = 10%]

Come si può notare dall'esempio il costo effettivo del debito dell'impresa levered ha uno sconto del 4% rispetto all'impresa unlevered. Inoltre un altro vantaggio dell'impresa levered è, a parità di imposte rispetto ad unlevered, è l'ottenere più risorse nel breve termine grazie all'indebitamento per aumentare la propria capacità produttiva.

Un vantaggio e uno svantaggio che si possono ottenere dal ricorso al debito sono:¹²⁹

- Il ricorso al debito riduce l'eventuale propensione del management a utilizzare in modo poco profittevole i cash flow aziendali

¹²⁷ $Rd^* = Rd \times (1 - \tau)$

¹²⁸ 2023/2024 - MANAGEMENT E INVESTIMENTI: Gestione dei progetti di investimento GS1073
MANAGEMENT - ALESSANDRIA

¹²⁹ Università degli Studi di Bari Aldo Moro <https://www.uniba.it/it/corsi/mec/m.-mariani-1/CAPITOLO21PRINCIPIDICOMPOSIZIONEDELLASTRUTTURAFINANZIARIA.pdf> data visione 09/09/2024

- L'elevato ricorso al debito però può portare il management a rinunciare a progetti economicamente profittevoli a causa della maggiore probabilità di insolvenza causata dall'elevato debito nella struttura finanziaria

2.6 La struttura finanziaria dell'impresa: approcci teorici a confronto

Il modo in cui un'azienda combina diverse fonti di finanziamento tra capitale proprio e di terzi influenzerà la redditività dell'impresa. Non esiste una teoria universale sulla scelta tra debito ed equity, né ci si può aspettare che ce ne sia una.

La *teoria del tradeoff* suggerisce che le aziende mirano a un livello di debito ottimale, bilanciando i vantaggi fiscali con i rischi di un eccessivo indebitamento. La *teoria dell'ordine gerarchico* suggerisce che un'azienda dà un ordine di priorità alle sue opzioni di finanziamento. Quando il flusso di cassa interno di un'azienda non è sufficiente a coprire le spese in conto capitale, preferirà prendere a prestito piuttosto che emettere azioni.

La *teoria del flusso di cassa libero* afferma che aziende mature possono aumentare il loro livello di indebitamento se il flusso di cassa operativo rende sì che l'investimento sia redditizio. Questa teoria è molto difficile da operare a causa del significativo stress finanziario a cui l'azienda si sottopone.¹³⁰

Una possibile visione del bilanciamento tra equity e debito viene fornita da Modigliani e Miller. Il teorema di Modigliani-Miller è un principio finanziario che stabilisce che, in un mondo senza tasse, costi di transazione e con informazione perfetta, il valore di un'azienda è indipendente dalla sua struttura finanziaria. Il loro ragionamento si basa sull'idea che i flussi di cassa totali aziendali sono sempre uguali ai flussi di cassa del progetto e quindi hanno lo stesso valore attuale.¹³¹ Quello che cambia è il rischio e il premio per il rischio. Questo perché sicuramente il rendimento atteso aumenta all'aumentare del debito proporzionalmente al rischio di fallimento del progetto. Inoltre, alle stesse ipotesi precedenti, neanche la politica dei dividendi influisce sul valore dell'impresa, e quindi non esiste un rapporto ottimale tra dividendi e utili.

¹³² Gli investitori possono modificare il rapporto di indebitamento dell'impresa in base alle loro

¹³⁰ Stewart C. Myers, Capital Structure, Journal of Economic Perspectives, Volume 15, Number 2, 2001

¹³¹ The Modigliani-Miller Theorem The New Palgrave Dictionary of Economics Anne P. Villamil, University of Illinois
<https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=3b3f06315e1088a824370f39873d3534c74c3808> data visione 09/09/2024

¹³² Marco Pagano, Università degli Studi di Napoli Federico II, Dipartimento di Teoria e Storia dell'Economia Pubblica, Napoli ;<https://www.docenti.unina.it/webdocenti-be/allegati/materiale->

curve di utilità, prendendo a prestito e aumentando la leva finanziaria oppure riducendola. In un mercato dei capitali perfetto, poiché la scelta di diverse strutture del capitale non procura benefici agli investitori, non influenzerà neppure il valore dell'impresa. Modigliani e Miller e hanno evidenziato che, nel caso gli investitori favoriscano una composizione del capitale diversa da quella adottata dall'azienda, hanno la possibilità di assumere debiti o fornire finanziamenti a livello individuale, ottenendo lo stesso risultato desiderato.¹³³ Di conseguenza tutte le aziende avrebbero pari accesso al capitale e il capitale finirebbe direttamente verso il suo utilizzo più efficiente.

Nonostante sia ampiamente accettato, il teorema di Modigliani-Miller è stato oggetto di critiche a causa delle sue ipotesi poco realistiche e della sua limitata applicabilità nei mercati reali. I problemi sorgono quando: l'assenza di considerazioni fiscali, i costi di transazione, l'asimmetria informativa, le imperfezioni del mercato e i costi di agenzia lo rendono poco rilevante nel contesto reale, dove tali fattori svolgono un ruolo significativo nella valutazione delle imprese.¹³⁴ Si deve sottolineare che le imprese sono indifferenti alle varie fonti di finanziamento solo poi quando hanno aliquote fiscali uguali (es. caso Miller e Upton 1976, es. scelta tra leasing e acquisto di capitale)¹³⁵ La *teoria del tradeoff* citata sopra enfatizza il ruolo dell'imposizione fiscale, mentre la *teoria dell'ordine gerarchico* e la *teoria del flusso di cassa libero* enfatizzano rispettivamente le differenze nelle informazioni e i costi di agenzia. La *teoria del tradeoff* è in difficoltà sul fronte fiscale, perché sembra escludere rapporti di debito conservativi da parte delle aziende contribuenti. Se la teoria è corretta, un'azienda che massimizza il valore non dovrebbe mai rinunciare agli scudi fiscali sugli interessi quando la probabilità di difficoltà finanziarie è lontanamente bassa. La teoria prevede che le aziende altamente profittevoli dovrebbero avere livelli di debito più elevati per massimizzare i vantaggi fiscali. Tuttavia, numerosi studi empirici mostrano l'esatto opposto: le aziende più redditizie tendono ad avere livelli di debito più bassi.¹³⁶

Nella *teoria dell'ordine gerarchico* di Myers e Majluf si è ipotizzato mercati finanziari perfetti, tranne per il fatto che gli investitori non conoscono il vero valore né degli asset esistenti né

[didattico/458129#:~:text=Il%20teorema%20stabilisce%20che%20il%20stesso%20classe%20di%20rischio.](#)
data visione 09/09/2024

¹³³

https://elearning.unite.it/pluginfile.php/231043/mod_resource/content/0/Cap13%20La%20struttura%20del%20capitale%20in%20un%20mercato%20perfetto.pdf data visione 09/09/2024

¹³⁴ <https://fastercapital.com/it/contenuto/Il-teorema-di-Modigliani-Miller--il-la-voro-rivoluzionario-di-Merton-Miller.html> data visione 09/09/2024

¹³⁵ Miller, M. H. and Upton, C., Leasing, Buying and the Cost of Capital Services. Journal of Finance, 1976

¹³⁶ Graham, John R., "How Big Are the Tax Benefits of Debt?" Journal of Finance, 2000

della nuova opportunità.¹³⁷ Pertanto, gli investitori non possono valutare con precisione i titoli emessi per finanziare il nuovo investimento. Myers e Majluf hanno ipotizzato che i manager agiscano nell'interesse degli azionisti esistenti e si rifiutino di emettere azioni. Quando un'azienda annuncia un'emissione di azioni, gli investitori temono che i manager stiano cercando di vendere azioni sopravvalutate. Questo timore porta a una diminuzione del prezzo delle azioni, penalizzando gli azionisti esistenti. L'emissione di azioni è quindi considerata costosa per l'azienda, poiché comporta un trasferimento di ricchezza dagli azionisti esistenti ai nuovi investitori. Di conseguenza il debito, essendo meno soggetto all'asimmetria informativa, è percepito come un'opzione più vantaggiosa per l'azienda.

¹³⁷ Myers, S. C. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors do not have.", 1984

Capitolo 3

3 Metodi di finanziamento delle Start-up

I metodi di finanziamento sono tutti i metodi che le imprese usano per raccogliere fondi in ogni fase della loro vita, quindi modificherei la frase. Ad esempio “Questo capitolo presenterà le forme di finanziamento più diffuse per le imprese start-up”.

La start-up può utilizzare queste fonti terze sia per le fasi iniziali di avviamento (es. acquisto macchinari, ricerca iniziale, etc) sia durante anche le fasi più avanzate per far accrescere il proprio business.

3.1 Prestiti bancari

Il procedimento per ottenere un prestito da una banca è molto burocratico e complesso. Questo si traduce nel fatto che la maggior parte delle start-up cercano di evitare i prestiti bancari per le difficoltà legate al sistema di rating e i costi legati all’ottenimento del finanziamento. Poiché le start-up sono solitamente fondate da giovani imprenditori, non possiedono garanzie o storici successi con cui raccogliere fondi. Il rating è un procedimento con cui gli istituti di credito calcolano sia l’accessibilità al finanziamento e sia il tasso di interesse adeguato per la concessione dei crediti. Ciò cambia da banca a banca (anche se con piccole modifiche) basandosi su fattori hard (bilanci consuntivi, report sull’andamento del settore, ecc.) e su fattori soft (strategie d’impresa, fiducia nella gestione, ecc.).¹³⁸

Un rating elevato ha il vantaggio, inoltre, di più opzioni di finanziatori facendo leva su un maggior potere contrattuale diminuendo il costo del capitale.

Un recente studio, il Centre for European Economic Research, utilizzando dati panel tra il 2007 e il 2009 con più di 9.715 start-up, hanno evidenziato che le imprese innovative ad alto contenuto tecnologico nella fase di pre-seed hanno più difficoltà di ottenere un prestito bancario rispetto alle start-up in altri settori.¹³⁹ Un’altra ricerca condotta da Thomas Åstebro e Irwin

¹³⁸ CAMERA DI COMMERCIO, INDUSTRIA, ARTIGIANATO E AGRICOLTURA DI BOLZANO 2a edizione, ottobre 2021

https://www.camcom.bz.it/sites/default/files/uploaded_files/sviluppo_impresa/Leitfaden%20Finanzierung%20IT.pdf data visione 09/09/2024

¹³⁹ Brown M., Degryse H., Hoewer D., & Penas M., How Do Banks Screen Innovative Firms? Evidence from startupPanel Data. ZEW - Centre for European Economic Research, Discussion Paper No. 12-032., 2012

Bernhardt, mostra che la probabilità di un finanziamento per un piccolo business o una start-up sia un prestito bancario è correlata negativamente all'istruzione del capitale umano relativo ai proprietari.¹⁴⁰ Più si è qualificati, meno si chiedono prestiti bancari a favore di altre tipologie di indebitamento. Nel prendere decisioni sui prestiti, le banche si concentrano sulle prove finanziarie della solvibilità, in contrapposizione alle informazioni sul capitale umano relativo ai proprietari. Questa attenzione rende difficile per le banche cercare affari da proprietari altamente qualificati. Questo perché indagare sulle risorse umane che compongono la start-up ha costi elevati e di conseguenza rende meno profittevole il prestito.

Se le banche utilizzassero modalità di screening più efficienti, esse consentirebbero di verificare meglio la solidità dei piani aziendali delle nuove imprese e del talento imprenditoriale dei fondatori associato ad esso. Sicuramente il settore dell'intelligenza artificiale impatterà molto il settore bancario e la percezione del rischio associato al rating creditizio. Nvidia¹⁴¹, leader nel settore tecnologico, sta aiutando allo sviluppo di una piattaforma di prestito con il core sull'intelligenza artificiale chiamata Upstart. Upstart si basa sul fornire prestiti utilizzando variabili non tradizionali, come l'istruzione e l'occupazione, per prevedere l'affidabilità creditizia grazie ad avanzati modelli di calcolo che semplificano e velocizzano le decisioni.¹⁴²

¹⁴³ L'introduzione dell'AI nel settore bancario commerciale potrebbe cambiare i processi aziendali e le interazioni con i clienti, creando opportunità di ricerca per la finanza comportamentale. Un'altro esempio è l'istituto bancario del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) in Spagna, in cui l'uso dell'intelligenza artificiale ha portato ad un aumento dei ricavi e dei profitti, nonché ad una diminuzione dei costi attraverso un migliore targeting dei clienti, l'ottimizzazione delle operazioni commerciali e l'identificazione di ubicazioni migliori per le reti di filiali.¹⁴⁴ Lo studio di Florian Königstorfer, Stefan Thalmann nel 2020, dimostra che l'intelligenza artificiale aumenta il numero di variabili prese in considerazione per la valutazione del rischio di credito migliorando le predizioni di insolvenza, le frodi e la targetizzazione dei consumatori.¹⁴⁵

Un vantaggio dal finanziamento degli istituti di credito riguarda la struttura della governance proprietaria, che rimane inalterata. Questo permette all'impresa di poter continuare con la sua

¹⁴⁰ Åstebro, Thomas, and Irwin Bernhardt. "Start-up financing, owner characteristics, and survival." *Journal of Economics and Business* 55.4, 2003

¹⁴¹ <https://www.nvidia.com/en-us/industries/finance/#referrer=vanity> data visione 09/09/2024

¹⁴² <https://www.upstart.com/> data visione 09/09/2024

¹⁴³ https://en.wikipedia.org/wiki/Upstart_Holdings data visione 09/09/2024

¹⁴⁴ Alfaro, Elena, et al. "BBVA's Data Monetization Journey." *MIS Q. Executive* 18.2, 2019

¹⁴⁵ Königstorfer, Florian, and Stefan Thalmann. "Applications of Artificial Intelligence in commercial banks—A research agenda for behavioral finance." *Journal of behavioral and experimental finance* 27, 2020

mission senza doverla correggere in favore di altri obiettivi di terze parti. Secondo Smith e Warner, gli istituti bancari possono inserire nei contratti di finanziamento clausole che limitano le azioni del debitore, obbligandolo a rivolgersi nuovamente alla banca in caso di deterioramento della situazione finanziaria o di nuove opportunità strategiche. In tali circostanze, le banche si trovano di fronte alla necessità di valutare il sostegno da fornire alle decisioni aziendali.¹⁴⁶

3.2 Friends, Family and Fools

Come abbiamo già visto precedentemente, gli imprenditori, prima di cercare sostegno finanziario da fonti più formali come investitori esterni (come business angels, fondi di investimento o istituti bancari), dovrebbero considerare di ottenere i fondi iniziali da persone più vicine a loro, come amici e familiari.^{147 148}

Questi investitori, noti come "Fools", vengono chiamati così perché rischiano i propri capitali in start-up dove, come già detto nel paragrafo 1.3.3, hanno un probabilità di fallire nel primo anno del 10%.¹⁴⁹ Spesso le persone vicine all'imprenditore investono più per ragioni emotive piuttosto che per lungimiranza nel progetto, in base a precedenti sociali (famiglia, rapporti di amicizia o professionali). Le risorse ottenute saranno poi remunerate tramite un quota societaria dell'impresa.¹⁵⁰

Gli individui in assenza di informazioni fanno affidamento sulla loro rete sociale con cui hanno avuto precedenti rapporti di scambio dove la componente fondamentale è l'affidabilità come partner.¹⁵¹ Di norma le quote societarie nei gruppi con legami familiari hanno uguale peso.¹⁵²

¹⁴⁶ Smith, C. and Warner, J., On Financial Contracting: an Analysis of Bond Covenants, *Journal of Financial Economics* 7, 117-161., 1979

¹⁴⁷ Kotha, Reddi, and Gerard George. "Friends, family, or fools: Entrepreneur experience and its implications for equity distribution and resource mobilization." *Journal of business venturing* 27.5, 2012

¹⁴⁸ Klačmer Čalopa, Marina, Jelena Horvat, and Maja Lalić. "Analysis of financing sources for start-up companies." *Management: journal of contemporary management issues* 19.2, 2014

¹⁴⁹ United States Bureau of Labor Statistics, https://www.bls.gov/bdm/us_age_naics_00_table5.txt data visione 09/09/2024

¹⁵⁰ Biais, B., Perotti, E.C., *Entrepreneurs and new ideas*. Working paper no. 3864. Centre for Economic Policy Research, London, UK., 2004

¹⁵¹ Granovetter, Mark. "Economic action and social structure: The problem of embeddedness." *American journal of sociology* 91.3, 1985

¹⁵² Ruef, Martin, Howard E. Aldrich, and Nancy M. Carter. "The structure of founding teams: Homophily, strong ties, and isolation among US entrepreneurs." *American sociological review* 68.2, 2003

¹⁵³ Più l'imprenditore conosce le informazioni sulle risorse disponibili degli individui, più ci saranno probabilità di deviare dall'equa distribuzione della proprietà. ¹⁵⁴

Il problema avviene quando l'imprenditore fonda un'impresa senza la stipulazione dei contratti con i propri soci con cui ha legami personali. Si creano meccanismi dove il nucleo imprenditoriale fa solo affidamento, in particolare, nelle fasi nascenti della formazione dell'impresa, sul capitale sociale senza sapere quante risorse siano necessarie per la vita della start-up. Il capitale, quindi una volta concesso, di solito non può essere prelevato indietro, anche se l'azionista volesse uscire dal business. Pertanto, diventa fondamentale che l'imprenditore identifichi gli aiutanti con risorse e garantisca che gli aiutanti forniranno queste risorse promesse. ¹⁵⁵ Nel caso invece di imprenditori che hanno già esperienza di start-up, questi saranno più propensi a offrire una quota societaria inferiore nell'impresa rispetto a un imprenditore senza esperienza per la stessa risorsa. Ciò avviene perché l'imprenditore, grazie alle conoscenze pregresse, avrà una migliore conoscenza dei detentori di risorse. ¹⁵⁶ Di conseguenza, gli imprenditori con maggiore maturità nel campo delle start-up saranno più selettivi nella distribuzione della proprietà.

Questo viene dimostrato da una ricerca che coinvolge un campione di 611 imprenditori negli Stati Uniti, una buona percentuale di imprenditori con conoscenze pregresse rilevanti per l'impresa nascente, sono in grado di superare problemi di moral hazard per distribuire la proprietà in modo selettivo e raccogliere più risorse. ¹⁵⁷ ¹⁵⁸

¹⁵³ Ruef, Martin. Norms of generalized exchange in formal organizations. Working Paper. Stanford Graduate School of Business, 2003

¹⁵⁴ Delmar, Frédéric, and Scott Shane. "Does experience matter? The effect of founding team experience on the survival and sales of newly founded ventures." *Strategic organization* 4.3, 2006

¹⁵⁵ Bygrave, W. D. "Venture capital at the crossroads." ,1992.

¹⁵⁶ Hellmann, Thomas, and Manju Puri. "Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence." *The journal of finance* 57.1, 2002

¹⁵⁷ Il rischio morale (moral hazard) è, in microeconomia, il termine che identifica l'opportunistico post-contrattuale, ovvero la tendenza a perseguire i propri interessi a spese della controparte, confidando nell'impossibilità, per quest'ultima, di verificare la presenza di dolo o negligenza.

https://it.wikipedia.org/wiki/Rischio_morale data visione 09/09/2024

¹⁵⁸ Klačmer Čalopa, Marina, Jelena Horvat, and Maja Lalić. "Analysis of financing sources for start-up companies." *Management: journal of contemporary management issues* 19.2, 2014

3.3 Private equity

Il primo fondo di private equity è nato nel 1946 a Boston (USA), esso si chiamava American Research and Development Corporation (ARDC) e per i fondatori il capitale doveva essere investito in aziende innovative destinate a creare e sfruttare ciò che Schumpeter definì "Nuovi spazi economici".¹⁵⁹ Gli obiettivi erano quattro:

1. incoraggiare lo sviluppo di nuove aziende e sostenere quelle esistenti (sviluppo nuove tecnologie);
2. incoraggiare l'innovazione tecnologica;
3. contribuire a una ripresa economica nel New England dopo il declino dovuto dalla grande depressione;
4. supportare la diffusione del capitale di rischio finanziato privatamente come istituzione.

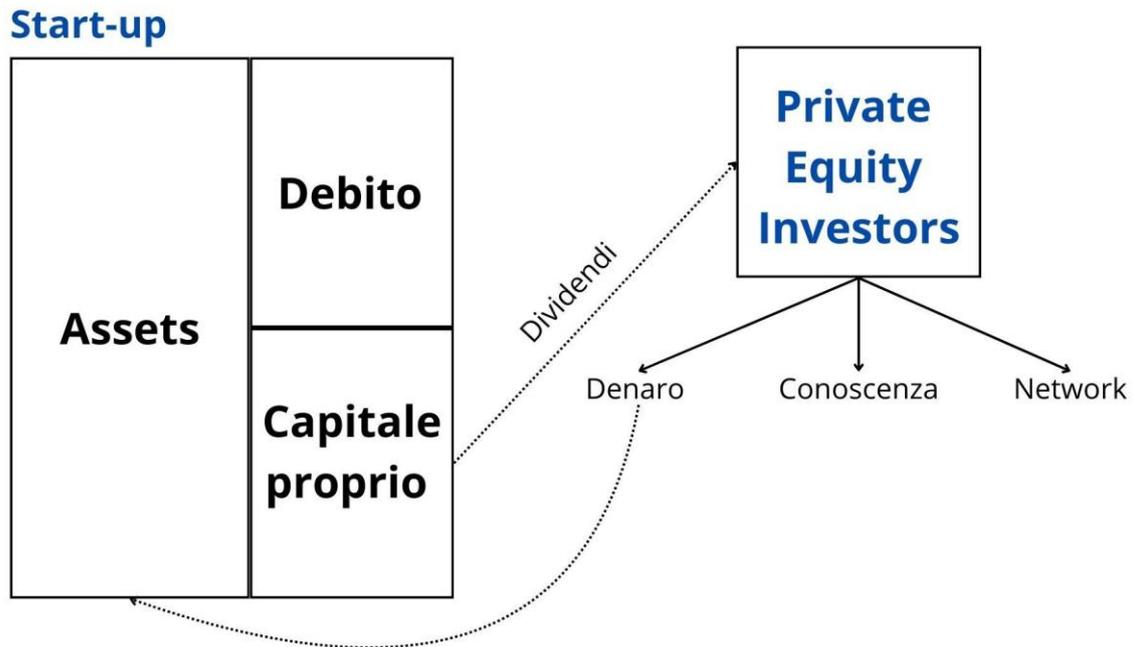
L'obiettivo era la diffusione di questo modello e ciò poteva avvenire solo tramite la remunerazione del capitale investito.

Il private equity investment (PEI) rappresenta una modalità di investimento a medio-lungo termine in aziende non quotate con un elevato potenziale di sviluppo e crescita (high growth companies) da parte di investitori istituzionali.

Questi investimenti sono generalmente effettuati con l'intento di realizzare un notevole guadagno attraverso la vendita della quota acquisita o la quotazione in borsa.¹⁶⁰

¹⁵⁹ Hsu, David H., and Martin Kenney. "Organizing venture capital: the rise and demise of American Research & Development Corporation, 1946–1973." *Industrial and Corporate Change* 14.4, 2005

¹⁶⁰ S. Caselli, Università Commerciale Luigi Bocconi, Coursera, Private Equity and Venture Capital, Slide Settimana 1, <https://www.coursera.org/learn/private-equity> data visione 09/09/2024



Il private equity investment si fonda su dei principi: ¹⁶¹

- L'organizzazione di PEI è un intermediario finanziario che si occupa di raccogliere fondi dagli investitori e li canalizza direttamente nelle aziende del proprio portafoglio.
- Un fondo private equity investe in aziende private che non sono scambiabili per negoziazione su mercati pubblici.
- Il fondo investe in imprese consolidate che necessitano di fondi per una causa specifica e definita.
- L'impresa richiedente raccoglie capitale emettendo nuove azioni nel mercato privato, senza dover corrispondere interessi passivi al PEI.
- L'investitore non solo acquisirà una quota di partecipazione, ma contribuirà anche alla gestione dell'azienda.
- Il fondo otterrà profitto esclusivamente attraverso la vendita delle azioni a un altro soggetto sul mercato.
- Questo strumento aiuterà le aziende ad ottenere migliori rating creditizio con tassi di interesse del capitale più bassi.
- L'uscita dal fondo prevede norme precise come durata della permanenza, accettazione del gestore, raggiungimenti obiettivi, etc...

¹⁶¹ Metrick, Andrew, and Ayako Yasuda. "Venture capital and other private equity: a survey." *European Financial Management* 17.4, 2011

- Solitamente gli investitori sono di tipo più istituzionale, negli ultimi anni anche il piccolo risparmio si è approcciato a questa forma di investimento.¹⁶²

Generalmente le società di private equity sono organizzate come società in accomandita semplice gestite da uno o più amministratori chiamati general partner (soci accomandatari, GP), mentre gli investitori (come banche, fondi pensione, altri fondi di investimento, assicurazioni o privati) vengono definiti limited partner (soci accomandanti, LP).

Un comune modo di svolgere le operazioni di acquisizione è l'unione di capitale proprio e finanziamenti (i fondi provengono da banche e altre istituzioni specializzate in tali operazioni). Le società private equity, prima di investire in un'impresa, hanno una fase di screening molto avanzata, che presuppone indirettamente che l'azienda che ha ottenuto i fondi abbia un'ottima struttura. Essi non portano solo risorse finanziarie ma anche conoscenze e network. Ciò offre una moltiplicazione dei contatti in "termini" di clienti e fornitori e soft knowledge (capacità di gestire l'azienda) e hard knowledge (la conoscenza del settore specifico di un'azienda). Gli investitori di private equity (al contrario degli azionisti delle società scambiate in borsa, a meno che non siano azionisti di maggioranza) condizionano (a disposizioni contrattuali) le decisioni nei seggi del Consiglio di amministrazione (diritti di veto e vari altri diritti di controllo contingenti) influenzando le azioni del management. Un importante aspetto da sottolineare è che la grandezza del fondo di private equity influenza nettamente il loro rendimento.¹⁶³ Una ricerca ha dimostrato che i grandi fondi ottengono rendimenti inferiori se investono in piccole aziende, mentre guadagnano rendimenti più alti se investono in grandi imprese.¹⁶⁴ I general partner, che assumono la proprietà delle aziende acquisite, possono generare profitti per la loro società in due modi: addebitando al fondo commissioni periodiche come fee di gestione, oppure attraverso il carried interest, un guadagno aggiuntivo riconosciuto al gestore al raggiungimento di specifici obiettivi di redditività dell'intero fondo. Gli operatori di private equity possono avvalersi di varie tecniche finanziarie, in base al tipo di investimento previsto. Tra le più comuni vi sono il leverage buyout (acquisizione di un'azienda principalmente mediante capitale di debito, che viene rimborsato tramite i flussi di cassa positivi generati dalla stessa azienda) e il going private.

¹⁶² <https://www.forbes.com/advisor/it/investire/private-equity-cosa-e-come-funziona/> data visione 09/09/2024

¹⁶³ <https://www.morningstar.it/it/news/199647/labc-del-private-equity.aspx> data visione 09/09/2024

¹⁶⁴ Humphery-Jenner, Mark. "Private equity fund size, investment size, and value creation." *Review of Finance* 16.3 (2012): 799-835.

Le tipiche exiting strategy sono le seguenti: ¹⁶⁵

1. Trade sale

Vendita parziale o totale dell'azienda volta allo sviluppo di un piano strategico da parte dell'acquirente. Un'opzione comune è la detenzione del diritto/brevetto dell'impresa da parte dell'imprenditore.

2. Buy back

Il buy back è una strategia di uscita in cui l'investitore di private equity cede la sua quota a un azionista esistente o a un acquirente scelto dagli stessi azionisti. In questo caso, l'acquirente non è un nuovo soggetto esterno, ma qualcuno già coinvolto nell'azienda.

Una clausola comune è la "*puttable shares*" dove l'imprenditore può esercitare il riscatto dell'azienda (ovviamente se ha i fondi, in caso contrario si esercita la negoziazione comune).

3. IPO or sale post IPO

La vendita sul mercato avviene solo nel 1% dei casi e rappresenta lo strumento migliore per il fondo private equity per massimizzare la plusvalenza. Un'IPO è comunque molto difficile, perché lato aziendale il modello di business deve essere apprezzato sul mercato borsistico, e lato imprenditoriale si deve essere pronti a lavorare e trattare con gli investitori retail. Inoltre, il percorso di IPO porta con sé vari rischi di conflitto di interesse per le parti coinvolte. Ad esempio, potrebbe sorgere un problema di selezione avversa, poiché i dirigenti potrebbero non comunicare tutte le informazioni dell'azienda. Inoltre poiché molte aziende che intraprendono un'IPO hanno una storia operativa limitata, gli investitori non possono fare affidamento su precedenti risultati per valutare la stabilità e le prospettive di crescita dell'azienda. ¹⁶⁶ ¹⁶⁷ Inoltre i manager-fondatori (che detengono quote significative del patrimonio) potrebbero cercare di aumentare il valore atteso delle azioni dell'impresa fornendo informazioni fittizie al fine di

¹⁶⁵ S. Caselli, Università Commerciale Luigi Bocconi, Coursera, Private Equity and Venture Capital, Slide Settimana 3, <https://www.coursera.org/learn/private-equity> data visione 09/09/2024

¹⁶⁶ Bruton, Garry D., et al. "Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: The impact of different types of private equity investors and institutional environments." *Strategic management journal* 31.5 (2010): 491-509.

¹⁶⁷ Brav A, Gompers P. 2003. The role of lock-ups in initial public offerings. *Review of Financial Studies* 16 1–29.

ottenere maggiori guadagni al momento della vendita.¹⁶⁸ Questo abuso di potere porta a problemi d'agenzia multipli dovuta alla incongruenza tra il rapporto principale e agente quando il dominante non tiene conto degli interessi dei proprietari minori nel mercato pubblico.¹⁶⁹ La conseguenza è che gli investitori del mercato pubblico si proteggeranno dal punto di vista dei prezzi portando alla svalutazione del titolo. La differenza tra il prezzo d'offerta e il prezzo di mercato viene chiamato 'IPO discount'.¹⁷⁰

4. Sale to other private equity investors

La vendita a un altro fondo di investimento è una strategia, particolarmente diffusa negli Stati Uniti, che si basa su solidi rapporti all'interno della comunità di investitori di private equity. Tuttavia, non è sempre semplice, poiché gli investitori coinvolti hanno spesso obiettivi diversi: il venditore punta a massimizzare il profitto, mentre l'acquirente mira a ottenere la quota al prezzo più basso possibile per aumentare i suoi futuri guadagni.

5. Write off

Il write off è un'uscita in cui l'investitore di private equity azzerà il valore della sua partecipazione nel portafoglio, rappresentando una delle peggiori situazioni per un investitore di questo tipo. Questo avviene quando l'azienda fallisce, spesso nei finanziamenti a startup o seed, dove il piano aziendale potrebbe essere troppo ottimistico. Tuttavia, un write off non implica necessariamente una perdita totale poiché l'investitore può tentare di recuperare vendendo eventuali asset. Questo avvenimento può avvenire sia attraverso un accordo privato che tramite procedure legali (es. procedura di fallimento).

Un ulteriore approfondimento sulle exiting strategy è la ricerca condotta da Alessia Pisoni and Alberto Onetti su un campione di 5.744 operazioni di M&A (fusioni e acquisizioni) che hanno coinvolto start-up statunitensi ed europee tra il 2012 e il 2016.¹⁷¹ Lo studio ha evidenziato che

¹⁶⁸ Sanders WG, Boivie S. 2004. Sorting things out: valuation of new firms in uncertain markets. *Strategic Management Journal* 25 (2): 167–186

¹⁶⁹ Dharwadkar R, George G, Brandes V., Privatization in emerging economies: an agency theory perspective. *Academy of Management Review* 25, 2000

¹⁷⁰ Chahine S, Filatotchev I., Signaling the firm's value: information disclosure, corporate governance and performance of IPOs. *Journal of Small Business Management* 46, 2008

¹⁷¹ Pisoni, Alessia, and Alberto Onetti. "When startups exit: comparing strategies in Europe and the USA." *Journal of Business Strategy* 39.3, 2018

l'acquisto di start-up è fortemente influenzato dalla prossimità geografica. Sia gli investitori europei che quelli statunitensi tendono a preferire aziende locali, con le distanze geografiche e culturali che rappresentano un ostacolo significativo nelle transazioni transfrontaliere. Nonostante ciò, si osserva un crescente interesse delle aziende statunitensi per le start-up europee, in particolare per quelle più giovani. Per massimizzare le opportunità di acquisizione, le start-up dovrebbero valutare attentamente la loro localizzazione geografica, considerando la presenza di potenziali acquirenti e la vicinanza a ecosistemi startup più sviluppati.

3.4 Venture capital e Hedge Found

Nella accezione più moderna le società di venture capital sono una ramificazione delle società di private equity con caratteristiche organizzative distinte sebbene le due categorie condividano molti punti in comune.

Il principio, in ogni caso, rimane lo stesso: le startup cedono quote di partecipazione ai fondi di venture capital in cambio di fondi e aiuto nel processo aziendale.^{172 173}

Di seguito troviamo le principali differenze:¹⁷⁴

Tabella 4 Venture Capital VS Private Equity elaborazione dati Achleitner, Ann-Kristin, and Oliver Klöckner. "Employment contribution of private equity and venture capital in Europe."

	Venture Capital	Private equity
Stadio dell'investimento	Prime fasi di sviluppo per massimizzare la crescita, fase pre-seed / seed e start-up	Imprese mature con una storia
Settore	Il più diffuso è quello tecnologico, aziende piccole e innovative. Imprese che non hanno ancora generato	Aziende di medie e grandi dimensioni con flussi di cassa stabili. Gli investimenti sono

¹⁷² https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1113782 data visione 09/09/2024

¹⁷³ <https://www.forbes.com/advisor/it/investire/venture-capital/> data visione 09/09/2024

¹⁷⁴ Achleitner, Ann-Kristin, and Oliver Klöckner. "Employment contribution of private equity and venture capital in Europe." Available at SSRN 1113782, 2005

	flussi di cassa significativi	generalmente di grandi dimensioni.
Gestione	Partecipazione attiva della gestione, non è detto che esista la maggioranza.	Partecipazione attiva della gestione, puntando alla maggioranza delle quote societarie.
Rischio	Alto rischio perché coinvolgono startup senza storia alle spalle, ma il potenziale di ritorno può essere molto elevato se l'azienda diventa estremamente redditizia.	Il rischio è generalmente inferiore rispetto al VC perché investe in aziende consolidate, ma il potenziale ritorno può essere limitato a causa della minore crescita.
Durata fondo	Circa 10 anni, divisa tra fase di raccolta fondi (Fundraising), fase di investimento (Investment Period), fase di supporto (Holding Period), fase di uscita (Exit Period)	Circa 10 anni, divisa tra fase di raccolta fondi (Fundraising), fase di investimento (Investment Period), fase di supporto (Holding Period), fase di uscita (Exit Period)

I fondi di venture capital sono gli strumenti di Private Equity più popolari negli Stati Uniti.¹⁷⁵ Come evidenziato da Gompers e Lerner, l'entità delle imposte sulle plusvalenze incide significativamente sulla propensione degli investitori privati a investire. Questo accade perché il rischio percepito di un investimento è direttamente correlato al carico fiscale: tasse più elevate riducono il potenziale guadagno netto, scoraggiando così gli investimenti.¹⁷⁶

¹⁷⁵ Gli stati uniti è la nazione con più unicorni start-up al mondo, 985 fino ad ora.

<https://platform.tracxn.com/a/s/query/t/unicornCorner/t/overview> data visione 09/09/2024

¹⁷⁶ Gompers, P. and J. Lerner., "Venture Capital Distributions: Short- and Long-run Reactions." Journal of Finance. 53, 1998

Il miglior approccio per le società di VC è correlare la dimensione del fondo alla possibile dimensione degli investimenti, quindi i fondi early stage dovranno effettuare piccoli investimenti e devono quindi essere più piccoli di quelli late stage. I venture capitalist, nel valutare potenziali investimenti, tendono a concentrarsi su rendimenti elevati. Questa attenzione può portarli a considerare le start-up principalmente per il loro potenziale specifico o per il settore di appartenenza, trascurando i rischi connessi all'andamento generale del mercato. La concorrenza principale tra i vari fondi di VC riguarda la capacità di trovare più progetti su più settori diversi, in quanto ciò riduce il rischio idiosincratico detenuto, riducendo così il rischio di fallimento del fondo. L'IPO rappresenta la forma di remunerazione più adatta per le startup, in quanto permette di riflettere nel prezzo delle azioni tutti i rischi assunti dall'impresa, garantendo una valutazione più trasparente e oggettiva rispetto alla cessione ad un investitore privato. Inoltre, l'IPO offre l'opportunità di accedere a un bacino di investitori più ampio, aumentando la liquidità delle azioni.¹⁷⁷ Un rendimento ottimale sull'investimento è intorno al 20%, pagabile al termine del periodo di Exit.

3.4.1 Hedge Fund

I fondi hedge fund rappresentano un universo di investimento complesso e dinamico, con caratteristiche ben distinte rispetto ai più noti private equity e venture capital. Spesso si pensa che tutti i fondi alternativi siano uguali, ma la realtà è ben diversa. Gli hedge fund, in particolare, si distinguono per una serie di peculiarità che ne fanno uno strumento finanziario tanto affascinante quanto rischioso.^{178 179}

L'orizzonte temporale.

Mentre i fondi di private equity e venture capital si concentrano su investimenti spesso pluriennali, gli hedge fund possono avere ciclo vita illimitato. L'obiettivo primario è generare

¹⁷⁷ TJones, Charles M., and Matthew Rhodes-Kropf. The price of diversifiable risk in venture capital and private equity. working paper, Columbia University, 2003.

¹⁷⁸ https://finance.yahoo.com/news/hedge-fund-vs-venture-capital-095500073.html?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xILmNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAALQcSHWpDpRmgC2XQlfqOhIebkTUZfIYSdvOWV2jVB U5QNwYXr24BNMq8JqTzjU6NCtmAb2Y X Aocj6zanid32SirUCTa4nc9K2So-sAc5Ms96 fIy54aB87SGxb-Cuk5gLBfNBvYnCiwxNfggfNpohY3yckTWGnR1K-IzTH6f data visione 09/09/2024

¹⁷⁹ Stulz, René M. "Hedge funds: Past, present, and future." *Journal of Economic Perspectives* 21.2, 2007

rendimenti nel breve termine e distribuirli agli azionisti, sfruttando le opportunità che si presentano sui mercati. Il concetto è reinvestire una parte dei loro guadagni per benefici futuri. La gamma di asset

La gamma di asset su cui investono gli hedge fund è estremamente vasta. Non si limitano alle azioni, ma spaziano dai titoli di stato ai derivati, passando per una miriade di strumenti finanziari più complessi. Questa flessibilità permette ai gestori di adottare strategie estremamente aggressive, come l'utilizzo della leva finanziaria, che può amplificare sia i guadagni che le perdite. La leva finanziaria è un elemento chiave negli hedge fund. Essa consente di investire importi superiori al capitale proprio, moltiplicando potenzialmente i rendimenti. Tuttavia, la leva finanziaria è una lama a doppio taglio: in periodi di mercato favorevoli può amplificare i guadagni, ma in periodi di crisi può amplificare le perdite. Gli investitori tendono a variare l'impiego dei capitali nel corso del ciclo economico. In periodi di espansione economica si utilizza maggiormente l'utilizzo della leva finanziaria, poiché gli investitori sono più ottimisti e disposti a prendere rischi. Al contrario, in periodi di recessione o crisi come nel caso della crisi del 2008, la leva finanziaria si utilizza meno, poiché gli investitori diventano più cauti.¹⁸⁰

Flessibilità e professionalità

La flessibilità è un altro tratto distintivo degli hedge fund. I gestori hanno ampia libertà di manovra nelle loro decisioni di investimento, senza dover necessariamente seguire indici di riferimento o vincoli di settore. Gli investitori negli hedge fund sono generalmente istituzioni finanziarie o investitori professionali, in quanto sono richiesti requisiti minimi di investimento piuttosto elevati. Il fondo si sofferma molto su investimenti con soggetti istituzionali con requisiti minimi di investimento piuttosto che su start-up.

Profittabilità

Le commissioni rappresentano un altro punto di differenziazione. Le commissioni dei fondi di private equity (PE) tendono ad essere più alte nei primi anni e a diminuire successivamente,

¹⁸⁰ Ang, Andrew, Sergiy Gorovyy, and Gregory B. Van Inwegen. "Hedge fund leverage." *Journal of Financial Economics* 102.1, 2011

poiché si prevede che i gestori di successo avvieranno nuovi fondi, generando così nuove commissioni. Al contrario, le commissioni degli hedge fund e dei fondi comuni di investimento sono generalmente percentuali fisse (di solito intorno al 20%) delle attività gestite, il che significa che le commissioni complessive aumentano nel tempo man mano che cresce il valore delle attività gestite.¹⁸¹

In conclusione, gli hedge fund offrono un profilo di rischio-rendimento molto diverso rispetto ai fondi di private equity e venture capital. La loro natura speculativa e la possibilità di utilizzare strategie aggressive li rendono strumenti adatti a investitori con elevata tolleranza al rischio e una profonda conoscenza dei mercati finanziari.

3.5 Angel investors

Se la start-up è riuscita a creare o acquisire una quota di mercato, allora entrano in gioco investitori individuali che possono essere interessati ad apportare capitali, conoscenze gestionali attraverso un'attiva partecipazione alla conduzione aziendale.

I business angels sono tipicamente ex titolari d'impresa, manager in attività o in pensione, che dispongono di mezzi finanziari (anche limitati), di una buona rete di conoscenze, di una solida capacità gestionale e di un buon bagaglio di esperienze.

Essi hanno generalmente l'obiettivo di realizzare, nel medio termine, dei profitti investendo in progetti ad alto rischio ma ad alto rendimento atteso attraverso la vendita (parziale o intera) della quota societaria acquisita inizialmente.¹⁸²

Da notare il concetto di investitore informale. Rispetto altre organizzazioni, come incubatori o venture capitalist, la maggior parte degli investimenti da parte dei business angels continuano ad essere stipulati direttamente tra l'investitore e l'imprenditore. Gli accordi non essendo documentati pubblicamente diventano, di fatto, invisibili.¹⁸³

I business angels, quindi, permettono di colmare la cosiddetta Valley of Death discussa precedentemente, ovvero il possibile vuoto di finanziamenti della fase embrionale.

¹⁸¹ Metrick, Andrew, and Ayako Yasuda. "Venture capital and other private equity: a survey." *European Financial Management* 17.4, 2011

¹⁸² [https://www.treccani.it/enciclopedia/business-angel_\(Lessico-del-XXI-Secolo\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/business-angel_(Lessico-del-XXI-Secolo)/) data visione 09/09/2024

¹⁸³ Mason, Colin M., and Richard T. Harrison. "Business angel investment activity in the financial crisis: UK evidence and policy implications." *Environment and Planning C: Government and Policy* 33.1, 2015

Il concetto che i business angels seguano solo l'idea di profitto non è completamente corretta. La loro volontà di contribuire alla vita della start-up, dove alla base resta sempre la fiducia tra l'imprenditore e il consulente/investitore, sta spesso nella sfida di contribuire nel successo del nuovo progetto.¹⁸⁴ Essi non si considerano mai ex imprenditori o manager di successo, ma veri e propri "maestri" sul formare giovani uomini d'affari.

Rudy Aernoudt nel 1999 trova delle caratteristiche comuni tra i business angels:

1. hanno un background imprenditoriale e manageriale;
2. sono individui tra 35 e 65 anni, con forte desiderio di sapere come l'investimento si evolverà vedere;
3. hanno venduto la propria impresa, la maggior parte a condizioni molto vantaggiose;
4. sono interessati prevalentemente a quote di minoranza, investendo circa un importo inferiore al 25% del totale risorse disponibili per non esporsi troppo al rischio di fallimento.
5. sono per lo più guidati da aspetti soggettivi che da aspetti tecnici di profittabilità o rischio

L'idea della sfida si riflette sul ritorno minimo atteso degli investimenti che per gli investitori formali si aggira tra il 30% e il 35%, mentre per i business angels hanno un tasso di rendimento medio più basso intorno al 20%.^{185 186}

Uno studio sugli investitori scozzesi ha utilizzato la variabile esperienza per categorizzare i business angels:¹⁸⁷

1. esperti/super angeli: investitori che hanno almeno cinque investimenti ciascuno nello storico
2. angeli novizi: investitori con un solo investimento.
3. angeli nascenti: angeles pronti a realizzare il loro primo investimento, quindi senza esperienza

¹⁸⁴ Aernoudt R., Business Angels: Should they fly on their own wings? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1999

¹⁸⁵ Manigart, S., Determinants of required return in venture capital investments: a five country study. Working Paper, University of Gent, June, 1998

¹⁸⁶ Nedelandse Beurs voor Investeren in Bedrijven [EBIB], NEBIB Magazine, Maandoverzicht Nieuws en Profielen, no. 8 (August), 1998

¹⁸⁷ Smith, D.J., R.T. Harrison and C.M. Mason, 'Experience, heuristics and learning: the angel investment process', *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Wellesley, MA: Babson College, 2010

I super angels prendono generalmente decisioni più rapide, mentre gli altri due gruppi pongono enfasi sulle questioni finanziarie.¹⁸⁸ Ciò avviene perché l'esperienza precedente pesa molto di più rispetto al bilancio d'esercizio per gli esperti investitori. Infatti generalmente i business angels danno molto peso all'equilibrio tra innovazione, cautela e fiducia dell'imprenditore della start-up. Un Imprenditore che presenterà una bella idea innovativa enfatizzando eccessivamente l'unicità della propria impresa, potrebbe apparire privo di sufficiente consapevolezza dell'ambiente.¹⁸⁹ Uno studio pubblicato sul Journal of Small Business Management nel 2018 analizza 1.933 start-up high-tech che hanno ricevuto almeno un round di finanziamento da un business angel.¹⁹⁰ Gli studi condotti indicano che le start-up con business angels a bordo sono più propense ad attirare investimenti in serie da parte di venture capitalist. Inoltre la presenza di business angels con alta esperienza è direttamente correlata al successo della start-up. Esistono però casi dove i business angels possono introdurre più serie di finanziamenti al fine di ridurre svantaggi legati al coinvolgimento di più fondi di venture capitalist, come la diluizione del capitale e un controllo più stringente da parte dei fondi sulla gestione operativa. In questo scenario, questa scelta potrebbe vincolare la startup ad un unico investitore per un periodo prolungato, rendendo più complesso attirare nuovi capitali da altre fonti di finanziamento, a meno che non si verifichi un'uscita anticipata dell'investitore iniziale. Lo studio evidenzia che un policy maker dovrebbero puntare a favorire sinergie tra venture capitalist e business angel, al fine di migliorare l'efficienza dei mercati del capitale di rischio e accelerare la crescita delle start-up innovative.

3.6 Incubatori di Start-up

David J. Storey individua sei fattori chiave che influenzano la nascita di nuove imprese: demografia (età, urbanizzazione), disoccupazione, ricchezza, profilo educativo e occupazionale della forza lavoro, presenza di piccole imprese e tasso di proprietà delle abitazioni. Questi

¹⁸⁸ Sørheim, R. (2003), 'The pre-investment behaviour of business angels: a social capital approach', *Venture Capital*, 5(4), 2003

¹⁸⁹ Parhankangas, Annaleena, and Michael Ehrlich. "How entrepreneurs seduce business angels: An impression management approach." *Journal of Business Venturing* 29.4, 2014

¹⁹⁰ Croce, Annalisa, Massimiliano Guerini, and Elisa Ughetto. "Angel financing and the performance of high-tech start-ups." *Journal of Small Business Management* 56.2, 2018

fattori, che possono variare da regione a regione, influenzano sia la quantità che la qualità delle startup. Una forma di organizzazione che favorisce la nascita sono gli incubatori.¹⁹¹

Un incubatore è un ecosistema dinamico che nutre e accelera la crescita delle startup, fornendo loro le risorse e le competenze necessarie per raggiungere il successo, generando un impatto positivo sul contesto territoriale.¹⁹² Uno studio pubblicato su International Journal of Science and Research, ha dimostrato che gli incubatori d'impresa aumentano in modo significativo le possibilità di sopravvivenza delle startup, con tassi di successo che raggiungono il 70%.¹⁹³ La caratteristica principale degli incubatori è fornire la rete di contatti che potranno portare risorse e conoscenze all'interno delle start-up.¹⁹⁴¹⁹⁵ Ciò avviene attraverso il continuo sviluppo di una comunità locale che favorisca la nascita e l'integrazione di nuove idee.

La normativa di riferimento degli incubatori delle start-up certificati in Italia la si ritrova DL 179/2012, art. 25, comma 5. Le caratteristiche principali sono le seguenti:¹⁹⁶

Tabella 4 elaborazioni dati propria, Incubatori

Incubatori	
Forma giuridica	Società di capitali o cooperativa
Residenza	Italia
Servizi offerti	Supporto alla nascita e allo sviluppo di startup innovative
Strutture e attrezzature	Spazi adeguati per le startup, inclusi spazi per attrezzature di prova, test, verifica o ricerca, sistemi di accesso a internet in banda ultralarga, sale riunioni, macchinari per test,

¹⁹¹ Storey, D. J.: Understanding the Small Business Sector. The Birth of Firms. London: International Thomson Business Press, United Kingdom, 1994

¹⁹² Allen, D. N., & Rahman, Small business incubators: a positive environment for entrepreneurship. Journal of Small Business Management, 1985

¹⁹³ Ogutu, V. O., Kihonge E., Impact of Business Incubators on Economic Growth and Entrepreneurship Development. International Journal of Science and Research (IJSR), 2016

¹⁹⁴ Chen, M.-H., & Wang, M.-C., Social networks and a new venture's innovative capability: the role of trust within entrepreneurial teams. R&D Management, 2008

¹⁹⁵ Pettersen, I. B., & Tobiassen, A. E. , Are born globals really born globals? The case of academic spin-offs with long development periods. Journal of International Entrepreneurship, 2012

¹⁹⁶ <https://www.mimit.gov.it/it/impresa/competitivita-e-nuove-impres/start-up-innovative/incubatori-certificati> data visione 09/09/2024

	prove o prototipi
Personale	Persone con comprovata competenza in materia di impresa e innovazione, struttura tecnica e di consulenza manageriale permanente
Collaborazioni	Rapporti con università, centri di ricerca, istituzioni pubbliche e partner finanziari
Esperienza	Esperienza comprovata nel sostegno a startup innovative

Riprendendo le nozioni del capitolo 1.5, in questo paragrafo è importante approfondire il concetto di rete essendo l'elemento che contraddistingue di più gli incubatori. La letteratura scientifica sottolinea l'importanza delle reti sociali per la crescita delle startup. Lechner e Dowling,¹⁹⁷ e altri autori hanno evidenziato come la capacità di acquisire risorse di rete sia fondamentale per le aziende imprenditoriali. Hite e Hesterly¹⁹⁸ hanno proposto un modello evolutivo delle reti, distinguendo tra identity-based networks e calculative networks. Le prime, basate su legami personali e precedenti esperienze, sono importanti nelle prime fasi di sviluppo, mentre le seconde, caratterizzate da relazioni più formali e strategiche, diventano cruciali nelle fasi successive. Studi empirici hanno confermato l'importanza dell'eterogeneità delle reti per la performance delle startup.¹⁹⁹ ²⁰⁰ Gli incubatori (come ogni altra forma di organizzazione descritta nei precedenti capitoli) sono incorporati nelle calculative networks. Si deve sottolineare che le startup incubate si avvalgono di una combinazione di risorse di rete, sia interne che esterne, provenienti sia dalla propria rete personale sia dall'incubatore che le ospita, creando un ecosistema di risorse complesso e in evoluzione. Queste risorse non sono solo di tipo generico ma anche specifico per il tipo di business che si vuole intraprendere. Ecco perché

¹⁹⁷ Lechner, C., Dowling, M., & Welp, I., Firm networks and firm development: the role of the relational mix. *Journal of Business Venturing*, 21(4), 2006

¹⁹⁸ Hite, J. M., & Hesterly, W. S., The evolution of firm networks: from emergence to early growth of the firm. *Strategic Management Journal*, 22(Spring), 2001

¹⁹⁹ Baum, J. A. C., Calabrese, T., & Silverman, B. S., Don't go it alone: alliance network composition and startups' performance in Canadian biotechnology. *Strategic Management Journal*, 21(3), 2000

²⁰⁰ Powell, W. W., Koput, K. W., & Smith-Doerr, L., Interorganizational collaboration and the locus of innovation: networks of learning in biotechnology. *Administrative Science Quarterly*, 41(1), 116–145., 1996

esistono incubatori specifici che svolgono un ruolo di rilevante importanza a monte nello screening del network.²⁰¹ Ad esempio, troviamo i virtual business incubator, specializzati in progetti industriali, e gli incubatori sociali, focalizzati su startup con un forte impatto sociale.²⁰² Gli incubatori offrono un ampio ventaglio di servizi a 360 gradi per supportare le startup, spazia dalla consulenza aziendale di base al supporto alla commercializzazione di prodotti innovativi, ricerca e sviluppo, passando per attività di networking, formazione specializzata e accesso a finanziamenti. Per entrare a far parte di un incubatore, gli imprenditori devono presentare una domanda di ammissione che viene valutata da un comitato di selezione. I criteri di valutazione variano da incubatore a incubatore, ma in generale vengono privilegiati i progetti innovativi con un forte potenziale di crescita e un team capace di realizzarli. Il tempo che una start-up trascorre nel programma di incubazione è direttamente correlato a una serie di fattori tra cui il tipo di settore, il livello di competenza dell'imprenditore, il raggiungimento di determinati stakeholder, etc. È importante evitare la cosiddetta 'sindrome dell'incubatore', ovvero la tendenza a delegare eccessivamente le decisioni ai consulenti.²⁰³ L'imprenditore deve mantenere il timone in mano e utilizzare i consigli ricevuti come un supporto alle proprie intuizioni.

3.7 Acceleratori di Start-up

Se gli incubatori rappresentano il terreno fertile in cui germinano le idee imprenditoriali, gli acceleratori sono le serre ad alta tecnologia che promuovono la crescita rapida e scalabile delle startup. Gli acceleratori si concentrano su un periodo di tempo definito (generalmente dai 4 ai 5 mesi) e offrono un'esperienza altamente strutturata, con l'obiettivo di ottenere risultati tangibili in termini di crescita e scalabilità.²⁰⁴ Dal punto di vista del finanziamento, gli incubatori possono adottare modelli di business diversi, mentre gli acceleratori sono tipicamente sostenuti da investitori privati che acquisiscono una partecipazione azionaria nelle startup in portafoglio. Un altro elemento chiave è l'entità della partecipazione azionaria. Gli

²⁰¹ Li, Cai, et al. "Role of business incubators as a tool for entrepreneurship development: the mediating and moderating role of business start-up and government regulations." *Sustainability* 12.5, 2020

²⁰² <https://its-campus.com/blog/differenza-incubatore-acceleratore/#:~:text=mentre%20gli%20incubatori%20come%20abbiamo,annuncia%20un%20prodotto%20o%20servizio> data visione 09/09/2024

²⁰³ Lesakova, Lubica. "The role of business incubators in supporting the SME start-up." *Acta Polytechnica Hungarica* 9.3 (2012): 85-95., 2012

²⁰⁴ <https://www.google.com/url?q=https://its-campus.com/blog/differenza-incubatore-acceleratore/%23:~:text%3Dmentre%2520gli%2520incubatori%2520come%2520abbiamo,annuncia%2520un%2520prodotto%2520o%2520servizio&sa=D&source=docs&ust=1726044466566401&usg=AOvVaw2S1E1qVNQMVPdIPXmbeile> data visione 09/09/2024

acceleratori tendono a richiedere una quota di minoranza, di solito inferiore al 10%, mentre gli incubatori possono arrivare a detenere una quota maggioritaria, superando anche il 50% in base alle specifiche circostanze.²⁰⁵ Uno studio pubblicato sull' *European Journal of Innovation Management* ed intolato: "Open accelerators for start-ups success: a case study" analizza su come gli acceleratori, attraverso le loro pratiche e strumenti, supportino le startup nelle prime fasi di sviluppo.²⁰⁶ L'adesione a un programma di accelerazione, in combinazione con un approccio di innovazione aperta, può rappresentare un volano fondamentale per le startup nelle prime fasi di sviluppo, aiutandole a superare le sfide legate alla loro giovane età e alle risorse limitate. Nello specifico caso analizzato, le startup caratterizzate da un team aperto hanno tratto benefici maggiori dalla partecipazione a programmi di accelerazione, riuscendo a colmare le lacune interne relative a competenze di mercato, strategia e industria. Gli acceleratori svolgono il ruolo di intermediari, offrendo servizi che mirano ad un migliore processo di innovazione. Dall'altro lato la personalizzazione di massa risulta essere l'elemento meno allineato con gli strumenti tipici degli acceleratori, dove il coinvolgimento diretto e prolungato dei clienti nel processo innovativo non è prioritario. Strumenti come: lo spazio di coworking, eventi di networking, coaching con mentori esperti e l'acquisizione di competenze cruciali per il team rappresentato una preziosa opportunità per la sopravvivenza della start-up.

3.8 Finanza islamica

Negli ultimi decenni, la finanza islamica ha sperimentato una crescita esponenziale, affermandosi come un segmento rilevante dei mercati finanziari globali e un modello innovativo di intermediazione.²⁰⁷ La finanza islamica offre alle startup un'opportunità unica per accedere a capitali e costruire un business sostenibile e etico. Questo avviene a causa dei principi fondamentali che sono alla base.

²⁰⁵ <https://www.inc.com/christinadesmarais/difference-between-startup-accelerator-and-incubator.html> data visione 09/09/2024

²⁰⁶ Battistella, Cinzia, Alberto F. De Toni, and Elena Pessot. "Open accelerators for start-ups success: a case study." *European Journal of Innovation Management* 20.1, 2017

²⁰⁷ <https://www.google.com/url?q=https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/finanza-islamica.htm&sa=D&source=docs&ust=1726138300384999&usg=AOvVaw2KpFXP2OwNiGkGKuTsiOyr> data visione 09/09/2024

Le origini della finanza islamica moderna risiedono nella fondazione della Cassa rurale di Risparmio di Mit-Ghamr (Egitto) nel 1963; da allora il modello ha visto una rapida espansione, soprattutto dagli anni '70.²⁰⁸

La Shari'ah, legge divina e fondamento della vita sociale islamica, non si limita alla sfera religiosa, ma offre principi guida per ogni aspetto della vita dell'Umma (la comunità dei credenti). Nei paesi musulmani la fusione Stato e Chiesa va ad impattare in modo assoluto sia la sfera pubblica, che quella sociale, giuridica ed economica. A differenza della finanza tradizionale occidentale, che si fonda sul concetto di interesse (riba), la finanza islamica lo proibisce categoricamente, considerandolo usura e quindi contrario ai principi etici dell'Islam. Data la stretta interconnessione tra religione ed economia nell'Islam, l'analisi di quest'ultima implica necessariamente lo studio delle fonti religiose, a partire dal Corano e dalla Sunna, fino alle elaborazioni dottrinali delle diverse scuole giuridiche.

Più specificamente, le fonti principali, in ordine gerarchico, sono:^{209 210}

1. Corano: Il Corano, testo sacro dell'Islam, raccoglie le rivelazioni divine trasmesse al Profeta Maometto, costituendo il fondamento della fede islamica.
2. Hadith: Gli Hadith, detti e azioni attribuiti al Profeta Maometto, trasmessi oralmente e successivamente raccolti in compendi, integrano le prescrizioni coraniche.
3. Sunna: La Sunna, intesa come l'insieme degli insegnamenti e delle pratiche del Profeta e dei suoi compagni, rappresenta un modello di comportamento per i musulmani.
4. Madhhab: I Madhhab, o scuole giuridiche islamiche, sono il frutto dell'interpretazione e dell'elaborazione dottrinale dei testi sacri, volta a fornire una guida pratica per l'applicazione della Shari'a.

Mentre la Shari'ah rappresenta il fondamento del diritto islamico, la sua applicazione pratica varia notevolmente tra i diversi paesi islamici. La maggior parte degli Stati islamici ha optato per sistemi giuridici ibridi o addirittura occidentali, influenzati da fattori storici e politici. Solo in pochi casi la Shari'ah è l'unica fonte di diritto, con conseguente applicazione obbligatoria della finanza islamica. Inoltre da precisare che a loro volta ci possono essere differenze legislative tra i due gruppi principali: Sunniti e Sciiti. L'Islam, pur riconoscendo la proprietà privata, la inquadra all'interno di un sistema di valori che privilegia l'equa distribuzione della

²⁰⁸ d'Arienzo, Maria. "I fondamenti religiosi della finanza islamica." Stato, Chiese e pluralismo confessionale, 2012

²⁰⁹ S.Alvaro, Consob, La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano, 2014, [La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano \(assaif.org\)](http://La_finanza_islamica_nel_contesto_giuridico_ed_economico_italiano_(assaif.org)) data visione 09/09/2024

²¹⁰ 5 J.R. PRESLEY, J.G. SESSIONS, Islamic economics: the emergence of a new paradigm, in The Economic Journal, 104 (May), 1994

ricchezza, il lavoro e l'utilizzo sociale dei beni. Tutti i beni provengono da Allah, quindi il loro utilizzo deve essere responsabile e rispettoso, non danneggiando la società e fornendo a tutti il minimo di beni per vivere dignitosamente. L'Islam promuove l'equa distribuzione della ricchezza e condanna il monopolio. La concorrenza è vista come un meccanismo positivo per evitare le disuguaglianze. Questo perché il lavoro è uno dei cardini per la vita della persona. Nel mondo islamico il denaro è considerato un mezzo e non un fine, ciò nonostante viene promossa l'attività imprenditoriale con il fine sia della massimizzazione dei guadagni a favore della società e il rispetto dei precetti indicati dalla Shari'ah.

Il ruolo della donna nell'economia è limitato e il denaro è visto come uno strumento al servizio dell'uomo e della società.

Le principali caratteristiche che si possono riscontrare sono:

- Divieto del Riba

Come già anticipato, il divieto di interesse è il pilastro fondamentale della finanza islamica. Alla base di questo concetto vi è il principio che il profitto deve essere correlato al rischio assunto e all'impegno profuso. Solo il lavoro, fisico o intellettuale, genera reddito. Il tasso di interesse è proibito e sostituito dal tasso di profitto, legato al successo dell'investimento. Si promuove così la condivisione dei rischi e dei guadagni tra chi fornisce il capitale e chi lo utilizza.

- Divieto di speculare (Maysir) e di introdurre elementi di incertezza nei contratti (Ghàrar).

Il principio del Ghàrar, che vieta l'incertezza nei contratti, è fondamentale nella finanza islamica. Esso esclude le operazioni aleatorie, come il gioco d'azzardo e le scommesse, e promuove i contratti a esecuzione immediata, al fine di garantire la trasparenza e l'equità degli scambi. Sono vietate, tra l'altro, la vendita di beni futuri, la vendita a prezzo indeterminato associata ad una data incerta. Il Maysir condanna i rischi eccessivi e non giustificati, ossia quelli basati esclusivamente sulla fortuna e privi di una solida valutazione. Solo le attività speculative sostenute da un'attenta analisi dei dati possono essere considerate conformi alla Shari'ah

- La proibizione dell'uso, commercio o investimento in beni o attività proibite (Haram);

Esempi sono la produzione e la vendita di bevande alcoliche, stessa sorte per i prodotti a base di suino, armi, tabacco etc..

- La Zakàh e la distribuzione ‘equa’ della ricchezza,

In Islam ci sono due tipi di donazioni: la zakāt, che è obbligatoria e si calcola sul denaro e sui beni che si hanno, e la sadakat, che è volontaria e si può dare quanto si vuole. La Zakāt è come una tassa per aiutare i poveri. Tutti i musulmani adulti devono pagarla se hanno abbastanza risorse da condividere. La base imponibile della Zakāt comprende tradizionalmente beni immobili non produttivi detenuti da più di un anno. L’imposta non è fissa ma varia a seconda del tipo di bene.

I principi fondamentali della regolamentazione finanziaria si applicano senza problemi anche alla finanza islamica. Non sono richieste modifiche sostanziali (esempio problema della doppia tassazione).

I principali prodotti finanziari non bancari islamici sono raggruppabili nelle seguenti quattro grandi categorie: ²¹¹ ²¹² ²¹³ ²¹⁴

1 Mubaraha;

2 Ijarah;

3 Istisna’a;

4 Sukuk (o certificati islamici).

Murabaha

Attraverso l'operazione di Murabaha, la Banca che si occupa dell'Asset Management facilita l'acquisto di un bene da parte del cliente. La banca acquista il bene in nome proprio e per conto del cliente, vendendolo poi a quest'ultimo con un margine di profitto esplicitamente dichiarato. In questo modo, viene rispettato il principio islamico che vieta il pagamento di interessi (riba),

²¹¹ J.Y. Moisseron, B.L. Moschetto, F. Teulon, Islamic Finance: A Review of the Literature, in *The International Business & Economics Research Journal*, 14, no. 5, 2015

²¹² Z. IQBAL, A. MIRAKHOR. *An introduction to Islamic Finance. Theory and practice*, second edition, John Wiley & Sons, Chichester, 2011

²¹³ 5 Z. IQBALI, Islamic financial systems, in *Finance and Development*, 34, 1997, p.42-45

²¹⁴ Biancone, Paolo, Silvana Secinaro, and Maha Radwan. "Compatibilità della finanza islamica alla normativa italiana." *Stato, Chiese e pluralismo confessionale*, 2020

poiché il profitto della banca è legato alla vendita di un bene reale e non al mero passaggio di denaro nel tempo.²¹⁵

Il contratto Ijarah

L'Ijara wa Iqtina è un contratto di leasing finanziario con opzione di acquisto alla fine del periodo.^{216 217 218}

1. La banca, in qualità di proprietario del bene, lo affitta al cliente.
2. Il cliente paga alla banca un canone mensile che copre sia il costo del finanziamento che un margine di profitto per la banca.
3. Alla scadenza del contratto, il cliente ha la possibilità di acquistare il bene a costo zero, grazie alla clausola di hiba. Questo meccanismo è conforme ai principi della sharia, in quanto evita il pagamento di interessi diretti (riba) e prevede un trasferimento di proprietà alla fine del contratto.

Il contratto Istisna'a

Il cliente desidera acquistare un bene immobile.

1. La banca finanzia l'acquisto, anticipando i pagamenti al costruttore.
2. Il cliente stipula un contratto di finanziamento con la banca, impegnandosi a rimborsare il capitale e il profitto della banca in rate periodiche.
3. Il costruttore riceve i pagamenti dalla banca in base all'avanzamento dei lavori.
4. Al termine dei lavori, la proprietà del bene viene trasferita al cliente.

Sukuk (o certificati islamici)

I sukuk, a differenza dei titoli di debito tradizionali, sono strumenti finanziari che rappresentano un certificato di proprietà frazionata su un bene reale o un pool di beni. A differenza delle obbligazioni, che rappresentano un debito per l'emittente, i sukuk conferiscono ai loro detentori

²¹⁵ B. KETTELL, Introduction to Islamic banking and finance, John Wiley & Sons, Chichester, 2011

²¹⁶ S.S. BINTAWIM, Performance analysis of Islamic banking: Some evidence from Saudi Arabian banking Sector, in Dissertations Ritsumeikan Asia Pacific University, 2011

²¹⁷ F. ZAFAR. Ijarah contract: a practical dilemma, in Journal of Islamic Accounting and Business Research, 2012

²¹⁸ L.M. ALGAOUD, M.K. LEWIS, Islamic critique of conventional financing, in Handbook of Islamic Banking, 38, 2007

una quota di proprietà proporzionale sull'asset sottostante. Questo asset può essere un immobile, un'infrastruttura, una commodity o persino un'impresa. L'acquisto di un sukuk (o la vendita) comporta l'acquisizione (o la cessione) di un diritto reale di godimento e disposizione su una quota del bene sottostante, con la conseguente assunzione dei rischi inerenti alla sua natura.²¹⁹

220 221

Tabella 6 elaborazione dati Mukit, Mohammad Mushfiqul Haque, Aishath Muneeza, and Andrea Paltrinieri. "Contributions of Professor M. Kabir Hassan to the Islamic finance literature: a bibliometric study." 2021, <https://islamicmarkets.com/education/shariah-supervisory-board> data visione 08/10/2024

Caratteristica	Finanza Islamica	Finanza Tradizionale
Base filosofica	Basata sui principi della Sharia, vieta pratiche come l'usura e l'investimento in settori considerati immorali.	Basata sui principi del mercato libero, con l'obiettivo di massimizzare il profitto.
Strumenti finanziari, relazione investitore-impresa	Mubaraha; Ijarah; istisna'a; sukuk. Si basano sulla condivisione dei rischi e dei profitti, piuttosto che sull'interesse.	Azioni, obbligazioni, prestiti bancari. Prevedono un premio sulla base del rischio del progetto e al tempo di rimborso. Obiettivo di massimizzare il ritorno sull'investimento.
Attività finanziate	Progetti che generano un beneficio reale e tangibile, evitando settori come l'alcol, il gioco d'azzardo.	Ampia gamma di attività, inclusi settori considerati controversi dalla finanza islamica.
Governance	Spesso richiede una governance più trasparente in base alle leggi della Shari'ah. Shari'ah Supervisory Board, esistono di vari tipi e hanno il compito di garantire che tutte le attività siano conformi ai principi islamici	Meno vincoli di trasparenza. Il potere della governance è in mano al Consiglio di amministrazione.

²¹⁹ P. BIANCONE, M. RADWAN, Sharia-Compliant financing for public utility infrastructure, Utilities Policy, 2018

²²⁰ MT. USMANI. Sukuk and their contemporary applications. In: Translated from the original Arabic by Sheikh Yusuf Talal DeLorenzo, AAOIFI Shari'a Council meeting, Saudi Arabia, 2007

²²¹ <https://islamicmarkets.com/education/shariah-supervisory-board> data visione 08/10/2024

3.9 Crowdfunding applicato alla finanza islamica

Mentre l'imprenditorialità nelle società occidentali è spesso spinta dal puro profitto, gli imprenditori musulmani, pur perseguendo il guadagno, vedono nell'attività commerciale un mezzo per avvicinarsi ad Allah. L'Ibadah, ovvero l'atto di adorazione, è intrinsecamente legato all'imprenditoria islamica.²²² La convinzione che le azioni umane abbiano delle conseguenze divine, sia positive che negative, innesca un meccanismo motivazionale profondo, spingendo gli individui ad agire in modo etico sia per il proprio interesse spirituale che per il bene della comunità. Il crowdfunding islamico rappresenta un modello di finanziamento alternativo che, in linea con i principi della Sharia, consente di mobilitare risorse finanziarie per progetti con un impatto sociale positivo, soddisfacendo al contempo le aspettative di rendimento degli investitori. Il crowdfunding è un modello di business che, attraverso l'utilizzo di piattaforme digitali, facilita la raccolta di capitale da una moltitudine di piccoli investitori, superando le intermediazioni tipiche dei sistemi finanziari tradizionali.^{223 224}

Nel 2010, il crowdfunding a livello mondiale era un fenomeno di nicchia, con un volume d'affari globale relativamente contenuto. Tuttavia, nel giro di cinque anni, grazie all'innovazione tecnologica e alla crescente fiducia dei consumatori, il settore ha sperimentato una crescita vertiginosa, raggiungendo nel 2015 la cifra record di 34,4 miliardi di dollari.²²⁵

Mentre il crowdfunding è noto per fornire un'iniezione di capitale a nuove imprese, i suoi benefici vanno ben oltre il semplice finanziamento. Oltre a risolvere problemi di liquidità, questa pratica innovativa offre alle startup una serie di vantaggi strategici:^{226 227 228}

²²² Mukit, Mohammad Mushfiqul Haque, Aishath Muneeza, and Andrea Paltrinieri. "Contributions of Professor M. Kabir Hassan to the Islamic finance literature: a bibliometric study." *Jurnal Ekonomi Malaysia* 55.3, 2021

²²³ World Bank. Islamic Development Bank. & Islamic Research and Training Institute. *Leveraging Islamic finance for small, 2015*

and medium enterprises. Joint WB-IDB policy report. World Bank Global Islamic Finance Development Center. Istanbul

²²⁴ Consob, Consob - Equity crowdfunding - EDUCAZIONE FINANZIARIA - CONSOB data visione 09/09/2024

²²⁵ Massolution, *The crowdfunding industry report*. Massolution, 2015

²²⁶ D. Harhoff, K.R. Lakhani (Eds.), *Revolutionizing innovation: Users, communities, and open innovation*, MIT Press, Cambridge, 2016

²²⁷ E. Mollick, *The dynamics of crowdfunding: An exploratory study*, *Journal of Business Venturing*, 2014

²²⁸ J. Prpić, P.P. Shukla, J.H. Kietzmann, I.P. McCarthy, *How to work a crowd: Developing crowd capital through crowdsourcing*, *Business Horizons*, 2015

- Validazione dell'idea: Il crowdfunding permette di testare la fattibilità di un'idea imprenditoriale, ricevendo feedback diretti dai potenziali clienti e verificando la reale domanda di mercato.
- Perfezionamento del prodotto: Attraverso l'interazione con i sostenitori, è possibile affinare le caratteristiche del prodotto o servizio, allineandolo meglio alle esigenze del mercato.
- Creazione di una community: Il crowdfunding favorisce la creazione di una base di clienti fedeli e coinvolti, che possono diventare i primi promotori del prodotto o servizio.
- Marketing a basso costo: Le campagne di crowdfunding rappresentano un'opportunità unica per promuovere il brand e generare visibilità a costi contenuti.
- Accesso a un canale di vendita diretto: I sostenitori diventano i primi clienti, creando una pipeline di vendita già attiva al lancio del prodotto.

Grafico 17 elaborazione dati propria, Tipi di Crowdfunding



Il crowdfunding si presenta come una valida alternativa per le startup alla ricerca di finanziamenti. Tuttavia, le modalità di raccolta fondi possono variare significativamente in base al tipo di incentivi offerti ai sostenitori. ²²⁹

²²⁹ Wahjono, Sentot Imam, et al. "Islamic crowdfunding: A comparative analytical study on halal financing.", 2017

Donation crowdfunding

Nel regno del crowdfunding di donazioni, i fondatori cercano supporto finanziario da una folla senza offrire ricompense tangibili. Questo modello è simile a una sovvenzione, in cui i donatori contribuiscono a una causa specifica senza aspettarsi un ritorno diretto sull'investimento. Nonostante l'assenza di benefici tangibili, il crowdfunding di donazioni rimane una scelta popolare, in particolare per progetti con obiettivi di finanziamento più piccoli. Secondo un report pubblicato da Massolutions, costituisce il secondo volume di finanziamenti più grande a livello globale.²³⁰

Esempi di piattaforme di Donation crowdfunding:

GoFundMe: La piattaforma più grande al mondo, utilizzata anche per cause personali.²³¹

Eppela: Focalizzata su progetti creativi e culturali.²³²

Lending crowdfunding

Il crowdfunding di prestiti, spesso definito crowdfunding peer-to-business (P2B) o peer-to-peer (P2P), comporta la raccolta di fondi con l'aspettativa di rimborso. Questo modello è il più importante in termini di volume di finanziamento e comprende tre strutture principali:²³³

1. Pre-vendita: i sostenitori acquistano in anticipo quello che riceveranno in futuro, contribuendo così a finanziare la produzione o lo sviluppo del progetto. Ci possono essere sconti o accessi anticipati al prodotto o al servizio.
2. Prestito tradizionale: i prestiti vengono rimborsati con tassi di interesse predeterminati.
3. Prestiti condonabili: il rimborso è subordinato al successo del progetto.

La valutazione del rischio è fondamentale nel crowdfunding di prestiti. Sia le piattaforme che i valutatori terzi valutano il rischio del progetto, consentendo ai finanziatori di prendere decisioni informate.

²³⁰ [2015 Massolution Report Released: Crowdfunding Market Grows 167% in 2014, Crowdfunding Platforms Raise \\$16.2 Billion | National Crowdfunding & Fintech Association of Canada \(ncfacanada.org\)](#) data visione 09/09/2024

²³¹ [GoFundMe | La piattaforma n. 1 per il crowdfunding e le raccolte fondi](#) data visione 09/09/2024

²³² [Eppela: con il crowdfunding il futuro si fa in tanti](#) data visione 09/09/2024

²³³ [NCFA Canada - Crowdfunding | National Crowdfunding & Fintech Association of Canada](#) data visione 09/09/2024

Un esempio di piattaforma di Lending crowdfunding è rappresentato da Kickstarter è una piattaforma online dove chiunque può raccogliere fondi per realizzare idee creative. ²³⁴

Equity Crowdfunding

L'equity crowdfunding, noto anche come investment crowdfunding, prevede la raccolta di fondi in cambio di una quota di proprietà dell'impresa. Questo modello ha assistito a una rapida crescita, con valori medi delle campagne di raccolta fondi sempre più elevati. ²³⁵

Esempi di piattaforme di equity crowdfunding:

CrowdFundMe: Una delle piattaforme più popolari in Italia. ²³⁶

Seedrs: Una delle piattaforme leader in Europa. ²³⁷

Wefunder: Una piattaforma statunitense focalizzata sulle startup in fase iniziale. ²³⁸

Il crowdfunding, in particolare nella sua forma basata sui prestiti, si adatta particolarmente bene ai principi islamici. ²³⁹ Esso stimola la nascita di nuove imprese e agevola l'ingresso di queste ultime nei mercati regolamentati, in particolare nei settori tecnologico e sanitario, dove l'offerta nei paesi islamici è attualmente limitata, ampliando così le possibilità di investimento per i gestori di fondi. Si deve sempre tenere a mente la natura e la composizione di questi mercati e i principi della Sharia che li governano.

Sebbene il numero attuale di piattaforme di crowdfunding islamiche sia contenuto, il potenziale di crescita di questo settore è enorme, considerando la vasta domanda di finanziamenti e il mercato relativamente piccolo.

Il rapporto IFSB del 2017 evidenzia un gap significativo tra la domanda di crowdfunding islamico e l'offerta attuale, suggerendo ampi margini di sviluppo per questo settore. Le piattaforme di crowdfunding con sede nei paesi membri dell'OIC (Organisation of Islamic Cooperation) erano sorprendentemente poche, appena 80, e la maggior parte si concentrano su modelli di donazione o ricompensa. Il volume dei finanziamenti appartenenti alla nicchia del

²³⁴ <https://www.kickstarter.com/?lang=it> data visione 09/09/2024

²³⁵ G.K.C. Ahlers, D. Cumming, C. Guenther, D. Schweizer, Signaling in equity crowdfunding Entrepreneurship Theory and Practice, 2015

²³⁶ [Crowdfundme, il portale italiano di crowdinvesting ed equity crowdfunding](#) data visione 09/09/2024

²³⁷ [Invest online in startups via equity crowdfunding | Republic Europe](#) data visione 09/09/2024

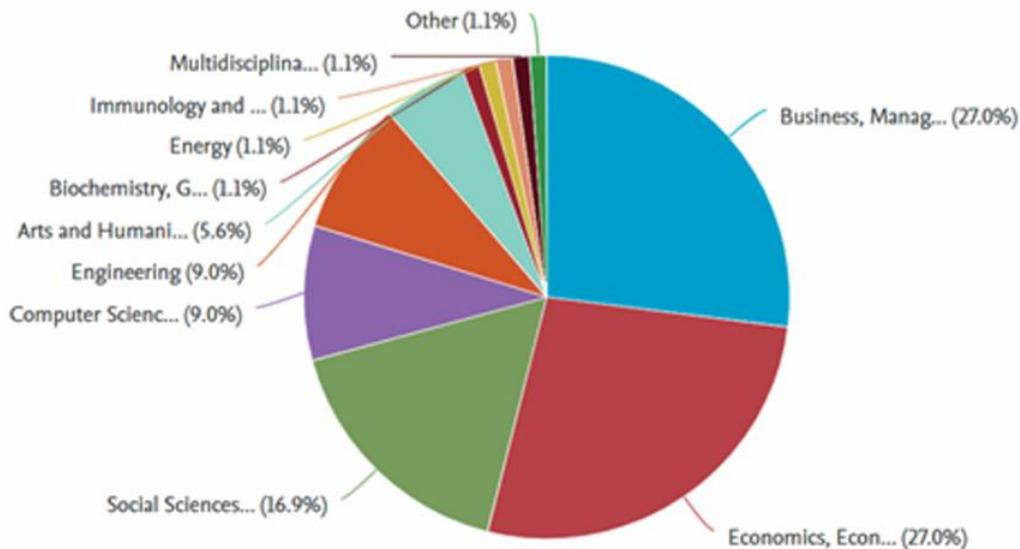
²³⁸ [Investi nei fondatori che creano il futuro | Wefunder, la casa del Community Round](#) data visione 09/09/2024

²³⁹ Boulahbel, Zoubir. "Crowdfunding as an alternative form of Islamic financing for startups and small enterprises." South East Asia Journal of Contemporary Business, 2021

crowdfunding islamico nel 2015 è stimato a soli 30 milioni di dollari, a fronte di 34 miliardi di dollari per il crowdfunding tradizionale. ²⁴⁰

Grafico 18 Crowdfunding: As an Alternative to Islamic Funding ²⁴¹

Documents by subject area



Uno studio condotto da alcuni ricercatori della Facoltà di Economia e Commercio, Universitas Islam Bandung, Bandung, Indonesia e pubblicato su <https://kneopen.com/> nel 2023 ha evidenziato la natura interdisciplinare degli studi sul crowdfunding islamico, con una concentrazione significativa nelle aree di 'Business, Management and Accounting', 'Economia, Econometria e Finanza' e 'Scienze sociali'. Molti articoli spaziano tra più categorie, sottolineando la complessità e la rilevanza trasversale del tema. ²⁴²

Nonostante la sua crescente popolarità, il crowdfunding presenta un lato oscuro: le truffe. Diverse storie hanno dimostrato come alcuni progetti, presentati come innovative iniziative imprenditoriali, si sono rivelati in realtà delle truffe ben organizzate. ²⁴³

²⁴⁰ Sidlo, Katarzyna. "Islamic finance 2017: State of the art and outlook for the future.", 2017

²⁴¹ Pratiwi, R.E., Meirani, N. and ., K. 2023. Crowdfunding: As an Alternative to Islamic Funding. KnE Social Sciences, figure 4 pag. 114, 2023

²⁴² Pratiwi, Rizka Estisia, et al. "Crowdfunding: As an Alternative to Islamic Funding." Journal of Business Studies and Management Review, 2023

²⁴³ Saiti, Burhan, Muhammad Hamal Musito, and Ensari Yucel. "Islamic crowdfunding: Fundamentals, developments and challenges." Islamic Quarterly, 2018

- Ascenergy (USA): Questa società petrolifera e del gas ha raccolto milioni di dollari su piattaforme di crowdfunding, promettendo grandi guadagni agli investitori. In realtà, gran parte dei fondi raccolti è stata utilizzata per scopi personali dai fondatori.²⁴⁴
- Skully (USA): Un'altra start-up, questa volta nel settore della tecnologia indossabile, ha raccolto diversi milioni di dollari promettendo un casco da motociclista innovativo. Anche in questo caso, i fondi sono stati utilizzati in modo improprio, portando l'azienda alla bancarotta.²⁴⁵

Tuttavia, poiché la Sharia riguarda la prevenzione piuttosto che la cura, al fine di tutelare gli investitori da potenziali frodi nel settore del crowdfunding, le piattaforme di raccolta fondi collettiva dovrebbero sottoporre a scrupolosi controlli le iniziative proposte sui propri siti web. Le autorità di vigilanza potrebbero introdurre un quadro normativo specifico per il crowdfunding, prevedendo verifiche periodiche delle campagne rivolte al pubblico. Inoltre, le piattaforme potrebbero adottare procedure di valutazione più stringenti, o avvalersi di sistemi di scoring creditizio dedicati al settore fintech, per prevenire attività fraudolente.²⁴⁶

Uno studio pubblicato sul *International Journal of Business and Social Science* nel 2014 mostra l'impatto del finanziamento islamico e convenzionale sulla performance di aziende industriali giordane dal 2001 al 2010. I risultati indicano che le aziende che utilizzano il finanziamento islamico tendono a ottenere risultati finanziari migliori in termini di redditività, liquidità e gestione del rischio rispetto a quelle che utilizzano il finanziamento convenzionale. Le aziende con finanziamento islamico hanno registrato rendimenti sulle attività e sul capitale proprio superiori, indicando una maggiore efficienza nell'utilizzo delle risorse. Inoltre, hanno ottenuto profitti più elevati dopo aver dedotto i costi di finanziamento. Inoltre le aziende con finanziamento islamico hanno mostrato una maggiore capacità di far fronte alle proprie obbligazioni a breve termine e un tasso di rotazione delle scorte più elevato. La risposta delle migliori performance la si può trovare nel livello di indebitamento. Le aziende con finanziamento islamico hanno generalmente un livello di indebitamento inferiore e un rapporto debito/attività più basso, suggerendo una gestione del rischio più prudente e un efficientamento migliore delle proprie risorse nella gestione operativa. Come già sottolineato nei precedenti paragrafi, una possibile risposta sono le procedure di screening derivanti dall'adozione delle

²⁴⁴ [Whatever Happened To The Ascenergy Crowdfunding Fraud Case? | Crowdfund Insider](#) data visione 09/09/2024

²⁴⁵ [Skully smart helmet firm founders smacked with fraud lawsuit | ZDNET](#) data visione 09/09/2024

²⁴⁶ Paschen, Jeannette. "Choose wisely: Crowdfunding through the stages of the startup life cycle." *Business horizons* 60.2, 2017

leggi della Sharia, esse fanno sì che i finanziamenti vadano in progetti con migliori probabilità di successo.

Capitolo 4

4. Introduzione alla ricerca

Negli ultimi anni, il fenomeno delle start-up ha rivoluzionato il panorama economico globale, introducendo innovazioni e nuovi modelli di business. Questo dinamismo è alimentato da ingenti flussi di capitali che sostengono la crescita e lo sviluppo di queste giovani imprese. Tra le diverse fonti di finanziamento, come analizzato nel precedente capitolo il debito riveste un ruolo cruciale, fornendo alle start-up le risorse necessarie per espandere le proprie attività e raggiungere obiettivi ambiziosi. Una comprensione approfondita dell'impatto dei finanziamenti ottenuti sulle performance è fondamentale per gli imprenditori, gli investitori e i policymaker.

4.1 Obiettivo della ricerca

Questa ricerca si propone di analizzare la relazione tra le forme di finanziamento ricevute a supporto dell'attività e le performance economiche di un campione di start-up che hanno concluso con successo una Initial Public Offering (IPO) nel periodo compreso tra il 2019 e il 2021. In particolare, l'obiettivo è comprendere se esistono dei trend sulla redditività delle start-up nei primi anni post IPO, misurata attraverso indicatori finanziari tradizionali. Si cerca inoltre di esplorare se il rapido sviluppo e la natura spesso confusionaria con cui alcune start-up emergono e si espandono, specialmente nei settori più dinamici e innovativi, possano influenzare la loro struttura di capitale e, conseguentemente, le loro performance economiche. Utilizzando un approccio quantitativo, verranno raccolti dati sulle variabili di interesse, tra cui grandezze reddituali, variabili relative alle fonti di finanziamento e altri indicatori finanziari rilevanti. Successivamente, verranno applicate tecniche statistiche appropriate per valutare la relazione tra le variabili e testare le ipotesi formulate.

4.2 Metodologia sulla raccolta dei dati del campione

Per condurre l'analisi, è stato selezionato un campione di start-up che soddisfano specifici criteri. Sono state incluse aziende fondate tra il 2016 e il 2021 e che hanno effettuato l'IPO tra il 2019 e il 2021. Questo filtro permette di analizzare start-up recenti che abbiano con la caratteristica comune di una veloce scalabilità tra il momento della creazione e l'entrata in borsa. Un'ulteriore caratteristica è che sono state considerate esclusivamente start-up che hanno completato almeno due round di finanziamento (Serie B). Questi criteri assicurano che il campione sia composto da aziende giovani, però con una storia finanziaria sufficientemente dettagliata per l'analisi. È stato inoltre fissato un limite minimo di 1 milione di dollari per l'importo totale dei finanziamenti ricevuti, al fine di focalizzare l'analisi su start-up con un potenziale di crescita significativo.

Il sito da su cui si è estrapolato il campione è tracxn.com²⁴⁷, questa piattaforma è un punto di riferimento per l'ecosistema dell'innovazione, connettendo investitori, imprenditori, aziende e istituzioni. Fornisce servizi di market intelligence, networking, mentoring e formazione. I dati finanziari sono stati presi da un'unica fonte in modo tale da avere dati coerenti. La piattaforma utilizzata è Yahoo Finance²⁴⁸, essa è un sito completo che offre una vasta gamma di strumenti e risorse: dalla consultazione di quotazioni in tempo reale all'analisi approfondita dei mercati, dai dati di bilancio alle ultime notizie economiche.

Il database fornito Tracxn.com è composto da 183 imprese, su ognuna si è potuto ricavare:

1. Nome azienda
2. Stock Ticker
3. Overview: una panoramica sintetica sul business dell'azienda
4. Anno di creazione
5. Città di creazione
6. Stato di creazione
7. Descrizione compagnia
8. Settore
9. Business Models
10. Finanziamenti totali (USD)
11. Ultimo finanziamento (USD)

²⁴⁷ <https://tracxn.com/?redirect=false> data visione 03/10/2024

²⁴⁸ <https://finance.yahoo.com/> data visione 03/10/2024

12. Data ultimo finanziamento
13. Nome Investitori Istituzionali
14. Nome Angel Investors
15. Data IPO (mese, giorno, anno)

Immagine 1 Tracxn

Tracxn		Search Details	
# Table of Contents 1 IPOs 1.1 IPOs 2 Companies Covered 2.1 IPO'd Company Details 3 Platform View 3.1 Current View 4 Disclaimer		Sort Applied Filter Applied	IPO Date New To Old Total Funding is Min: 1,000,000, Max: 1,000,000,000,000 AND Number of funding rounds is Min: 2 AND IPO Date is Min: Jan 01, 2019, Max: Dec 31, 2021 AND Founded Year is one of 2020, 2019, 2018, 2017, 2016, 2021
		View search results on Tracxn	
		Other Details	
		Credits Utilised for This Export 189 Number of Results 189 (From: 1 To: 189) Export Requested By 20051199@studenti.uniupo.it Export Request Date set 20, 2024 Export ID 815800 View My Export History Repeat this export	
<small>** For enquiries concerning this export request, please contact myanalyst@tracxn.com with your Export ID 815800</small>			
<small>Copyright © 2024, Tracxn Technologies Limited. All rights reserved.</small>			

Dalla piattaforma Yahoo Finance si sono ricavati i seguenti dati relativi all'anno 2021, 2022, 2023:

1. Total Revenue
2. Gross Profit
3. Operating Income
4. Net Non Operating Interest Income Expense
5. Net Income
6. EBIT
7. EBITDA
8. Total Assets
9. Total Equity Gross Minority Interest
10. Total Debt
11. Free Cash Flow

Tutti i dati monetari di Yahoo Finance sono stati convertiti in dollari americani (USD). Tutti i dati estratti sono in migliaia.

La tabella seguente mostra il tasso di conversione utilizzato al 03/10/2024.

Tabella 7 Valuta 03/10/2024 elaborazione dati, https://mercati.ilsole24ore.com/strumenti/converti-valute?refresh_ce=1 ²⁴⁹

Valuta 03/10/2024	rispettivo in dollari (USD)
CNY	0,14
JPY	0,0068
Euro	1,1
CAD	0,74
GBP	1,31
SEK	0,097
AUD	0,68
NOK	0,094
KRW	0,00075
DKK	0,15

Si deve sottolineare che non per tutte le aziende è stato possibile ricavare tutti i dati finanziari. Nelle analisi statistiche che vedremo nei prossimi capitoli verrà specificatamente segnalata la dimensione del campione da cui vengono elaborati i dati.

²⁴⁹ https://mercati.ilsole24ore.com/strumenti/converti-valute?refresh_ce=1 data visione 03/10/2024

4.2 Caratteristiche del campione

Il campione presenta 183 aziende innovative riconducibili nella definizione di start-up a livello globale. Esse sono state suddivise per area geografica Europa (EU), Nord America, Asia e Oceania, e Resto del Mondo come segue:

Tabella 8 elaborazione dati propria variabili Area Geografica

Europe	North America	Asia and Oceania	Rest of the World
United Kingdom	United States	China	Uruguay
France	Canada	Japan	India
Sweden		Australia	Israel
Germany		Singapore	Egypt
France		South Korea	
Denmark			
Norway			
Switzerland			

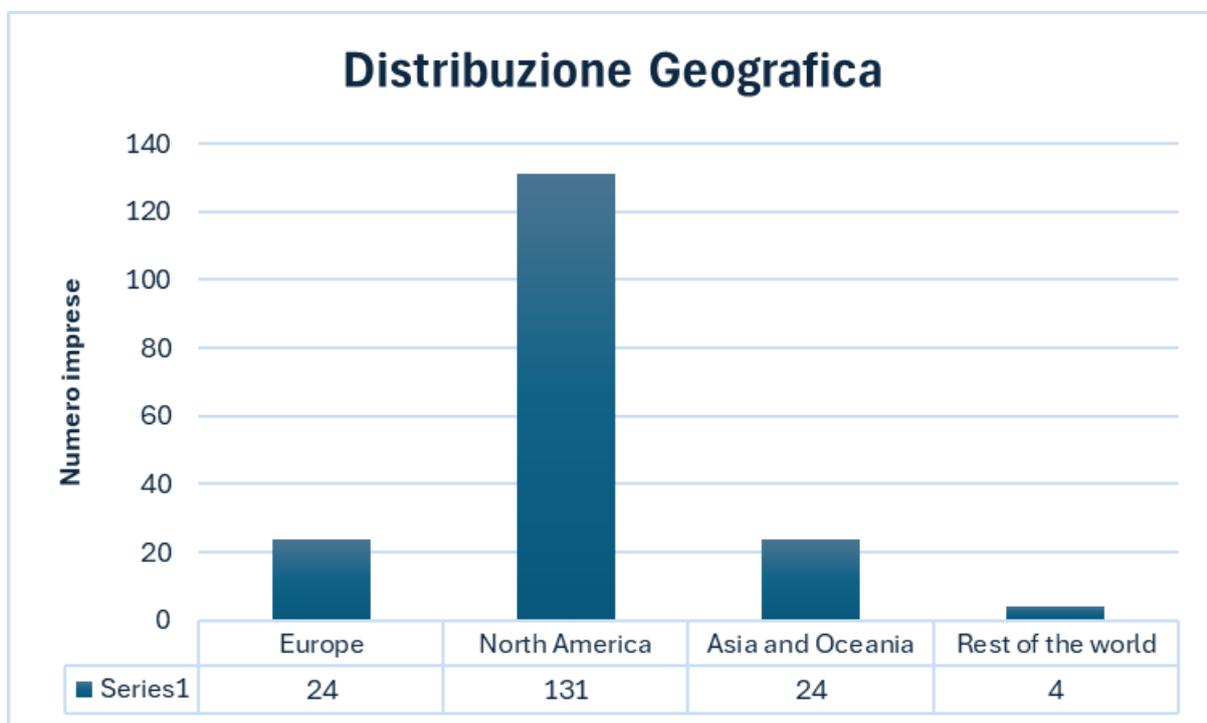
Il grafico a barre seguente mostra la distribuzione geografica del campione di imprese, suddivise per le seguenti regioni.

Dominanza del Nord America: La regione del Nord America presenta il numero più elevato di imprese nel campione, con ben 131 unità. Ciò indica una forte concentrazione di start-up innovative in questa area geografica.

Europa e Asia e Oceania con valori simili: Sia l'Europa che l'Asia e l'Oceania presentano un numero simile di imprese, con 24 unità ciascuna. Questo suggerisce una distribuzione più equilibrata delle attività in queste due regioni, rispetto al Nord America.

Resto del Mondo con una presenza marginale: La categoria "Resto del Mondo" presenta il numero più basso di imprese, con solo 4 unità. Ciò indica una presenza limitata delle attività aziendali in tutte le altre regioni non specificate.

Grafico 20 elaborazione dati propria Distribuzione Geografica



Le business area delle varie imprese si sono raggruppate in 4 macrosettori:

1. Consumer, Industrial, Energy

Il macrosettore Consumer, Industrial, Energy include un'ampia gamma di imprese che operano in aree legate ai beni di consumo, alle tecnologie industriali e all'energia. Questo settore comprende imprese che producono beni per il consumo di massa, come prodotti elettronici, abbigliamento, alimentari confezionati, così come aziende che forniscono soluzioni tecnologiche e infrastrutture per l'industria manifatturiera e per la gestione energetica.

2. Food and Agriculture

Il settore Food and Agriculture si concentra sulle start-up che lavorano per innovare e trasformare l'industria alimentare e agricola. La domanda crescente di cibo sostenibile, tracciabile e prodotto in modo efficiente sta spingendo le imprese a sviluppare tecnologie in grado di affrontare le sfide della sicurezza alimentare e della gestione sostenibile delle risorse.

3. FinTech: finanziario e tecnologico

Il settore FinTech rappresenta l'intersezione tra i servizi finanziari e le tecnologie emergenti. Le start-up in questo settore sviluppano soluzioni che migliorano o rivoluzionano il modo in cui le persone gestiscono il denaro, accedono al credito, effettuano pagamenti o gestiscono i loro investimenti. Molte start-up operano nelle soluzioni basate sulla tecnologia blockchain che stanno rivoluzionando il modo in cui le transazioni finanziarie vengono registrate e gestite, promuovendo maggiore trasparenza e sicurezza.

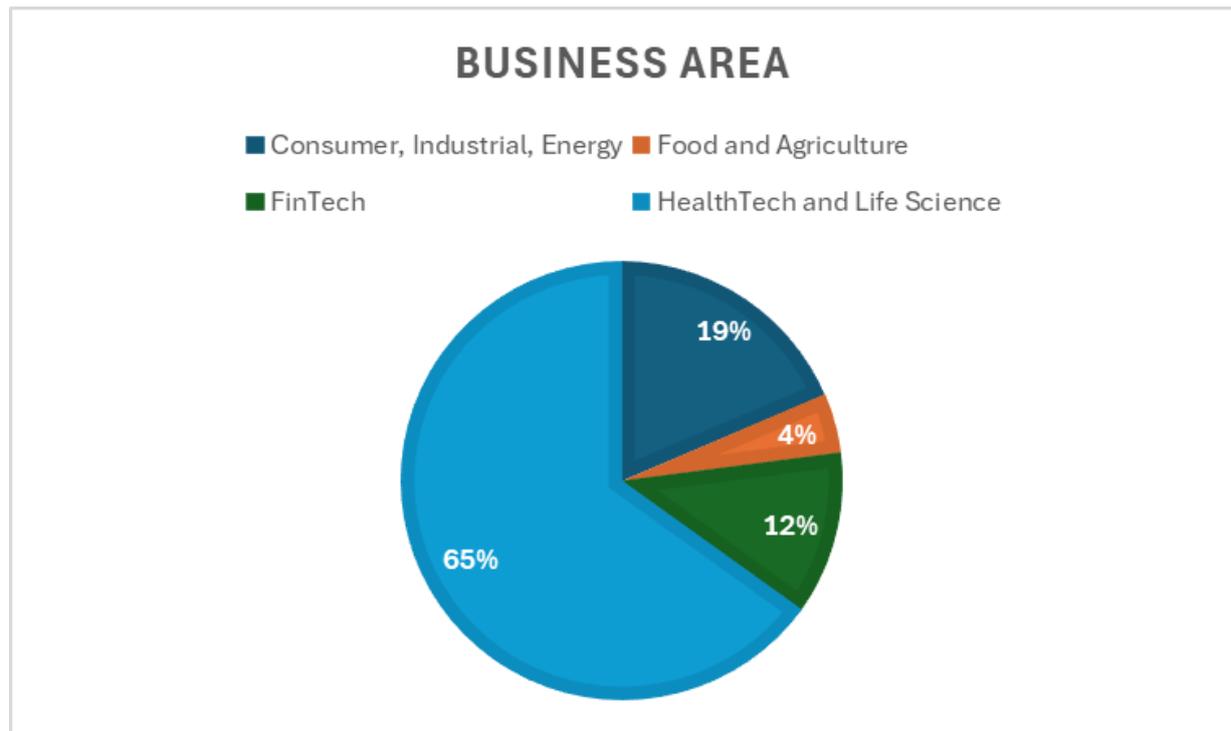
4. HealthTech and Life Science

Il settore HealthTech and Life Sciences è uno dei più complessi e regolamentati, comprendendo start-up che sviluppano tecnologie per migliorare l'assistenza sanitaria, dispositivi medici, biotecnologie e farmaci innovativi. L' HealthTech si occupa anche di applicazioni basate su intelligenza artificiale per la diagnostica, la telemedicina e la gestione dei dati sanitari. Le imprese di HealthTech e Life Sciences richiedono enormi investimenti in ricerca e sviluppo, e affrontano tempi lunghi per ottenere le approvazioni normative necessarie, ma hanno un potenziale enorme di rivoluzionare il modo in cui viene erogata l'assistenza sanitaria e di migliorare la qualità della vita delle persone.

Tabella 9 elaborazione dati propria Settore VS Numero imprese

Settore		Numero imprese
Consumer, Industrial, Energy		34
Food and Agriculture		8
FinTech		22
HealthTech and Life Science		119

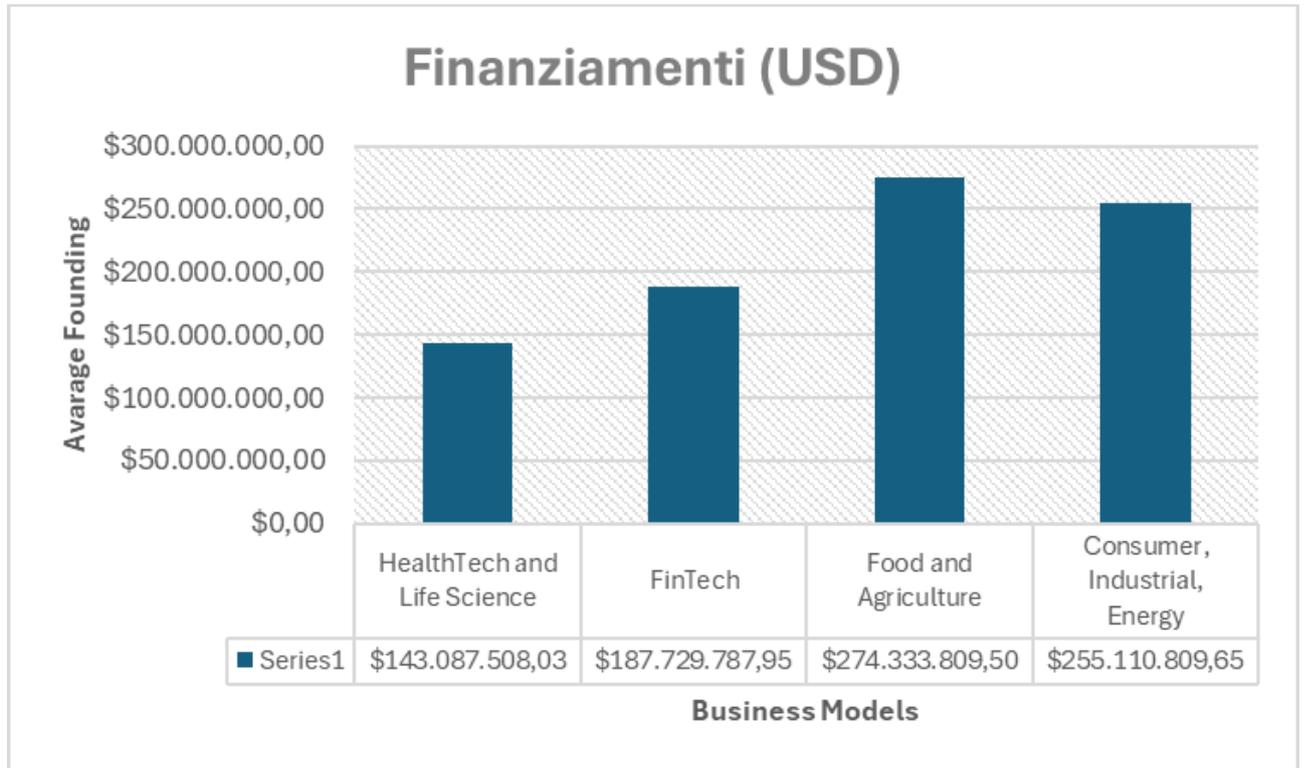
Grafico 21 elaborazione dati propria Business Area



Come si può notare, il settore HealthTech and Life Science è predominante ed occupa il 65% del diagramma a torta. Questo settore è in forte sviluppo grazie a investimenti sempre crescenti, anche se la media, come riportato nel grafico 21, degli investimenti di terze parti nelle 119 imprese è di \$143.087.508, la più bassa rispetto alle altre. Nonostante la media attuale, è probabile che gli investimenti nel settore continueranno a crescere nei prossimi anni, attratti dal potenziale di crescita e dalle nuove opportunità offerte dalle tecnologie emergenti. Food and Agriculture è il settore con il minor numero di IPO, con 8 aziende. Sebbene essenziale, questo

settore potrebbe aver visto meno offerte pubbliche iniziali rispetto agli altri, forse a causa della natura più tradizionale delle aziende in questo campo.

Grafico 21 elaborazione dati propria Finanziamenti



Come evidenziato nel grafico 21, i settori Food and Agriculture e Consumer, Industrial, Energy ricevono i finanziamenti più elevati. Una possibile spiegazione risiede nell'alto costo dei beni necessari per avviare e sostenere un'azienda in questi settori. Le imprese che operano in ambiti legati all'energia, all'agricoltura e ai beni di consumo spesso devono affrontare significativi investimenti iniziali in infrastrutture, attrezzature e materie prime.

Il grafico 22 mostra l'anno di fondazione e il numero di imprese che sono riuscite a completare l'IPO tra il 2019 e il 2021. Si osserva da una elaborazione fatta che il tempo medio tra la creazione di una start-up e la quotazione in borsa è di circa 3 anni. Dall'analisi del grafico emerge che con il passare del tempo dalla fondazione dell'impresa, aumentano le probabilità di raggiungere la quotazione. Questo può essere attribuito al fatto che le start-up più mature tendono a consolidare meglio il loro modello di business e ad attrarre investimenti necessari per affrontare un processo complesso come l'IPO.

Grafico 22 elaborazione dati propria Founded Year

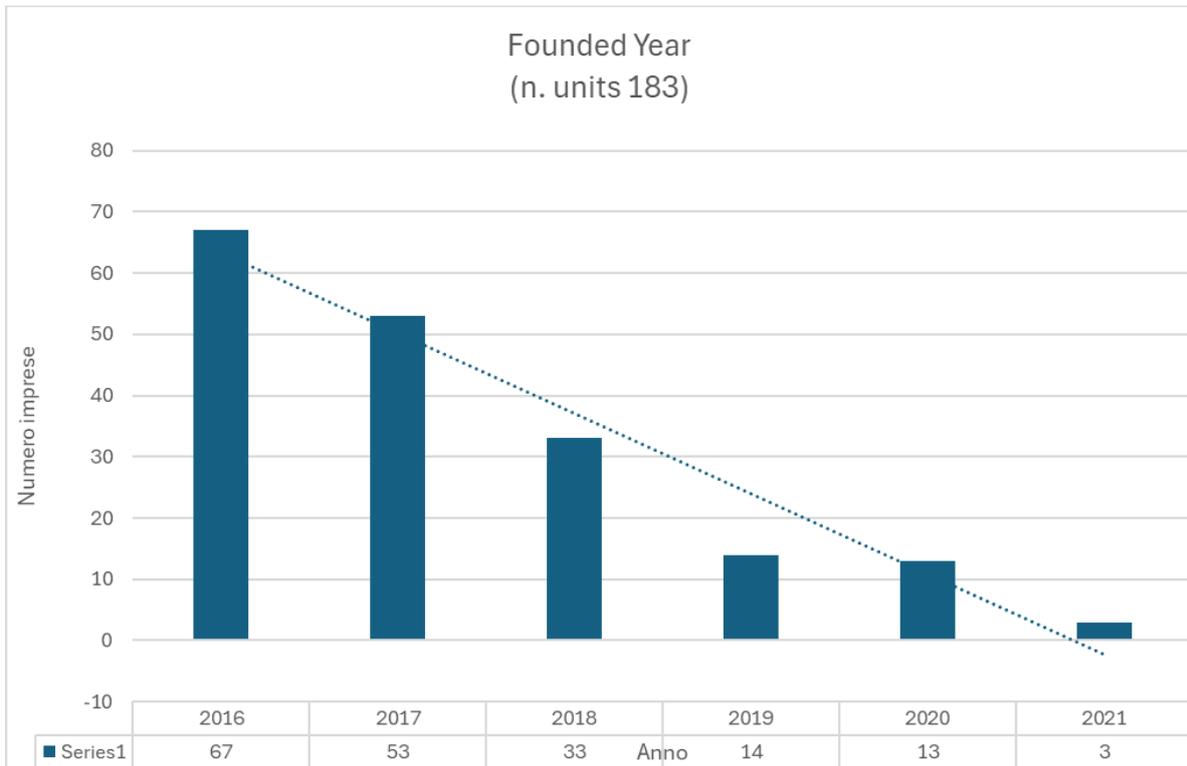
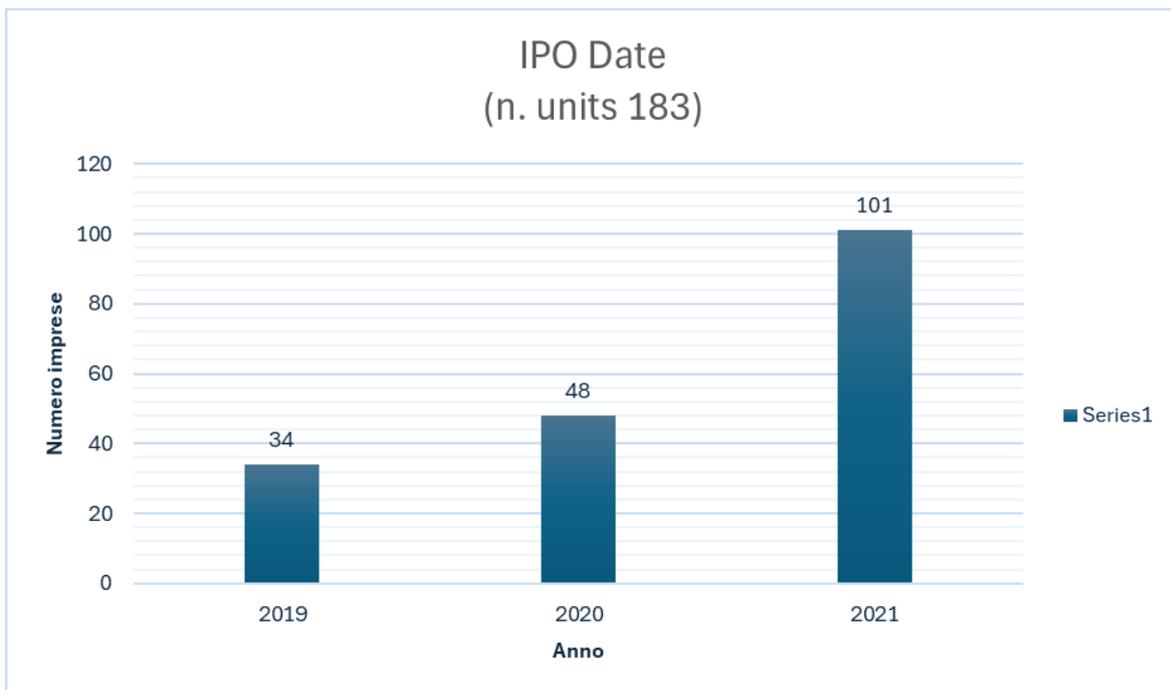


Grafico 23 elaborazione dati propria IPO Date



Nella tabella 10 seguente, che analizza un campione di 171 imprese, si rileva che il numero medio di investitori istituzionali per impresa è di circa 10,70. Al contrario, solo 18 delle 171 imprese contavano sulla presenza di investitori Angel, con una media di 2,17 investitori Angel per start-up. Questi dati suggeriscono un'importante distinzione nelle strategie di finanziamento adottate dalle imprese e nel ruolo che gli investitori istituzionali e gli investitori Angel svolgono in diverse fasi del ciclo di vita delle start-up.

Gli investitori istituzionali, che includono fondi di venture capital, banche e altre entità finanziarie con risorse sostanziali, sembrano essere una fonte primaria di capitale per la maggior parte delle imprese, indicando una maggiore predisposizione a sostenere start-up con prospettive di crescita consolidate

Al contrario, la limitata presenza di investitori Angel, solo in 18 imprese del campione, indica che questi ultimi sono meno propensi a investire in più start-up diverse ma a selezionarne poche e a seguirle per l'intero ciclo vita. nelle prime fasi del ciclo di vita.

Gli investitori Angel restano cruciali nelle prime fasi, ma è evidente che per affrontare sfide più grandi, come l'espansione o l'IPO, le start-up necessitano del supporto di investitori istituzionali, che possono fornire maggiori risorse e una visione strategica a lungo termine.

Tabella 10 elaborazione dati propria Institutional Investors VS Angel Investors

Numero Institutional Investors	171
Media Institutional Investors	10,70
Numero Angel Investors	18
Media Angel Investors	2,17

Quando si esamina il sottoinsieme di imprese che hanno sia investitori istituzionali che investitori Angel, si osserva che il numero totale di queste aziende si riduce a 18 (tabella 11). Tuttavia, in queste imprese, la media di investitori istituzionali è significativamente più alta, pari a circa 15,45 per impresa, rispetto alla media di 10,70 per le aziende che non contano sulla presenza di un Angel Investor. Questo dato suggerisce che la combinazione di investitori Angel e istituzionali crea una sinergia che rende le start-up più attraenti per ulteriori investimenti

istituzionali. L'aumento del numero di investitori istituzionali nelle imprese con investitori Angel può essere interpretato come un segnale di maggiore fiducia e potenziale di crescita. In questo contesto, le start-up che ricevono investimenti da entrambe le categorie di investitori potrebbero avere una marcia in più. Da un lato, beneficiano dell'esperienza e della flessibilità degli Angel Investors nelle prime fasi critiche del loro sviluppo; dall'altro, con l'ingresso di investitori istituzionali, ottengono un accesso a risorse molto più ingenti e a una rete di supporto che può accelerare ulteriormente la crescita. Un'altra spiegazione plausibile è che gli Angel Investors potrebbero contribuire a ridurre il rischio percepito dai potenziali investitori istituzionali. La loro conoscenza approfondita del settore e la loro esperienza nel selezionare start-up con alto potenziale possono agire come una garanzia non solo finanziaria, ma anche operativa.

Tabella 11 elaborazione dati propria Institutional Investors e Angel Investors

Numero Institutional Investors e Angel Investors	18
Media Institutional Investors	15,45
Media Angel Investors	2,17

Come si osserva dalla tabella seguente (tabella 12), che analizza un campione di 171 imprese, il settore HealthTech e Life Sciences è quello che attrae il maggior numero di Angel Investors. Questa forte presenza di finanziatori può essere spiegata dalla complessità associata alla creazione e allo sviluppo di aziende innovative in questo settore che richiedono competenze altamente specializzate e tempi di sviluppo più lunghi rispetto ad altri settori. Di conseguenza, queste start-up richiedono un flusso costante di capitale per sostenere i costi operativi e la ricerca, soprattutto nelle fasi in cui il prodotto o il servizio non è ancora commercializzato. La forte presenza di Angel Investors nel settore HealthTech e Life Sciences può essere attribuita alla natura visionaria e alla componente di alto rischio di queste start-up. Se un dispositivo medico o un farmaco innovativo riesce a superare con successo tutte le fasi di sviluppo e a ottenere l'approvazione normativa, le prospettive di mercato possono essere enormi, data la crescente domanda globale di soluzioni sanitarie innovative. Questo rende il settore

particolarmente attraente per gli investitori disposti a sostenere rischi elevati in cambio di potenziali guadagni notevoli.

Tabella 12 elaborazione dati propria Business Models Investors

Business Models	Media Institutional Investors	Media Angel Investors
Consumer, Industrial, Energy	21,75	1,50
Food and Agriculture	7,5	1,50
FinTech	11,75	2,25
HealthTech and Life Science	16,125	2,63

Il settore Consumer, Industrial, Energy ha il maggior numero di investitori istituzionali mediamente coinvolti (21,75), suggerendo che queste aziende attraggono più investimenti strutturati e da parte di grandi fondi o istituzioni. Tuttavia, la media relativamente bassa di Angel Investors suggerisce che le aziende in questo settore sono meno attrattive dal lato rischio/rendimento.

Il settore Food and Agriculture ha il numero più basso di Institutional Investors, indicando un minore interesse da parte dei grandi fondi rispetto ad altri settori. Il basso numero di Angel Investors è in linea con il settore precedente, suggerendo che le aziende in questo campo potrebbero fare affidamento su fonti di finanziamento alternative o su partnership strategiche.

Il settore FinTech mostra un buon equilibrio tra investitori istituzionali e Angel. Questo dato riflette probabilmente la natura altamente innovativa e in rapida crescita del settore, che attrae investimenti sia da attori tradizionali (istituzionali) che da angel investors alla ricerca di startup con alto potenziale di crescita.

4.3 Analisi dei dati

L'analisi dei dati è stata strutturata in quattro sottocategorie, ognuna delle quali si focalizza su un aspetto specifico del campione studiato:

1. Analisi del campione totale

Questa parte dell'analisi si concentra sull'intero insieme di dati, esaminando le tendenze generali che emergono senza suddividere il campione in sottogruppi. L'obiettivo è fornire una panoramica generale delle tendenze principali. Si analizzerà l'esistenza di una correlazione tra Total Founding e Institutional Investors, un confronto tra i finanziamenti ricevuti dalla start-up e la sua data di fondazione, le performance reddituali.

2. Analisi settoriale

Qui i dati vengono segmentati in base ai diversi settori (HealthTech and Life Science, FinTech, settori Food and Agriculture e Consumer, Industrial, Energy) e studiate le performance in base ai dati ricavati dalla piattaforma Yahoo Finance.

3. Analisi geografica: North America vs World:

Questa parte dell'analisi si concentra sulle differenze geografiche, suddividendo il campione tra North America (Stati Uniti e Canada) e Resto del mondo. Le variabili Europe, Asia, Oceania e Rest of the World sono state aggregate nella categoria "mondo" per semplificare l'analisi e focalizzarsi su un confronto chiaro tra Nord America e il Resto del mondo. Questo consente di vedere se ci sono differenze sostanziali nelle tendenze di investimento, nel numero di IPO e nelle dinamiche di mercato tra queste due macro-regioni. Questa scelta riflette l'intenzione di identificare eventuali differenze rilevanti tra il mercato delle IPO nordamericano, che è spesso un leader a livello globale, e il resto del mercato mondiale.

4. Analisi Institutional Investors vs Angel Investors:

In questa sottocategoria, si analizzano le differenze di performance tra i tipi di investitori coinvolti, cioè gli investitori istituzionali (fondi di investimento, fondi pensione, banche, ecc.)

e gli Angel Investors. L'obiettivo è comprendere quale tipo di investitore influenza più positivamente lo sviluppo delle aziende.

4.3.1 Campione totale finanziamenti ricevuti VS numero di investitori istituzionali coinvolti

Il primo studio condotto (grafico 23) si focalizza sull'analisi della relazione tra i finanziamenti ricevuti dalle imprese e il numero di investitori istituzionali coinvolti. L'obiettivo principale è comprendere se esista una correlazione significativa tra il volume dei finanziamenti e la partecipazione di investitori istituzionali.

Ogni impresa analizzata deve avere almeno un investitore istituzionale coinvolto. Questo criterio garantisce che l'analisi si concentri su aziende che hanno effettivamente attratto l'attenzione di investitori istituzionali, fornendo una base solida per l'esplorazione della relazione tra il volume dei finanziamenti e il numero di tali investitori. Lo studio iniziale è stato condotto su un campione di 171 imprese. Dopo aver applicato diversi modelli di regressione, è emerso che la funzione logaritmica fornisce il miglior adattamento ai dati, con un $R^2 = 0,2901$. Questo significa che il 29% della varianza nel numero di investitori istituzionali può essere spiegato dai finanziamenti ricevuti dalle imprese. Ciò suggerisce che potrebbero esserci altri fattori che influenzano la relazione tra il numero di investitori istituzionali e i finanziamenti ottenuti.

Grafico 23 elaborazione dati propria Total Funding su Istituzionali Investors 171 start-up, con criterio almeno 1 investitore

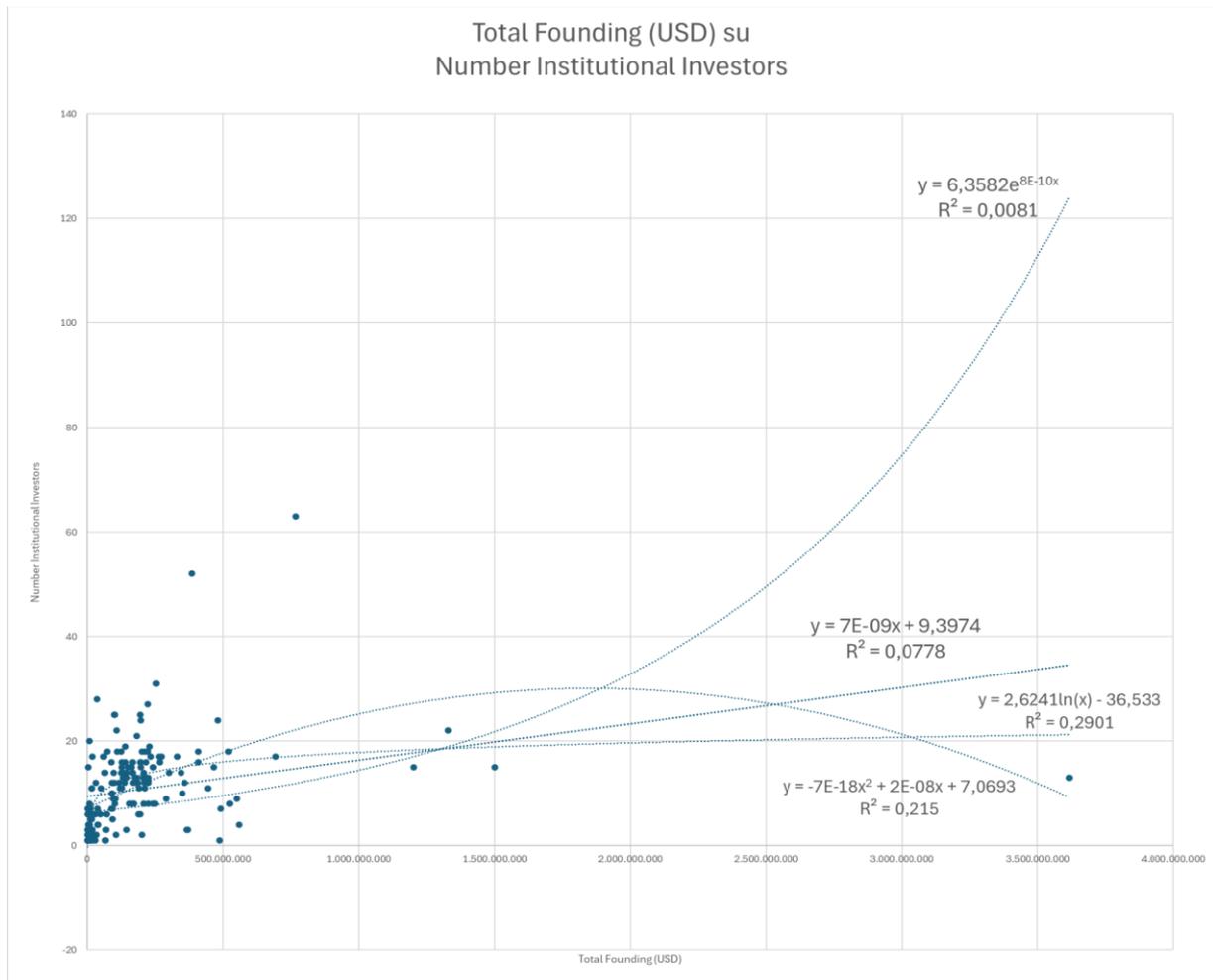


Tabella 13 elaborazione dati Total Funding su Istituzionali Investors

Tipo di funzione	Esponenziale	Lineare	Logaritmica	Polinomiale
Y	$y = 6,3582e8E-10x$	$y = 7E-09x + 9,3974$	$y = 2,6241\ln(x) - 36,533$	$y = -7E-18x^2 + 2E-08x + 7,0693$
R²	$R^2 = 0,0081$	$R^2 = 0,0778$	$R^2 = 0,2901$	$R^2 = 0,215$

Per verificare se la presenza di valori estremi (outliers) (grafico 24) potesse influenzare il modello, è stata effettuata una nuova analisi eliminando circa il 5% degli estremi, riducendo il campione a 156 unità.

Dopo la rimozione degli outliers, il modello logaritmico ha mostrato un leggero miglioramento, con un $R^2 = 0,3035$. Anche il modello polinomiale è stato testato, ottenendo un $R^2 = 0,3078$. Sebbene questi nuovi valori di R^2 siano leggermente superiori, il miglioramento rimane non significativo.

È probabile, tuttavia, che il numero di investitori istituzionali sia influenzato da una serie di altre variabili, come la qualità del management, la natura innovativa dell'impresa, la regione geografica, o le condizioni di mercato. Pertanto, il numero di investitori istituzionali non è semplicemente una funzione del volume di finanziamenti ottenuti. Il fatto che un buon modello sia logaritmico suggerisce una relazione non lineare tra il numero di investitori istituzionali e i finanziamenti ricevuti:

- Crescita iniziale rapida: All'aumentare dei finanziamenti, il numero di investitori istituzionali tende ad aumentare in modo relativamente rapido all'inizio.
- Crescita decrescente: Tuttavia, man mano che i finanziamenti aumentano, il tasso di crescita del numero di investitori istituzionali rallenta, suggerendo che, una volta raggiunto un certo livello di finanziamento, l'incremento di nuovi investitori istituzionali diventa marginale.

Si deve anche sottolineare che comunque la relazione causa-effetto potrebbe anche andare nella direzione opposta, in cui il numero di investitori determina l'ammontare del finanziamento.

Grafico 24 elaborazione dati propria Total Funding su Istituzionali Investors 156 start-up, con criterio almeno 1 investitore, 5% degli estremi eliminati

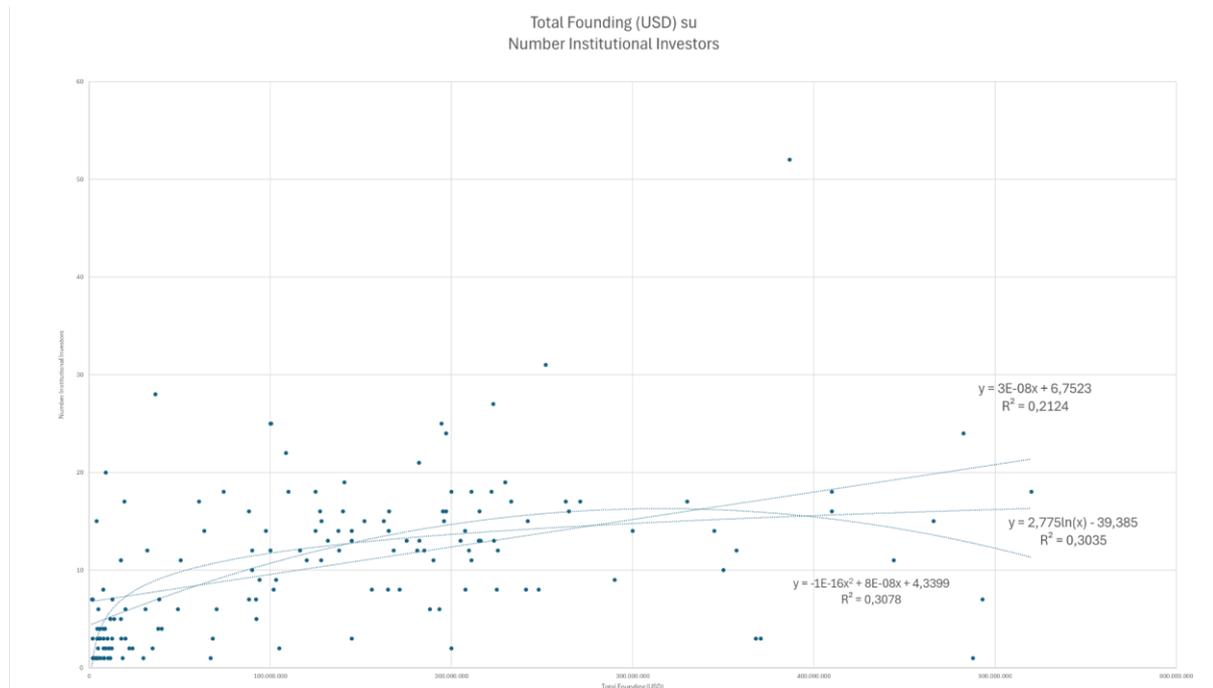


Tabella 14 elaborazione dati Total Funding su Istituzionali Investors 5% degli estremi eliminati

Tipo di funzione	Lineare	Logaritmica	Polinomiale
Y	$y = 3E-08x + 6,7523$	$y = 2,775\ln(x) - 39,385$	$y = -1E-16x^2 + 8E-08x + 4,3399$
R²	$R^2 = 0,2124$	$R^2 = 0,3035$	$R^2 = 0,3078$

4.3.2 Campione totale anno fondazione delle Start-up VS finanziamenti ricevuti

Il secondo punto analizzato si concentra sull'analisi sulla relazione tra l'anno di fondazione delle startup e i finanziamenti ricevuti, evidenziando alcune tendenze chiave rilevanti per comprendere l'evoluzione del mercato delle IPO. Dai grafici elaborati (grafico 22, grafico 25, grafico 26) è possibile osservare diversi aspetti rilevanti:

1. Raccolta di capitali per le imprese fondate negli anni 2016 e 2017:

Dai grafici emerge chiaramente che il 2016 e il 2017 sono stati anni di grande raccolta di capitali, con il 2017 che ha registrato un picco di 12,98 miliardi di dollari in finanziamenti,

superando i 10,80 miliardi di dollari del 2016. Ciò è interessante poiché, nel grafico che mostra il numero di imprese fondate, il 2016 ha visto la nascita di più aziende rispetto al 2017 (67 contro 53). Questo suggerisce che le startup fondate nel 2017 abbiano mediamente ricevuto finanziamenti molto più consistenti, come confermato dal grafico aggiuntivo sui finanziamenti medi, dove le startup del 2017 hanno raccolto in media 244,9 milioni di dollari, il dato più elevato rispetto agli altri anni.

2. Drastico calo dei finanziamenti dal 2018 in poi:

Dopo il 2017, si osserva una riduzione drastica dei finanziamenti complessivi, che scendono a 5,65 miliardi di dollari nel 2018, per poi crollare ulteriormente negli anni successivi: 1,16 miliardi di dollari nel 2019, 1,31 miliardi di dollari nel 2020, e appena 114 milioni di dollari nel 2021. Questo declino può essere in parte spiegato dalla pandemia di COVID-19, che ha rallentato il mercato delle IPO e ridotto il flusso di capitali verso le nuove startup. Inoltre, la pandemia ha avuto un impatto significativo sul settore delle startup, influenzando negativamente la capacità delle nuove imprese di attrarre investimenti istituzionali. Questo viene anche confermato dal grafico 26, in cui la media dei finanziamenti per le imprese fondate nel 2019 è 82 milioni di dollari, nel 2020 di 101 milioni di dollari e nel 2021 di 38 milioni di dollari.

3. Ritardo di 3 anni verso l'IPO:

È stato osservato un ritardo temporale di circa 3 anni tra la fondazione di una startup e la sua eventuale IPO. Ciò potrebbe spiegare perché le aziende fondate nel 2020 e 2021 non hanno ancora raggiunto finanziamenti significativi. Il tempo necessario per attrarre investitori istituzionali e crescere abbastanza per lanciare un'IPO è un fattore determinante. Il basso numero di aziende che hanno ottenuto finanziamenti in questi anni potrebbe essere collegato a questo ritardo strutturale nel ciclo di vita delle startup.

4. Disparità tra il numero di aziende e i finanziamenti medi:

Un aspetto interessante da approfondire è la disparità tra il numero di aziende fondate e i finanziamenti medi ricevuti. Ad esempio, anche se nel 2016 sono state fondate più aziende rispetto al 2017, le startup del 2017 hanno raccolto in media molto di più. Questo potrebbe essere il risultato di fattori esterni, come una maggiore fiducia da parte degli investitori nel 2017 o la presenza di startup particolarmente promettenti che hanno attratto finanziamenti superiori alla media.

In conclusione, il secondo studio mette in luce come il contesto economico e gli eventi globali influenzino il mercato dei capitali, e come il ritardo temporale verso l'IPO e la concentrazione di finanziamenti su aziende selezionate possano influire sulla distribuzione dei finanziamenti.

Grafico 25 elaborazione dati propria Total Funding su Istitutional Investors 183 start-up

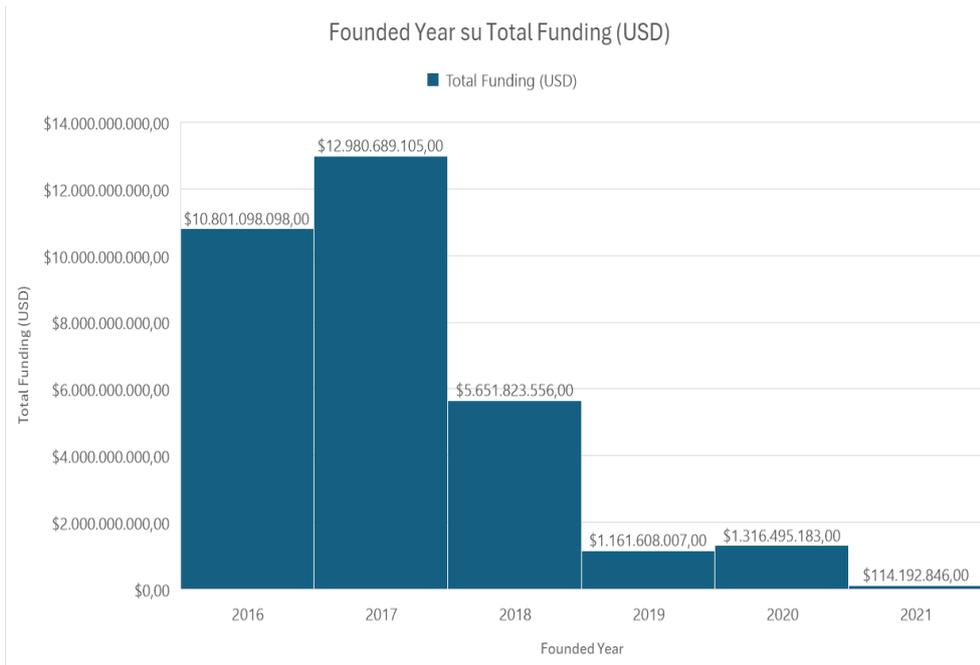
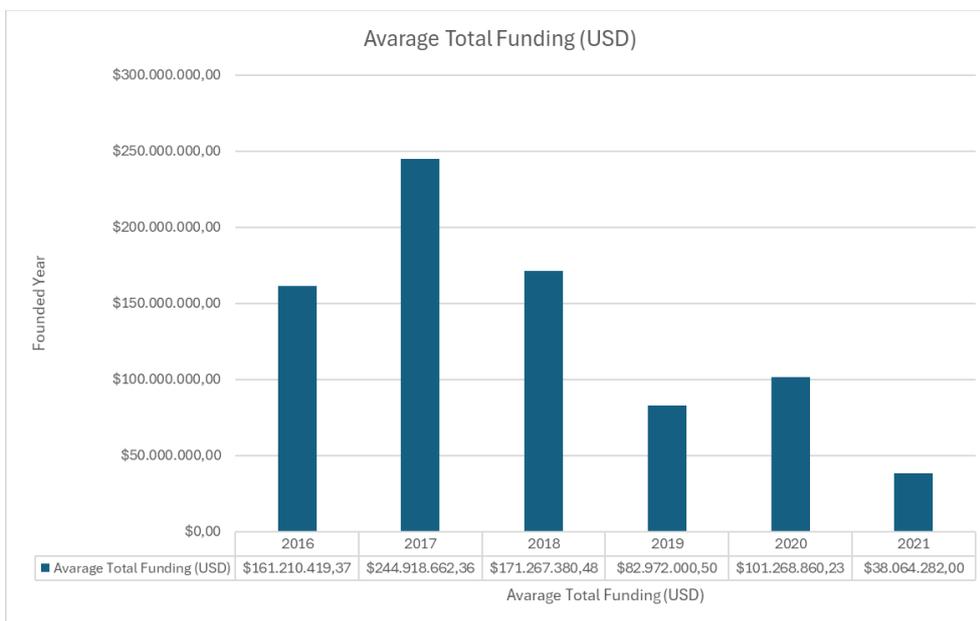


Grafico 26 elaborazione dati propria Avarage Total Funding 183 start-up



4.3.3 Campione totale performance

Tabella 15 elaborazione dati propria campione totale performance

CAMPIONE TOTALE All numbers in thousands	Total Revenue	Operating Income	Net Income	EBIT	EBITDA	Total Debt	Free Cash Flow	ROE (Net Income / Total Equity Gross Minority Interest)	ROI (Operating Income / (Equity + Total Debt)	ROA (Net Non Operating Interest Income Expense / Total Assets)
2021										
Numero campione totale	81	135	136	135	135	109	135	129	103	136
Media	\$ 338.180,32	\$ -61.386,13	\$ -82.421,97	\$ -75.735,56	\$ -67.263,72	\$ 111.665,71	\$ -65.350,72	-256,87%	-54,06%	-39,98%
Deviazione standard	\$ 1.352.557,92	\$ 133.429,42	\$ 203.275,80	\$ 201.429,28	\$ 205.837,76	\$ 360.158,69	\$ 112.318,76	2218,94%	190,40%	56,32%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 115.551,70	\$ -56.181,84	\$ -62.164,41	\$ -59.326,93	\$ -55.260,86	\$ 46.934,33	\$ -55.537,89	-42,99%	-31,39%	-31,88%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 69.491,76	\$ -52.466,97	\$ -55.478,01	\$ -55.456,60	\$ -52.642,39	\$ 28.539,85	\$ -51.272,42	-37,05%	-28,64%	-28,97%
Mediana	\$ 19.138,00	\$ -43.215,00	\$ -45.350,00	\$ -43.215,00	\$ -42.943,00	\$ 12.259,00	\$ -41.510,00	-28,57%	-24,74%	-25,37%
2022										
Numero campione totale	88	136	137	136	136	129	137	125	117	137
Media	\$ 334.246,35	\$ -63.724,81	\$ -97.991,57	\$ -80.055,46	\$ -67.721,98	\$ 96.434,59	\$ -43.513,41	-345,58%	-65,37%	-129,66%
Deviazione standard	\$ 1.123.295,45	\$ 135.955,25	\$ 252.661,83	\$ 218.137,45	\$ 209.956,84	\$ 324.725,78	\$ 201.966,91	1687,47%	114,37%	624,05%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 133.296,75	\$ -66.781,66	\$ -74.064,08	\$ -68.644,28	\$ -62.665,24	\$ 36.679,67	\$ -57.336,54	-95,22%	-49,51%	-52,42%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 84.210,87	\$ -65.012,17	\$ -68.608,55	\$ -66.451,49	\$ -62.773,71	\$ 26.691,43	\$ -55.429,52	-70,65%	-44,72%	-47,37%
Mediana	\$ 21.639,45	\$ -60.471,50	\$ -60.345,00	\$ -62.823,50	\$ -60.599,50	\$ 14.649,27	\$ -49.367,00	-44,65%	-39,12%	-37,54%
2023										
Numero campione totale	93	129	130	129	129	124	129	119	112	130
Media	\$ 363.583,48	\$ -61.983,00	\$ -68.084,92	\$ -64.942,98	\$ -52.322,52	\$ 121.073,47	\$ -45.264,15	-151,02%	-55,16%	-169,50%
Deviazione standard	\$ 1.384.405,35	\$ 167.562,80	\$ 156.385,28	\$ 182.881,51	\$ 203.051,92	\$ 399.092,71	\$ 203.763,71	596,32%	85,41%	1204,79%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 117.541,31	\$ -64.409,88	\$ -65.604,10	\$ -70.453,41	\$ -63.097,52	\$ 48.525,38	\$ -53.429,64	-63,56%	-45,96%	-44,29%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 72.471,30	\$ -61.467,86	\$ -61.723,29	\$ -66.584,10	\$ -59.962,12	\$ 33.991,93	\$ -51.529,61	-54,12%	-44,16%	-38,70%
Mediana	\$ 15.451,00	\$ -53.305,79	\$ -54.852,88	\$ -60.117,82	\$ -49.095,00	\$ 21.540,48	\$ -49.549,00	-45,61%	-41,03%	-34,90%

La tabella precedente include indicatori di performance aziendali evidenziando le principali tendenze del campione totale e fornendo una prospettiva complessiva sullo stato di salute e sulle dinamiche di crescita di queste aziende. Per ogni indicatore è indicato il numero di unità di start-up utilizzate per il calcolo.

La deviazione standard è generalmente alta, ciò implica che la media semplice non spiegherebbe in maniera adeguata i seguenti indicatori. Di conseguenza si è scelto di calcolare la media troncata al 10% (eliminando il 5% degli estremi) e al 20% (eliminando il 10% degli estremi) per capire meglio l'andamento generalizzato del campione.

Le tendenze principali sono le seguenti:

1. Total Revenue: in generale, si osserva una tendenza altalenante con prima una crescita dei ricavi totali tra l'anno 2021 e 2022 e una decrescita tra il 2022 e il 2023. Questo indica che le startup, nel complesso, stanno riuscendo a incrementare i propri fatturati. Tuttavia, come si nota dalla differenza elevata tra la media e la media troncata al 10% e dalla deviazione standard è evidente una notevole disparità tra le diverse start-up.

2. EBIT: L'EBIT è un acronimo che sta per Earnings Before Interest and Taxes, ovvero utile prima di interessi e imposte. Esso è un indicatore che permette di valutare l'efficienza con cui l'azienda genera profitti dalle proprie operazioni principali, indipendentemente dalla sua struttura finanziaria e dalla sua posizione fiscale. Come si può notare, dalla media troncata del 10%, esso ha una tendenza peggiorativa nel tempo ma con una relativa costanza. Come citato nel capitolo 1, le start-up tendono a operare in perdita per i primi anni per concentrarsi sulla crescita e sul consolidamento della loro posizione sul mercato. Questo approccio strategico è spesso necessario perché permette alle aziende di espandersi velocemente, guadagnare una base di utenti ampia e differenziarsi dai competitor.
3. Free Cash Flow: Il free cash flow negativo ma tutto sommato costante, se valutato sulla media troncata al 5%, suggeriscono che le start-up stanno investendo in modo significativo per la crescita futura, ma al contempo potrebbero dover affrontare sfide nel generare liquidità sufficiente nel breve termine.
4. Dal 2021 al 2023 il ROI, il ROE e il ROA hanno una tendenza peggiorativa.

4.3.4 Industry performance

Le tabelle di seguito forniscono una panoramica dell'andamento finanziario medio dei vari settori nel periodo considerato 2021-2023. Tutti i numeri che si analizzeranno sono in migliaia. La deviazione standard è molto importante nei settori e quindi si analizzerà le tabelle eliminando gli outliers al 10%. Eliminando i valori estremi, si ottiene una misura più rappresentativa della dispersione dei dati attorno alla media, permettendo di individuare trend più chiari e significativi.

HealthTech and Life Science

Il settore HealthTech e Life Sciences ha registrato un aumento dei ricavi, passando da \$37.391,68 nel 2021 a \$53.113,34 nel 2022, per poi calare a \$42.459,60. Il significativo aumento dei ricavi nel 2022 rispetto al 2021 suggerisce un periodo di forte espansione per il settore. Questo potrebbe essere dovuto a diversi fattori, come l'accelerazione della digitalizzazione nel settore sanitario a seguito della pandemia, l'introduzione di nuovi prodotti o servizi innovativi, o una maggiore attenzione degli investitori verso questo settore. Il debito

totale è aumentato costantemente, passando da \$21.636,13 nel 2021 a \$24.484,50 nel 2022, fino a raggiungere \$30.627,81 nel 2023. L'aumento costante del debito totale nel corso dei tre anni indica una crescente leva finanziaria nel settore. Questo potrebbe essere dovuto a investimenti significativi in ricerca e sviluppo, richiedendo un elevato livello di indebitamento.

Il fatto che tutti e tre gli indicatori di bilancio (ROI, ROE, ROA) abbiano registrato un peggioramento nel corso dei tre anni è un segnale preoccupante.

Tabella 16 elaborazione dati propria HealthTech and Life Science

HealthTech and Life Science All numbers in thousands	Total Revenue	Operating Income	Net Income	EBIT	EBITDA	Total Debt	Free Cash Flow	ROE (Net Income / Total Equity Gross Minority Interest)	ROI (Operating Income / (Equity + Total Debt)	ROA (Net Non Operating Interest Income Expense / Total Assets)
2021										
Numero campione totale	42	88	88	88	88	67	88	86	66	88
Media	\$ 81.903,42	\$ -60.938,45	\$ -67.506,39	\$ -63.152,63	\$ -60.067,04	\$ 38.776,19	\$ -61.790,04	-343,60%	-64,07%	-35,31%
Deviazione standard	\$ 221.024,16	\$ 91.528,29	\$ 102.276,01	\$ 95.842,75	\$ 97.971,73	\$ 112.128,36	\$ 56.492,58	2715,84%	230,30%	40,65%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 37.391,68	\$ -62.423,74	\$ -66.066,30	\$ -64.635,40	\$ -62.877,71	\$ 21.636,13	\$ -56.528,13	-42,28%	-35,40%	-31,27%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 24.801,67	\$ -58.945,57	\$ -60.974,44	\$ -60.211,14	\$ -58.660,60	\$ 15.703,61	\$ -53.748,97	-37,49%	-32,50%	-30,31%
Mediana	\$ 13.984,55	\$ -48.086,50	\$ -50.236,50	\$ -49.973,50	\$ -49.609,50	\$ 7.313,00	\$ -43.443,50	-32,00%	-27,39%	-26,65%
2022										
Numero campione totale	46	88	88	88	88	84	88	81	78	88
Media	\$ 109.340,47	\$ -69.235,00	\$ -76.276,48	\$ -69.750,22	\$ -64.599,04	\$ 42.343,77	\$ -48.713,09	-310,32%	-53,24%	-92,36%
Deviazione standard	\$ 299.547,89	\$ 122.796,24	\$ 100.927,15	\$ 122.375,83	\$ 125.931,48	\$ 115.265,86	\$ 186.787,00	1946,12%	55,18%	321,75%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 53.113,35	\$ -75.333,69	\$ -79.076,14	\$ -75.118,56	\$ -72.579,79	\$ 24.484,51	\$ -63.818,76	-67,01%	-48,15%	-48,25%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 33.292,23	\$ -73.454,36	\$ -75.374,64	\$ -73.238,15	\$ -70.923,57	\$ 20.120,88	\$ -61.783,63	-56,14%	-45,36%	-45,26%
Mediana	\$ 16.405,50	\$ -68.686,00	\$ -67.350,50	\$ -68.852,97	\$ -67.257,11	\$ 12.920,00	\$ -58.176,00	-44,32%	-39,30%	-37,88%
2023										
Numero campione totale	50	83	83	83	83	81	82	79	77	83
Media	\$ 79.086,96	\$ -90.269,12	\$ -93.195,25	\$ -94.494,17	\$ -88.558,76	\$ 46.208,38	\$ -72.012,49	-106,53%	-62,48%	-217,63%
Deviazione standard	\$ 215.731,10	\$ 104.681,50	\$ 106.750,04	\$ 104.101,26	\$ 102.406,38	\$ 99.596,01	\$ 109.167,48	274,56%	95,87%	1499,63%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 42.459,60	\$ -81.747,30	\$ -81.622,54	\$ -85.176,23	\$ -79.687,50	\$ 30.627,81	\$ -66.671,91	-66,78%	-50,48%	-47,84%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 20.167,94	\$ -79.046,62	\$ -78.679,46	\$ -82.541,16	\$ -76.842,81	\$ 25.690,75	\$ -64.809,79	-59,02%	-48,50%	-43,67%
Mediana	\$ 12.102,69	\$ -79.854,88	\$ -73.347,00	\$ -79.945,00	\$ -78.782,00	\$ 18.518,50	\$ -63.409,96	-50,66%	-46,70%	-39,79%

Consumer, Industrial, Energy

L'analisi dei dati relativi al settore Consumer, Industrial, Energy rivela un quadro complessivo di crescita dei ricavi e di un aumento del debito, sebbene con dinamiche differenti negli anni considerati. Tuttavia, l'indicatore del Free Cash Flow e, in particolare, il ROE presentano delle criticità che richiedono un'analisi più approfondita.

Il settore Consumer, Industrial & Energy ha registrato ricavi medi significativamente più alti rispetto al settore HealthTech e Life Sciences, con un trend di crescita progressiva: \$28.3139,58 nel 2021, \$35.6204,38 nel 2022 e \$41.7826,62 nel 2023.

L'incremento progressivo dei ricavi dal 2021 al 2023 indica una buona performance del settore, suggerendo una solida domanda di prodotti e servizi.

Il forte aumento del debito tra il 2021 e il 2022, pari a \$ 12.3694,719, potrebbe essere spiegato da diverse motivazioni:

- Investimenti: Le aziende potrebbero aver utilizzato il debito per finanziare investimenti in nuovi impianti, tecnologie o acquisizioni, al fine di sostenere la crescita.
- Condizioni di mercato favorevoli: Bassi tassi di interesse potrebbero aver incentivato le aziende a indebitarsi.

Il significativo miglioramento del Free Cash Flow tra il 2021 (\$ - 60.977,93) e il 2023 (\$ - 17.762,94) è un segnale positivo, indicando una maggiore capacità delle aziende di generare liquidità. Tuttavia, l'analisi della media troncata al 20% suggerisce che questo miglioramento potrebbe essere dovuto a pochi casi estremi, mentre la situazione media del settore potrebbe essere meno positiva (attorno al \$ - 50.000).

I valori estremamente negativi del ROE nel 2022 e 2023 sono un segnale allarmante. Ciò indica che le aziende del settore stanno distruggendo valore per gli azionisti, rispettivamente - 382,58% e - 114,11%.

Tabella 17 elaborazione dati propria Consumer, Industrial, Energy

Consumer, Industrial, Energy All numbers in thousands	Total Revenue	Operating Income	Net Income	EBIT	EBITDA	Total Debt	Free Cash Flow	ROE (Net	ROI (ROA (Net
								Income / Total Equity Gross Minority Interest)	Operating Income / (Equity + Total Debt)	Non Operating Income Expense / Total Assets)
2021										
Numero campione totale	20	27	27	27	27	22	27	23	19	27
Media	\$ 820.094,16	\$ -69.666,40	\$ -87.467,20	\$ -68.241,64	\$ -47.871,01	\$ 198.847,06	\$ -67.901,04	-67,19%	-44,04%	-57,87%
Deviazione standard	\$ 2.598.893,85	\$ 159.190,81	\$ 161.761,60	\$ 164.048,89	\$ 183.556,49	\$ 541.653,36	\$ 150.523,73	146,49%	103,72%	86,68%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 283.139,58	\$ -53.399,72	\$ -65.744,57	\$ -51.860,97	\$ -37.231,41	\$ 99.030,28	\$ -60.977,94	-44,56%	-44,04%	-51,23%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 90.882,49	\$ -50.314,68	\$ -57.322,36	\$ -52.908,07	\$ -44.742,83	\$ 51.617,37	\$ -51.086,77	-30,56%	-23,76%	-43,91%
Mediana	\$ 11.049,50	\$ -16.904,09	\$ -18.973,00	\$ -17.980,01	\$ -17.822,74	\$ 11.962,90	\$ -24.960,10	-22,32%	-20,95%	-20,46%
2022										
Numero campione totale	22	28	28	28	28	25	28	26	23	28
Media	\$ 709.901,45	\$ -73.083,99	\$ -131.730,33	\$ -81.000,61	\$ -58.066,94	\$ 182.084,63	\$ -19.646,04	-559,72%	-104,65%	-299,25%
Deviazione standard	\$ 2.040.019,40	\$ 183.494,11	\$ 331.418,39	\$ 183.896,29	\$ 200.733,47	\$ 458.844,74	\$ 257.191,67	1340,30%	192,90%	1258,99%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 356.204,38	\$ -66.667,37	\$ -81.978,81	\$ -73.231,43	\$ -55.149,01	\$ 123.694,71	\$ -42.329,63	-382,58%	-72,45%	-64,39%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 117.581,52	\$ -61.348,53	\$ -76.399,05	\$ -68.147,09	\$ -56.458,49	\$ 58.142,90	\$ -52.108,75	-216,37%	-65,89%	-61,47%
Mediana	\$ 19.209,31	\$ -27.080,08	\$ -32.937,70	\$ -27.502,83	\$ -26.824,26	\$ 14.649,27	\$ -30.636,21	-55,85%	-39,12%	-33,24%
2023										
Numero campione totale	23	27	27	27	27	24	27	23	20	27
Media	\$ 854.924,99	\$ -24.449,64	\$ -40.452,76	\$ -17.543,80	\$ 5.083,45	\$ 220.746,16	\$ 14.171,68	-360,29%	-53,85%	-117,65%
Deviazione standard	\$ 2.589.064,41	\$ 293.661,12	\$ 261.150,21	\$ 333.815,13	\$ 368.858,11	\$ 594.224,12	\$ 385.125,33	1243,33%	55,11%	276,88%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 417.826,63	\$ -24.659,93	\$ -44.795,04	\$ -29.804,55	\$ -14.059,38	\$ 126.316,59	\$ -17.762,95	-114,11%	-50,57%	-79,15%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 111.717,27	\$ -41.160,79	\$ -44.694,61	\$ -46.752,77	\$ -36.355,84	\$ 57.178,75	\$ -50.094,81	-62,50%	-49,11%	-48,26%
Mediana	\$ 13.825,00	\$ -16.909,91	\$ -17.609,41	\$ -18.201,64	\$ -17.991,93	\$ 19.998,48	\$ -15.944,92	-41,00%	-43,47%	-27,53%

FinTech

Il settore Fintech ha evidenziato una crescita esponenziale dei ricavi negli ultimi anni, passando da \$186.042,52 nel 2021 a \$264.938,98 nel 2023. Nonostante un andamento altalenante nel 2022, caratterizzato da un deterioramento degli indicatori di redditività, il settore ha dimostrato una notevole resilienza, registrando una ripresa significativa nel 2023.

L'intelligenza artificiale (IA) è emersa come catalizzatore di questa crescita, rivoluzionando i processi operativi e consentendo l'offerta di servizi sempre più personalizzati ed efficienti. L'adozione diffusa dell'IA ha contribuito a ridurre i costi, a sviluppare nuovi prodotti innovativi e a migliorare l'esperienza utente.

Analizzando l'indebitamento delle start-up Fintech, si osserva un trend interessante: nonostante un lieve calo nel 2022, il debito medio è aumentato in modo significativo nel 2023, raggiungendo \$380.644,64. Questo dato suggerisce che le aziende del settore stanno investendo attivamente nella crescita e nello sviluppo di nuove tecnologie, anche attraverso l'indebitamento.

Il Free Cash Flow, sebbene negativo, ha mostrato un trend di miglioramento: il valore assoluto della perdita è diminuito significativamente dal 2021 al 2023. Questo indica che le Fintech stanno progressivamente avvicinandosi all'autofinanziamento, nonostante gli elevati investimenti necessari per competere in un mercato altamente dinamico.

Il flusso di cassa libero nel 2021 è in media di \$ -64115,03, nel 2023 è \$ -19585,19.

Tabella 18 elaborazione dati propria FinTech

FinTech All numbers in thousands	Total Revenue	Operating Income	Net Income	EBIT	EBITDA	Total Debt	Free Cash Flow	ROE (Net Income / Total Equity Gross Minority Interest)	ROI (Operating Income / (Equity + Total Debt)	ROA (Net Non Operating Interest Income Expense / Total Assets)
2021										
Numero campione totale	13	13	14	13	13	13	13	14	12	14
Media	\$ 186.042,52	\$ -33.955,49	\$ -168.628,62	\$ -178.866,66	\$ -169.878,47	\$ 293.821,78	\$ -64.115,03	-81,86%	-31,18%	-28,11%
Deviazione standard	\$ 203.776,57	\$ 105.996,04	\$ 481.112,42	\$ 493.602,32	\$ 493.137,40	\$ 669.770,86	\$ 87.532,42	140,59%	48,66%	38,91%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 186.042,52	\$ -33.955,49	\$ -168.628,62	\$ -178.866,66	\$ -169.878,47	\$ 293.821,78	\$ -64.115,03	-81,86%	-31,18%	-28,11%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 168.960,00	\$ -31.569,41	\$ -51.652,17	\$ -58.497,98	\$ -51.888,23	\$ 128.854,55	\$ -57.747,48	-55,78%	-25,32%	-24,74%
Mediana	\$ 114.816,64	\$ -20.284,05	\$ -15.722,55	\$ -22.632,67	\$ -15.024,95	\$ 65.020,16	\$ -56.735,00	-24,11%	-13,65%	-13,00%
2022										
Numero campione totale	14	13	14	13	13	13	14	12	10	14
Media	\$ 197.394,68	\$ -57.643,31	\$ -225.656,03	\$ -206.053,29	\$ -178.736,73	\$ 246.648,57	\$ -69.830,47	-259,51%	-89,66%	-63,07%
Deviazione standard	\$ 192.783,33	\$ 105.571,68	\$ 580.210,94	\$ 567.065,75	\$ 506.931,90	\$ 711.792,47	\$ 227.947,15	548,54%	207,99%	83,46%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 197.394,68	\$ -57.643,31	\$ -225.656,03	\$ -206.053,29	\$ -178.736,73	\$ 246.648,57	\$ -69.830,47	-259,51%	-89,66%	-63,07%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 176.725,49	\$ -58.021,27	\$ -93.462,45	\$ -66.597,25	\$ -55.608,59	\$ 54.321,16	\$ -44.977,58	-120,72%	-31,94%	-52,54%
Mediana	\$ 127.479,22	\$ -39.434,61	\$ -25.092,65	\$ -29.423,59	\$ -28.576,47	\$ 37.731,00	\$ -6.069,68	-60,31%	-44,49%	-31,08%
2023										
Numero campione totale	14	12	13	12	12	12	13	11	9	13
Media	\$ 264.938,98	\$ -12.612,81	\$ -33.945,65	\$ -32.679,24	\$ -15.658,72	\$ 380.644,64	\$ -19.585,20	-99,41%	-16,28%	-15,39%
Deviazione standard	\$ 241.403,72	\$ 73.111,52	\$ 93.270,45	\$ 86.505,41	\$ 75.267,35	\$ 880.295,30	\$ 162.491,11	276,24%	38,49%	21,84%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 264.938,98	\$ -12.612,81	\$ -33.945,65	\$ -32.679,24	\$ -15.658,72	\$ 380.644,64	\$ -19.585,20	-99,41%	-16,28%	-15,39%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 244.084,14	\$ -19.965,57	\$ -31.251,86	\$ -41.167,69	\$ -26.493,47	\$ 149.343,27	\$ -4.646,87	-22,65%	-16,28%	-14,73%
Mediana	\$ 235.583,00	\$ -12.031,94	\$ -34.587,00	\$ -39.891,00	\$ -34.352,50	\$ 55.888,92	\$ -1.245,98	-6,60%	-1,74%	-6,79%

Food and Agriculture

Nonostante la limitata disponibilità di dati, il settore Food and Agriculture presenta un'anomalia interessante rispetto ad altri settori: pur registrando un Net Income positivo nel 2022 e nel 2023, gli indicatori di redditività ROI, ROA e ROE risultano negativi. Tale discrepanza suggerisce la necessità di un'analisi più approfondita per comprendere appieno i fattori che influenzano la performance finanziaria di questo settore. Potrebbero essere in gioco dinamiche specifiche legate alla stagionalità, alle fluttuazioni dei prezzi delle materie prime o a fattori esterni come politiche agricole e cambiamenti climatici. Inoltre come nel settore FinTech il Free Cash Flow nel 2023 è migliorato molto rispetto al 2021, passando da \$ - 102. 571,46 a \$ - 8.868,42. Questo trend positivo, che si affianca a un Net Income positivo, suggerisce una crescente capacità delle imprese del settore di generare liquidità e di far fronte ai propri impegni finanziari.

Tabella 19 elaborazione dati propria Food and Agriculture

Food and Agriculture All numbers in thousands	Total Revenue	Gross Profit	Operating Income	Net Income	EBIT	EBITDA	Total Debt	Free Cash Flow	ROE (Net Income / Total Equity Gross Minority Interest)	ROI (Operating Income / (Equity + Total Debt)	ROA (Net Non Operating Interest Income Expense / Total Assets)
2021											
Numero campione totale	6	5	7	7	7	7	7	7	6	6	7
Media	\$ 855.371,14	\$ 280.937,57	\$ -86.018,48	\$ -78.058,56	\$ -71.296,85	\$ -41.966,54	\$ 197.034,19	\$ -102.571,45	-149,21%	-21,42%	-53,47%
Deviazione standard	\$ 1.114.627,91	\$ 270.429,07	\$ 375.769,52	\$ 377.361,80	\$ 378.688,08	\$ 385.593,52	\$ 323.915,29	\$ 346.597,87	343,23%	43,25%	96,30%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 855.371,14	\$ 280.937,57	\$ -86.018,48	\$ -78.058,56	\$ -71.296,85	\$ -41.966,54	\$ 197.034,19	\$ -102.571,45	-149,21%	-21,42%	-53,47%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 855.371,14	\$ 280.937,57	\$ -86.018,48	\$ -78.058,56	\$ -71.296,85	\$ -41.966,54	\$ 197.034,19	\$ -102.571,45	-149,21%	-21,42%	-53,47%
Mediana	\$ 560.595,15	\$ 319.638,20	\$ -3.556,96	\$ -2.267,27	\$ -2.243,00	\$ -2.241,00	\$ 21.391,11	\$ -3.917,31	-19,13%	-3,46%	-27,12%
2022											
Numero campione totale	6	5	7	7	7	7	7	7	6	6	7
Media	\$ 1.000.443,40	\$ 409.154,64	\$ 31.688,63	\$ 19.302,74	\$ 28.169,45	\$ 60.568,21	\$ 160.662,73	\$ -20.981,27	-65,76%	-32,02%	-53,47%
Deviazione standard	\$ 1.378.641,97	\$ 449.948,11	\$ 108.997,50	\$ 96.522,89	\$ 92.511,49	\$ 141.865,48	\$ 291.648,54	\$ 56.431,90	84,48%	55,44%	81,78%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 1.000.443,40	\$ 409.154,64	\$ 31.688,63	\$ 19.302,74	\$ 28.169,45	\$ 60.568,21	\$ 160.662,73	\$ -20.981,27	-65,76%	-32,02%	-53,47%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 1.000.443,40	\$ 409.154,64	\$ 31.688,63	\$ 19.302,74	\$ 28.169,45	\$ 60.568,21	\$ 160.662,73	\$ -20.981,27	-65,76%	-32,02%	-53,47%
Mediana	\$ 373.165,73	\$ 322.718,20	\$ -5.434,00	\$ -4.118,72	\$ -4.111,27	\$ -4.111,27	\$ 12.029,22	\$ -6.057,43	-54,17%	-8,37%	-8,68%
2023											
Numero campione totale	6	5	7	7	7	7	7	7	6	6	7
Media	\$ 1.081.082,65	\$ 409.545,92	\$ 44.003,39	\$ 59.669,12	\$ 47.315,00	\$ 93.060,43	\$ 200.655,52	\$ -8.868,42	-29,25%	-23,87%	-84,99%
Deviazione standard	\$ 1.611.893,19	\$ 537.176,17	\$ 174.182,63	\$ 153.028,85	\$ 172.721,11	\$ 275.585,65	\$ 317.942,74	\$ 26.141,84	73,56%	59,89%	189,56%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 1.081.082,65	\$ 409.545,92	\$ 44.003,39	\$ 59.669,12	\$ 47.315,00	\$ 93.060,43	\$ 200.655,52	\$ -8.868,42	-29,25%	-23,87%	-84,99%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 1.081.082,65	\$ 409.545,92	\$ 44.003,39	\$ 59.669,12	\$ 47.315,00	\$ 93.060,43	\$ 200.655,52	\$ -8.868,42	-29,25%	-23,87%	-84,99%
Mediana	\$ 94.289,29	\$ 54.279,96	\$ -12.284,01	\$ -6.822,00	\$ -6.899,00	\$ -6.122,13	\$ 7.539,56	\$ -9.741,00	-9,86%	-4,09%	-5,38%

4.3.5 Nord America VS Resto del Mondo performance

L'obiettivo di questa analisi è indagare le specificità geografiche che influenzano le dinamiche delle IPO a livello globale, con un focus sulle differenze tra il Nord America (Stati Uniti e Canada, mercati maturi e dotati di importanti capitali) e il resto del mondo. Questa scelta nasce dall'esigenza di confrontare il mercato nordamericano, tradizionalmente considerato un punto di riferimento globale per le IPO, con le altre regioni del mondo, con l'intento di individuare peculiarità, divergenze e fattori distintivi che caratterizzano i rispettivi ecosistemi finanziari.

Una delle osservazioni chiave è che i ricavi e il debito nel Nord America risultano mediamente inferiori di circa un terzo rispetto al resto del mondo. Questo dato potrebbe suggerire una maggiore concentrazione di grandi aziende nelle altre regioni, con una conseguente maggiore diluizione dei finanziamenti. Tali differenze potrebbero essere indicative di strutture industriali e strategie di crescita diverse, dove i mercati extra-nordamericani potrebbero puntare maggiormente su IPO di aziende più capitalizzate e con piani di espansione più ampi.

Un'altra tendenza rilevata riguarda l'andamento di EBIT e EBITDA. Nel Nord America, entrambi questi indicatori sembrano mostrare un declino nel tempo, il che potrebbe indicare un aumento della pressione sui costi o una riduzione dei prezzi di vendita. Al contrario, nel resto del mondo, questi valori tendono a crescere, riflettendo forse un contesto economico più favorevole o strategie di gestione più efficaci. Tuttavia, una preoccupazione comune in entrambi i campioni è che i principali indicatori di redditività, come ROI, ROE e ROA, risultano costantemente negativi, segnalando difficoltà nel generare ritorni sugli investimenti e potenzialmente una sfida strutturale a livello globale per le aziende che intraprendono la via dell'IPO.

Tabella 20 elaborazione dati propria North America

North America All numbers in thousands	Total Revenue	Operating Income	Net Income	EBIT	EBITDA	Total Debt	Free Cash Flow	ROE (Net Income / Total Equity Gross	ROI (Operating Income / (Equity + Total Debt)	ROA (Net Income / Total
2021										
Numero campione totale	51	98	98	98	98	74	98	94	72	98
Media	\$ 173.971,11	\$ -61.027,42	\$ -65.462,34	\$ -59.506,68	\$ -53.614,75	\$ 84.904,46	\$ -67.331,08	-58,76%	-41,00%	-41,50%
Deviazione standard	\$ 542.320,76	\$ 117.315,16	\$ 121.039,54	\$ 116.014,13	\$ 120.569,49	\$ 306.444,76	\$ 84.683,74	107,12%	61,21%	58,94%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 88.158,17	\$ -59.587,02	\$ -58.061,02	\$ -57.319,23	\$ -54.226,56	\$ 32.513,72	\$ -56.586,18	-43,11%	-34,52%	-32,92%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 51.416,46	\$ -55.581,20	\$ -52.811,70	\$ -53.920,65	\$ -51.583,90	\$ 24.319,33	\$ -53.032,22	-36,69%	-31,52%	-29,94%
Mediana	\$ 21.335,00	\$ -46.065,00	\$ -46.313,50	\$ -45.657,50	\$ -45.603,00	\$ 12.210,50	\$ -43.443,50	-28,82%	-27,01%	-25,73%
2022										
Numero campione totale	57	99	99	99	99	92	99	89	83	99
Media	\$ 210.930,90	\$ -75.428,11	\$ -120.200,62	\$ -96.657,77	\$ -86.639,15	\$ 62.659,98	\$ -52.918,49	-412,46%	-68,64%	-99,75%
Deviazione standard	\$ 704.948,70	\$ 148.688,80	\$ 289.102,43	\$ 248.390,58	\$ 234.625,43	\$ 199.126,03	\$ 191.576,38	1944,52%	93,68%	304,48%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 102.613,67	\$ -79.640,86	\$ -87.595,54	\$ -82.031,12	\$ -78.183,77	\$ 31.396,57	\$ -65.449,09	-124,41%	-55,93%	-61,23%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 64.910,03	\$ -74.741,91	\$ -80.091,04	\$ -75.880,72	\$ -72.718,68	\$ 24.219,87	\$ -62.079,10	-87,48%	-51,44%	-56,18%
Mediana	\$ 17.975,00	\$ -68.675,00	\$ -67.061,00	\$ -68.697,00	\$ -67.045,00	\$ 13.975,00	\$ -57.338,00	-49,70%	-45,04%	-43,71%
2023										
Numero campione totale	60	92	92	92	92	87	91	83	78	92
Media	\$ 216.507,72	\$ -86.376,35	\$ -97.078,34	\$ -93.011,37	\$ -83.721,76	\$ 77.473,65	\$ -61.795,00	-106,83%	-61,67%	-67,15%
Deviazione standard	\$ 874.609,91	\$ 162.873,65	\$ 141.351,93	\$ 162.178,56	\$ 168.627,86	\$ 214.097,50	\$ 170.808,78	268,97%	96,27%	113,40%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 80.335,69	\$ -79.582,96	\$ -83.839,77	\$ -85.920,99	\$ -78.473,94	\$ 39.742,33	\$ -61.677,81	-66,88%	-50,10%	-50,22%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 51.512,69	\$ -73.824,87	\$ -76.757,04	\$ -80.653,88	\$ -72.885,92	\$ 33.497,74	\$ -58.095,90	-60,00%	-48,78%	-44,10%
Mediana	\$ 15.316,50	\$ -75.038,50	\$ -71.490,37	\$ -79.438,50	\$ -72.129,00	\$ 23.200,00	\$ -54.236,00	-51,39%	-45,49%	-37,42%

Tabella 21 elaborazione dati propria World

WORLD All numbers in thousands	Total Revenue	Operating Income	Net Income	EBIT	EBITDA	Total Debt	Free Cash Flow	ROE (Net Income / Total Equity Gross Minority Interest)	ROI (Operating Income / (Equity + Total Debt)	ROA (Net Income / Total Assets)
2021										
Numero campione totale	30	37	38	37	37	35	37	35	31	38
Media	\$ 617.335,99	\$ -62.336,23	\$ -126.159,97	\$ -118.720,14	\$ -103.415,05	\$ 168.246,63	\$ -60.105,43	-788,95%	-84,40%	-36,08%
Deviazione standard	\$ 2.100.364,57	\$ 170.832,51	\$ 331.106,02	\$ 334.878,01	\$ 341.596,26	\$ 453.378,97	\$ 166.120,41	4255,00%	336,20%	49,45%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 257.668,18	\$ -49.619,65	\$ -90.519,11	\$ -83.578,46	\$ -68.605,27	\$ 105.669,76	\$ -47.728,02	-73,22%	-26,14%	-31,83%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 133.525,29	\$ -44.255,46	\$ -70.271,19	\$ -65.061,76	\$ -59.773,20	\$ 57.920,53	\$ -49.739,21	-37,74%	-21,86%	-27,64%
Mediana	\$ 7.616,34	\$ -24.522,12	\$ -34.528,74	\$ -31.330,00	\$ -29.010,00	\$ 12.259,00	\$ -27.518,69	-28,24%	-20,94%	-23,97%
2022										
Numero campione totale	31	37	38	37	37	37	38	36	34	38
Media	\$ 560.987,68	\$ -32.410,58	\$ -40.131,14	\$ -35.633,08	\$ -17.105,79	\$ 180.414,71	\$ -19.010,69	-180,23%	-57,37%	-207,60%
Deviazione standard	\$ 1.627.739,44	\$ 88.011,45	\$ 92.277,28	\$ 87.739,93	\$ 108.783,68	\$ 514.323,78	\$ 227.750,84	736,23%	155,17%	1085,03%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 306.788,75	\$ -34.411,12	\$ -40.536,94	\$ -35.888,27	\$ -21.459,67	\$ 116.216,86	\$ -31.151,76	-61,31%	-33,94%	-32,99%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 145.780,43	\$ -36.356,46	\$ -38.620,81	\$ -36.944,13	\$ -29.117,68	\$ 50.798,07	\$ -31.543,05	-44,99%	-28,58%	-26,01%
Mediana	\$ 32.708,00	\$ -17.777,05	\$ -17.893,47	\$ -17.777,05	\$ -17.712,88	\$ 14.649,27	\$ -20.534,56	-27,74%	-22,62%	-20,56%
2023										
Numero campione totale	33	37	38	37	37	37	38	36	34	38
Media	\$ 630.993,97	\$ -1.329,28	\$ 2.109,66	\$ 4.848,69	\$ 25.751,26	\$ 223.591,99	\$ -5.677,11	-252,90%	-40,23%	-417,28%
Deviazione standard	\$ 1.996.371,17	\$ 165.747,45	\$ 170.221,08	\$ 213.103,27	\$ 256.774,62	\$ 647.527,87	\$ 265.303,96	1007,02%	50,80%	2222,61%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 320.452,59	\$ -20.226,84	\$ -12.990,43	\$ -19.884,05	\$ -4.992,37	\$ 148.588,35	\$ -32.686,64	-94,53%	-38,14%	-60,50%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 135.237,64	\$ -34.615,25	\$ -22.993,41	\$ -33.115,61	\$ -26.196,12	\$ 64.044,33	\$ -35.531,31	-37,97%	-34,08%	-26,19%
Mediana	\$ 20.876,00	\$ -22.253,13	\$ -15.600,68	\$ -22.253,13	\$ -20.313,70	\$ 19.142,00	\$ -33.761,05	-30,02%	-29,89%	-23,41%

4.3.6 Angels Investors VS Investitori Istituzionali performance

Questo paragrafo si focalizza sull'analisi delle differenze tra Investitori Istituzionali e Angel Investors, due attori fondamentali nel panorama del finanziamento delle imprese

Total Revenue

Una prima distinzione rilevante riguarda l'andamento dei ricavi. Le aziende finanziate dagli Angel Investors hanno registrato un significativo aumento dei ricavi. Nella media troncata al 10%, i ricavi sono cresciuti da \$251.867,26 nel 2021 a \$528.584,44 nel 2023, evidenziando una forte crescita. Questo trend può indicare una maggiore propensione al rischio da parte degli Angel Investors, i quali tendono a sostenere startup con elevato potenziale di crescita. Tale approccio è anche il risultato di un più approfondito processo di selezione, facilitato dall'esperienza e dal coinvolgimento diretto nelle aziende in cui investono. Al contrario, le aziende finanziate solo da Investitori Istituzionali mostrano una diminuzione dei ricavi nello stesso periodo, passando da \$113.631,57 nel 2021 a \$94.163,83 nel 2023. Questo calo potrebbe riflettere un approccio più conservativo da parte degli Investitori Istituzionali, spesso orientati verso aziende più consolidate ma con minore dinamismo nella crescita dei ricavi.

Total Debt

Per quanto riguarda l'indebitamento, i dati indicano che il debito totale è rimasto relativamente stabile sia per le aziende sostenute dagli Angel Investors che per quelle supportate dagli Investitori Istituzionali. Tuttavia, si evidenzia un livello di indebitamento mediamente più elevato tra le aziende finanziate dagli Angel Investors. Questo potrebbe suggerire che tali imprese, nonostante la crescita dei ricavi, abbiano bisogno di maggiori finanziamenti esterni per sostenere la loro espansione. Gli Investitori Istituzionali, d'altra parte, sembrano favorire una gestione più conservativa del debito, potenzialmente legata a una maggiore attenzione alla solidità finanziaria delle aziende in portafoglio.

Free Cash Flow

Per quanto riguarda il Free Cash Flow, gli Investitori Istituzionali mostrano una certa stabilità, con valori medi attorno ai \$-50.000 nel periodo considerato. Questo suggerisce una gestione finanziaria più controllata e costante, con minori oscillazioni nei flussi di cassa operativi. Al contrario, il Free Cash Flow delle aziende finanziate dagli Angel Investors evidenzia un andamento meno lineare, con una diminuzione tra il 2021 e il 2022 e un successivo aumento nel 2023. I valori oscillano tra \$-47.052,53 e \$-73.922,57, indicando una maggiore volatilità. Questo potrebbe essere dovuto a cicli di investimento più aggressivi o alla maggiore variabilità nei modelli di business delle startup supportate dagli Angel Investors.

Queste osservazioni sottolineano le differenze nei modelli di investimento e gestione finanziaria adottati da Angel Investors e Investitori Istituzionali. Come ribadito nel capitolo 3.6 da Rudy Aernoudt nel 1999 Angel Investors tendono a favorire una crescita più rapida e rischiosa, con un maggiore apporto di capitale e un indebitamento più alto, mentre gli Investitori Istituzionali adottano una strategia più conservativa, con ricavi più stabili ma una minore esposizione al rischio. Queste dinamiche riflettono la natura e l'obiettivo dei due gruppi di investitori, che influenzano direttamente il comportamento finanziario delle aziende da loro sostenute.

Tabella 22 elaborazione dati propria Angel Investors

Angels Investors All numbers in thousands	Total Revenue	Operating Income	Net Income	EBIT	EBITDA	Total Debt	Free Cash Flow	ROE (Net Income / Total Equity Gross Minority Interest)	ROI (Operating Income / (Equity + Total Debt)	ROA (Net Income / Total Assets)
2021										
Numero campione totale	8	13	13	13	13	11	13	11	9	13
Media	\$ 251.867,27	\$ -92.036,47	\$ -83.767,23	\$ -79.653,58	\$ -62.077,99	\$ 95.513,91	\$ -61.971,56	-26,57%	-24,00%	-38,29%
Deviazione standard	\$ 379.322,89	\$ 73.625,51	\$ 88.721,50	\$ 100.232,60	\$ 124.893,04	\$ 171.831,19	\$ 54.346,82	23,93%	16,60%	62,15%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 251.867,27	\$ -92.036,47	\$ -83.767,23	\$ -79.653,58	\$ -62.077,99	\$ 95.513,91	\$ -61.971,56	-26,57%	-24,00%	-38,29%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 251.867,27	\$ -83.796,17	\$ -86.327,19	\$ -77.514,15	\$ -71.377,23	\$ 52.808,61	\$ -58.808,55	-28,51%	-24,00%	-24,01%
Mediana	\$ 95.133,50	\$ -88.108,14	\$ -122.764,00	\$ -96.538,00	\$ -95.709,00	\$ 21.726,10	\$ -62.456,43	-34,04%	-20,94%	-24,48%
2022										
Numero campione totale	9	13	13	13	13	13	13	13	13	13
Media	\$ 332.760,73	\$ -67.113,76	\$ -120.427,60	\$ -81.251,89	\$ -60.944,11	\$ 74.195,22	\$ -73.922,57	-429,85%	-103,09%	-52,32%
Deviazione standard	\$ 588.416,86	\$ 106.452,15	\$ 167.568,07	\$ 97.214,80	\$ 133.997,49	\$ 104.269,38	\$ 66.427,69	1208,33%	241,28%	59,68%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 332.760,73	\$ -67.113,76	\$ -120.427,60	\$ -81.251,89	\$ -60.944,11	\$ 74.195,22	\$ -73.922,57	-429,85%	-103,09%	-52,32%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 332.760,73	\$ -82.149,88	\$ -97.503,11	\$ -94.544,39	\$ -88.714,42	\$ 59.999,08	\$ -83.489,85	-106,35%	-42,17%	-44,34%
Mediana	\$ 145.877,00	\$ -94.549,00	\$ -116.496,53	\$ -119.776,00	\$ -112.643,00	\$ 29.435,00	\$ -91.503,00	-58,95%	-47,20%	-40,10%
2023										
Numero campione totale	10	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Media	\$ 528.584,45	\$ -35.588,04	\$ -21.745,94	\$ -26.371,31	\$ 433,48	\$ 93.280,26	\$ -47.052,54	-33,75%	-44,10%	-1162,21%
Deviazione standard	\$ 1.069.283,56	\$ 157.771,50	\$ 141.124,02	\$ 154.997,87	\$ 231.092,85	\$ 195.389,47	\$ 61.084,95	43,77%	36,13%	3950,34%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 528.584,45	\$ -35.588,04	\$ -21.745,94	\$ -26.371,31	\$ 433,48	\$ 93.280,26	\$ -47.052,54	-33,75%	-44,10%	-1162,21%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 224.925,16	\$ -72.121,39	\$ -53.461,99	\$ -60.996,10	\$ -57.256,71	\$ 42.243,76	\$ -49.045,26	-37,33%	-44,23%	-25,61%
Mediana	\$ 140.972,63	\$ -74.468,00	\$ -47.110,50	\$ -39.052,00	\$ -38.873,00	\$ 27.979,06	\$ -63.155,00	-46,82%	-47,00%	-28,25%

Tabella 23 elaborazione dati propria Investitori Istituzionali

Investitori Istituzionali All numbers in thousands	Total Revenue	Operating Income	Net Income	EBIT	EBITDA	Total Debt	Free Cash Flow	ROE (Net Income / Total Equity Gross Minority Interest)	ROI (Operating Income / (Equity + Total Debt)	ROA (Net Income / Total Assets)
2021										
Numero campione totale	73	122	123	122	122	98	122	118	94	123
Media	\$ 347.639,29	\$ -58.120,11	\$ -82.279,79	\$ -75.318,06	\$ -67.816,30	\$ 113.478,67	\$ -65.710,79	-278,34%	-56,94%	-40,16%
Deviazione standard	\$ 1.420.483,59	\$ 138.082,92	\$ 212.013,33	\$ 209.606,15	\$ 213.004,95	\$ 375.961,87	\$ 116.947,06	2319,72%	199,10%	55,95%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 113.631,57	\$ -52.177,16	\$ -59.216,34	\$ -56.993,17	\$ -53.646,60	\$ 49.053,32	\$ -54.762,62	-47,09%	-32,79%	-32,06%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 61.313,18	\$ -48.809,29	\$ -51.842,67	\$ -52.194,93	\$ -49.681,34	\$ 26.298,40	\$ -50.426,52	-39,08%	-29,76%	-29,49%
Mediana	\$ 12.834,00	\$ -40.219,00	\$ -44.974,00	\$ -42.394,00	\$ -41.979,00	\$ 10.546,90	\$ -40.755,00	-28,48%	-25,30%	-25,65%
2022										
Numero campione totale	79	123	124	123	123	116	124	112	104	124
Media	\$ 334.415,60	\$ -63.366,63	\$ -95.639,40	\$ -79.929,01	\$ -68.438,34	\$ 98.926,94	\$ -40.325,35	-335,80%	-60,65%	-137,77%
Deviazione standard	\$ 1.171.269,66	\$ 139.059,11	\$ 260.359,18	\$ 227.430,47	\$ 216.812,39	\$ 340.837,57	\$ 211.100,34	1738,47%	88,02%	655,41%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 130.548,65	\$ -65.947,25	\$ -71.034,25	\$ -66.414,90	\$ -61.166,93	\$ 35.632,04	\$ -55.400,30	-94,01%	-49,35%	-52,37%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 75.839,79	\$ -62.417,48	\$ -64.926,90	\$ -62.702,71	\$ -59.327,09	\$ 23.937,97	\$ -52.420,69	-66,81%	-44,94%	-47,64%
Mediana	\$ 17.975,00	\$ -58.998,00	\$ -57.434,15	\$ -54.509,70	\$ -52.961,00	\$ 12.671,00	\$ -45.496,17	-44,15%	-38,88%	-36,06%
2023										
Numero campione totale	83	117	118	117	117	112	117	107	100	118
Media	\$ 343.703,85	\$ -64.690,18	\$ -72.797,36	\$ -68.899,05	\$ -57.733,40	\$ 124.051,32	\$ -45.080,73	-164,17%	-56,49%	-68,54%
Deviazione standard	\$ 1.421.652,38	\$ 168.943,61	\$ 157.637,64	\$ 185.627,80	\$ 200.283,94	\$ 415.473,39	\$ 213.214,88	627,64%	89,54%	147,96%
Media Troncata, esclude il 10% dei dati estremi (5% sopra e 5% sotto)	\$ 94.163,83	\$ -64.675,00	\$ -68.580,80	\$ -72.323,09	\$ -64.474,84	\$ 49.128,21	\$ -54.719,02	-66,89%	-46,13%	-45,96%
Media Troncata, esclude il 20% dei dati estremi (10% sopra e 10% sotto)	\$ 57.219,39	\$ -60.714,44	\$ -63.769,26	\$ -67.769,56	\$ -60.516,21	\$ 33.063,29	\$ -51.983,90	-57,28%	-44,14%	-40,50%
Mediana	\$ 14.412,55	\$ -53.305,79	\$ -59.357,31	\$ -62.552,42	\$ -55.021,68	\$ 18.055,56	\$ -44.510,48	-45,61%	-40,33%	-35,46%

4.3.7 Analisi della Performance del Campione Totale tramite Regressione Multipla

L'analisi della performance aziendale è un tema centrale nell'ambito degli studi economici e finanziari. Tra gli strumenti più utilizzati per valutare la redditività e l'efficienza di un'impresa, gli indici di bilancio occupano un posto di rilievo. In particolare, il Return on Equity (ROE), il Return on Investment (ROI) e il Return on Assets (ROA) sono ampiamente impiegati per misurare la capacità di un'azienda di generare profitti rispetto al capitale investito.

Tuttavia, la performance di un'impresa è influenzata da una molteplicità di fattori, che vanno dalle caratteristiche intrinseche dell'azienda (come la sua età, il settore di appartenenza e la struttura finanziaria) al contesto esterno in cui opera (come l'area geografica e il tipo di investitori).

Obiettivo di questa ricerca è indagare se esiste una correlazione statisticamente significativa tra i tre indici di bilancio (ROE, ROI, ROA) e un insieme di variabili indipendenti che rappresentano caratteristiche distintive delle imprese, quali:

- Caratteristiche temporali: differenza tra data di fondazione e data di IPO
- Caratteristiche geografiche: appartenenza a diverse aree geografiche (Europa, Nord America, Asia and Oceania, Rest of the world)
- Caratteristiche settoriali: appartenenza a diversi settori industriali (Consumer, Industrial, Energy, FinTech, HealthTech e Life Science, Food and Agriculture)
- Caratteristiche finanziarie: numero di investitori istituzionali, numero di Angel Investors, rapporto debito/equity, rapporto tra il totale della fondazione e il totale degli asset

Tabella 24 elaborazione dati propria ROI nel 2023

SUMMARY OUTPUT ROI								
Regression Statistics								
Multiple R	0,609177862							
R Square	0,371097668							
Adjusted R Square	0,314496458							
Standard Error	0,713035966							
Observations	110							
ANOVA								
	df	SS	MS	F	Significance F			
Regression	9	30,00045857	3,333384285	6,556355754	2,63874E-07			
Residual	100	50,84202888	0,508420289					
Total	109	80,84248745						
	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	-0,158655875	0,308190713	-0,514797718	0,60783038	-0,770097471	0,452785721	-0,770097471	0,452785721
Europe	-0,22396386	0,2713525	-0,825361328	0,411131121	-0,762319492	0,314391772	-0,762319492	0,314391772
North America	-0,266383661	0,221383921	-1,203265621	0,231714465	-0,705603056	0,172835733	-0,705603056	0,172835733
FinTech	0,03117406	0,297009822	0,104959693	0,916618032	-0,558084967	0,620433087	-0,558084967	0,620433087
HealthTech and Life Science	-0,16985308	0,182028364	-0,933113261	0,353009056	-0,530992169	0,191286009	-0,530992169	0,191286009
Number Institutional Investors	0,029855322	0,010913189	2,735710207	0,007365888	0,008203866	0,051506778	0,008203866	0,051506778
Angel Investors	0,017759072	0,253251223	0,070124328	0,944234746	-0,484684142	0,520202286	-0,484684142	0,520202286
Difference between Fording date and IPO date	0,036677521	0,056953689	0,643988516	0,521057204	-0,076316975	0,149672018	-0,076316975	0,149672018
Debt / Equity	-0,009282529	0,043261777	-0,214566528	0,830542236	-0,095112662	0,076547604	-0,095112662	0,076547604
Total Founding / Total Assets	-0,696513133	0,103451945	-6,732721467	1,06464E-09	-0,901758846	-0,49126742	-0,901758846	-0,49126742

La tabella precedente (tabella 24) presenta un'analisi di regressione multipla per comprendere l'effetto di alcune variabili indipendenti sul ROI (Return on Investment) nel 2023. Gli elementi chiave di questa analisi sono:

1. Statistiche di Regressione

- **R Square (0,37):** Questo valore indica che il modello spiega circa il 37% della variabilità del ROI. Anche se non si tratta di un valore elevato, è un livello accettabile in molti contesti economici e finanziari. Tuttavia, il fatto che R Square sia moderato suggerisce che il modello potrebbe trarre beneficio dall'inclusione di ulteriori variabili esplicative che potrebbero migliorare la capacità del modello di prevedere il ROI.
- **Adjusted R Square (0,31):** L'Adjusted R Square, che tiene conto del numero di predittori, è leggermente inferiore al semplice R Square. Un Adjusted R Square del 31% implica che, sebbene il modello sia significativo, potrebbe non essere completamente efficiente nel prevedere il ROI, lasciando spazio a una possibile revisione delle variabili incluse.
- **Standard Error (0,71):** Lo Standard Error misura la dispersione dei residui intorno alla retta di regressione. Un valore di 0,71 è piuttosto alto, indicando che le osservazioni individuali si discostano in media di 0,71 unità dal valore predetto dal modello. Questo suggerisce che il modello, pur essendo significativo, ha una precisione limitata, e il ROI osservato varia considerevolmente dai valori predetti.

2. ANOVA

- Significance F (2,63874308752483E-07): La significatività associata alla statistica F indica che il modello complessivo è statisticamente significativo. Con un valore di p estremamente basso (molto inferiore a 0,05), possiamo affermare con un alto grado di confidenza che almeno una delle variabili indipendenti ha un'influenza significativa sul ROI. Questo risultato conferma che l'intero modello è utile e fornisce indicazioni significative, ma non specifica quali variabili siano effettivamente rilevanti: per questo, analizziamo i coefficienti e i p-value delle singole variabili.

3. Coefficienti e P-value

L'analisi dei coefficienti delle singole variabili ci permette di capire la direzione e la forza dell'effetto di ciascuna di esse sul ROI, oltre alla significatività statistica di questi effetti.

- North America: Con un coefficiente negativo di -0,26 e un p-value di 0,2317, questa variabile non risulta essere statisticamente significativa. Questo indica che, in media, le aziende situate in Nord America non influenzano significativamente il ROI rispetto ad altre regioni. Il coefficiente negativo suggerirebbe un impatto negativo del Nord America sul ROI, ma poiché il risultato non è significativo, non possiamo fare affermazioni definitive al riguardo.
- Lo stesso vale anche per tutte le altre variabili con coefficienti non statisticamente significativi: FinTech, Europe, HealthTech and Life Science, Angel Investors, Difference between Funding date and IPO date, Debt / Equity. Anche in relazione a queste variabili, quindi, non è opportuno procedere all'interpretazione dei coefficienti.
- Number of Institutional Investors: Questa variabile ha un coefficiente positivo di 0,029 e un p-value significativo (0,0073), il che indica un effetto positivo e statisticamente rilevante sul ROI. Un numero maggiore di investitori istituzionali sembra correlato con un ROI più alto. Questo potrebbe riflettere l'importanza del coinvolgimento di investitori istituzionali, che non solo forniscono capitale, ma possono contribuire alla credibilità e alla visibilità dell'azienda. Implicitamente, un numero elevato di investitori istituzionali potrebbe indicare che la start-up ha attraversato più round di finanziamento, sottolineando un processo di screening in cui l'azienda acquista fiducia e credibilità sul mercato. Questo può facilitare l'accesso a maggiori risorse e opportunità di crescita, contribuendo così positivamente al ROI.
- Total Founding / Total Assets: Con un coefficiente negativo di -0,69 e un p-value estremamente basso (1,06464462261048E-09), questa variabile risulta essere uno dei predittori più significativi del modello. Il coefficiente negativo suggerisce che un

aumento di questo rapporto ha un impatto negativo sul ROI. Questo potrebbe indicare che, all'aumentare dei finanziamenti totali in proporzione agli asset totali, l'azienda potrebbe avere una struttura del capitale più sbilanciata o meno efficiente. Un elevato rapporto tra fondi raccolti e asset totali potrebbe riflettere una maggiore dipendenza dal capitale esterno rispetto alle risorse proprie dell'azienda, un segnale di possibile vulnerabilità o inefficienza che potrebbe ridurre il ROI. È interessante notare, tuttavia, che questo risultato è in linea con il concetto teorico di scalabilità delle start-up (paragrafo 1.3.2): le start-up puntano a una crescita rapida e significativa, spesso in un lasso di tempo ridotto, il che le porta a raccogliere quanti più finanziamenti possibili per supportare tale espansione.

Tabella 25 elaborazione dati propria ROE nel 2023

SUMMARY OUTPUT ROE								
<i>Regression Statistics</i>								
Multiple R	0,71967931							
R Square	0,517938309							
Adjusted R Square	0,474552756							
Standard Error	1,967870744							
Observations	110							
<i>ANOVA</i>								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			
Regression	9	416,0720591	46,23022879	11,93803656	1,35079E-12			
Residual	100	387,2515264	3,872515264					
Total	109	803,3235856						
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	-0,199416184	0,850559461	-0,234452961	0,815112713	-1,886901929	1,488069561	-1,886901929	1,488069561
Europe	-0,499324582	0,748891602	-0,666751477	0,506466374	-1,985104191	0,986455027	-1,985104191	0,986455027
North America	-0,397086208	0,610985928	-0,649910562	0,517240197	-1,609264889	0,815092472	-1,609264889	0,815092472
FinTech	0,657283362	0,819701904	0,801856576	0,424537302	-0,968981869	2,283548594	-0,968981869	2,283548594
HealthTech and Life Science	-0,868997156	0,502370579	-1,729793088	0,086752582	-1,865686076	0,127691765	-1,865686076	0,127691765
Number Institutional Investors	0,080702967	0,03011874	2,679493457	0,00862308	0,020948244	0,140457689	0,020948244	0,140457689
Angel Investors	-0,354382756	0,698934832	-0,507032616	0,613248213	-1,741049556	1,032284044	-1,741049556	1,032284044
Difference between Fording date and IPO date	0,136185505	0,157183512	0,866410878	0,388338952	-0,175662107	0,448033117	-0,175662107	0,448033117
Debt / Equity	-1,010323266	0,11939592	-8,461958062	2,28258E-13	-1,24720137	-0,773445162	-1,24720137	-0,773445162
Total Founding / Total Assets	-0,733125158	0,285511624	-2,567759406	0,011715295	-1,299572088	-0,166678228	-1,299572088	-0,166678228

La tabella precedente (tabella 25) mostra i risultati di una regressione multipla per il ROE (Return on Equity) nel 2023. Ecco una panoramica dei principali risultati:

1. Statistiche di Regressione

- R Square (0,52): Il modello spiega il 52% della variabilità del ROE, un valore discreto che indica una buona capacità predittiva, anche se non ottimale. È possibile che altre variabili non incluse nel modello possano influenzare il ROE.
- Adjusted R Square (0,47): Con un valore leggermente inferiore al R Square, conferma che ulteriori regressori potrebbero essere rilevanti nell'ambito del modello considerato".

2. ANOVA

- Significance F (1,35079E-12): Un valore estremamente basso, che conferma che il modello è statisticamente significativo. Ciò significa che almeno una delle variabili indipendenti è significativamente correlata al ROE.

3. Coefficienti e P-value

Analizzando i coefficienti e i p-value delle singole variabili, otteniamo una panoramica dei loro effetti sul ROE:

- HealthTech and Life Science: Questa variabile ha un coefficiente negativo di -0,86 e un p-value di 0,086, che indica un impatto negativo sul ROE, anche se di debole significatività statistica. Questo potrebbe suggerire che le aziende nel settore HealthTech e Life Science, necessitando di ingenti capitali per ricerca e sviluppo e di tempo per le varie fasi di sperimentazione, attraversano più round di finanziamento, rallentando la loro redditività nel breve termine. L'esigenza di investimenti elevati prima di poter generare profitti può quindi spiegare l'impatto negativo di questo settore sul ROE, riflettendo la complessità e l'intensità di capitale necessari per raggiungere una stabilità finanziaria e risultati economici significativi.
- Number of Institutional Investors: Con un coefficiente positivo di 0,08 e un p-value altamente significativo (0,008), questa variabile mostra una relazione positiva e rilevante con il ROE. Questo implica che un numero maggiore di investitori istituzionali è associato a una crescita del ROE. La presenza di investitori istituzionali può conferire stabilità e fiducia all'azienda, favorendo condizioni di crescita più solide e un miglioramento delle performance.
- Debt / Equity: Il coefficiente negativo di -1,01, combinato con un p-value estremamente significativo (2,28257811364678E-13), indica un effetto negativo molto forte del rapporto debito/capitale proprio sul ROE. Un aumento del debito rispetto al capitale può portare a una maggiore pressione finanziaria, interessi più elevati, e ridurre la redditività complessiva, causando un calo del ROE. Da notare che la redditività operativa (che in media è negativa, come dimostrano i valori del ROI riportati nella tabella di statistiche descrittive) non riesce a coprire i costi dei finanziamenti, e questo effetto viene amplificato all'aumentare del rapporto di leverage (indebitamento).
- Total Founding / Total Assets: Con un coefficiente negativo di -0,73 e un p-value molto basso (0,01), questa variabile suggerisce che un aumento del rapporto tra fondi raccolti e asset totali ha un impatto negativo sul ROE. Questo è in linea con la teoria secondo

cui una maggiore dipendenza dal capitale esterno può portare a una minore efficienza finanziaria, con un conseguente calo del ROE.

Tabella 26 elaborazione dati propria ROA nel 2023

SUMMARY OUTPUT ROA								
Regression Statistics								
Multiple R	0,663835054							
R Square	0,440676979							
Adjusted R Square	0,390337907							
Standard Error	0,340278989							
Observations	110							
ANOVA								
	df	SS	MS	F	Significance F			
Regression	9	9,122795457	1,01364394	8,754173701	1,32868E-09			
Residual	100	11,57897906	0,115789791					
Total	109	20,70177452						
	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	-0,05676461	0,147076486	-0,385952993	0,700351369	-0,348560169	0,235030949	-0,348560169	0,235030949
Europe	-0,291376385	0,129496349	-2,250074121	0,026635108	-0,548293454	-0,034459316	-0,548293454	-0,034459316
North America	-0,257303659	0,105650066	-2,435433013	0,016644365	-0,466910381	-0,047696937	-0,466910381	-0,047696937
FinTech	0,012529776	0,141740679	0,088399297	0,929736111	-0,268679694	0,293739247	-0,268679694	0,293739247
HealthTech and Life Science	-0,173577107	0,086868588	-1,99815734	0,048414897	-0,345921911	-0,001232302	-0,345921911	-0,001232302
Number Institutional Investors	0,015559321	0,005208053	2,987550703	0,003537779	0,005226693	0,025891949	0,005226693	0,025891949
Angel Investors	0,070224643	0,120857957	0,581051052	0,562513366	-0,169554102	0,310003388	-0,169554102	0,310003388
Difference between Fouding date and IPO date	0,02118873	0,027179756	0,779577626	0,43748067	-0,032735132	0,075112592	-0,032735132	0,075112592
Debt / Equity	-0,017748274	0,020645626	-0,859662662	0,392031217	-0,058708607	0,02321206	-0,058708607	0,02321206
Total Founding / Total Assets	-0,323592887	0,049369913	-6,554455314	2,46408E-09	-0,421541387	-0,225644386	-0,421541387	-0,225644386

La tabella precedente (tabella 26) mostra i risultati di una regressione multipla per il ROA (Return on Assets) nel 2023. Ecco un'analisi dettagliata dei principali risultati:

1. Statistiche di Regressione

- R Square (0,44): Il modello spiega il 44% della variabilità del ROA, suggerendo una capacità predittiva moderata, anche se soddisfacente. Ciò indica che altre variabili non considerate potrebbero influenzare il ROA.
- Adjusted R Square (0,39): Con un valore leggermente inferiore rispetto a R Square, indica che il modello, seppur significativo, potrebbe non spiegare in maniera esaustiva le variazioni nel ROA.

2. ANOVA

- Significance F (1,32867569612805E-09): Un valore estremamente basso, indicando che il modello di regressione è globalmente significativo. Questo significa che almeno una delle variabili indipendenti è correlata in modo significativo al ROA.

3. Coefficienti e P-value

Di seguito vengono analizzati i coefficienti e i p-value delle singole variabili, che forniscono informazioni sul loro effetto sul ROA:

- Europe: Il coefficiente negativo di -0,29 e il p-value di 0,026 (statisticamente significativo) suggeriscono che le aziende situate in Europa tendono ad avere un ROA inferiore rispetto ad altre regioni. Questa correlazione negativa può essere spiegata da una serie di fattori specifici al contesto europeo, come una maggiore regolamentazione, costi operativi più alti, o un minore accesso al capitale di rischio rispetto ad altre aree. L'ambiente normativo e fiscale europeo potrebbe infatti limitare la redditività delle imprese, soprattutto se confrontato con mercati meno regolamentati.
- North America: Anche qui troviamo un coefficiente negativo di -0,25 e un p-value basso (0,016), che indicano un impatto negativo e significativo sul ROA per le aziende nordamericane. Questo risultato potrebbe sorprendere, dato che il Nord America è generalmente percepito come un contesto favorevole alla crescita aziendale. Tuttavia, il coefficiente negativo potrebbe riflettere settori o aziende che, pur avendo una forte crescita del capitale e del debito, non riescono ancora a tradurre questi input in un ROA positivo a causa di alti costi di espansione o strategie di crescita aggressive che richiedono tempi lunghi per generare ritorni sugli asset.
- HealthTech and Life Science: Con un coefficiente negativo di -0,17 e un p-value di 0,048, questa variabile mostra un impatto negativo sul ROA, statisticamente significativo. L'industria HealthTech e Life Science richiede solitamente ingenti investimenti in ricerca e sviluppo, e spesso passa attraverso molteplici fasi di finanziamento per portare innovazioni sul mercato. Tali costi elevati, uniti al tempo necessario per ottenere approvazioni regolatorie (soprattutto nei settori biotecnologico e farmaceutico), possono ridurre temporaneamente la redditività degli asset. Pertanto, il valore negativo del coefficiente potrebbe riflettere la sfida che molte aziende in questo settore affrontano per mantenere alti rendimenti in presenza di una struttura dei costi impegnativa.
- Number of Institutional Investors: Con un coefficiente positivo di 0,015 e un p-value significativo (0,003), questa variabile è associata a un aumento del ROA. La presenza di investitori istituzionali può influire positivamente sulla performance aziendale, poiché questi investitori tendono a portare competenze, governance rafforzata e risorse finanziarie. Questo sostegno permette alle aziende di investire con maggiore fiducia e strategia, ottimizzando l'utilizzo degli asset e generando rendimenti superiori.
- Total Founding / Total Assets: Con un coefficiente negativo di -0,32 e un p-value estremamente basso (2,46407921287592E-09), questa variabile suggerisce che un aumento del rapporto tra fondi raccolti e asset totali ha un impatto negativo sul ROA.

Un elevato rapporto tra fondi raccolti e asset totali suggerisce una forte dipendenza dal capitale esterno rispetto alle risorse interne dell'azienda, il che potrebbe portare a una struttura di capitale meno efficiente. In molte start-up o aziende in fase di crescita, un alto livello di finanziamento rispetto agli asset totali può portare a pressioni per generare rapidamente ritorni per gli investitori, ma potrebbe anche indicare una gestione meno efficiente delle risorse disponibili. In alcuni casi, tale dipendenza dal capitale esterno potrebbe essere un segnale di vulnerabilità, poiché aumenta il rischio finanziario e riduce la flessibilità nell'allocazione degli asset.

Capitolo 5 Conclusioni

L'analisi dei dati raccolti nel corso di questo studio ha contribuito a far emergere elementi di chiarezza nelle dinamiche caotiche che caratterizzano le diverse fasi di sviluppo di una start-up. Tuttavia, per ottenere stime ancora più accurate e complete, sarebbe stato necessario disporre di un numero maggiore di dati e fonti più precise. Durante la ricerca, sono emerse difficoltà nel reperimento delle informazioni finanziarie: piattaforme come Yahoo Finance, pur essendo accessibili, si sono spesso rivelate incomplete o carenti di aggiornamenti, limitando così l'accuratezza delle analisi. Questo pone un problema strutturale nell'accessibilità ai dati di molte start-up, una questione che meriterebbe maggiore attenzione da parte degli enti finanziari e degli sviluppatori di database. La disponibilità di banche dati più complete e aperte al pubblico permetterebbe infatti di approfondire in modo più dettagliato e accurato i processi evolutivi di queste aziende e di catturare meglio le sfumature delle dinamiche imprenditoriali.

L'evoluzione di una start-up, dalla fase iniziale di ideazione e prototipazione fino al tentativo di scalabilità, è costellata da sfide e turbolenze che confermano la natura "caotica" di questi percorsi imprenditoriali. Tuttavia, questa "caoticità" non deve essere interpretata come disorganizzazione, ma piuttosto come una caratteristica intrinseca del processo di crescita di una start-up. In particolare, i risultati mostrano come la mancanza di risorse stabili, i continui aggiustamenti del modello di business e le strategie di finanziamento rendano l'ambiente di una start-up instabile e in costante evoluzione. Le start-up devono adattarsi rapidamente alle condizioni del mercato e reinventarsi per sopravvivere, trasformando quello che appare come caos in un vantaggio competitivo.

Questa dimensione di "caos strutturato" rappresenta un'opportunità unica per testare approcci innovativi e rispondere in modo rapido a sfide impreviste. L'incertezza non è solo un ostacolo ma una fonte di stimolo per la creatività e la flessibilità, due qualità essenziali per affrontare le sfide di un mercato altamente competitivo. Un ambiente caotico può costringere una start-up a rimanere agile, abituata al cambiamento e pronta a sfruttare anche minimi segnali di mercato per adattarsi e crescere. La resilienza, che molte start-up sviluppano come parte del loro DNA, è dunque non solo il risultato di questo caos, ma anche un ingrediente fondamentale per il successo a lungo termine.

I dati emersi dall'analisi evidenziano che, sebbene il caos possa essere percepito come un ostacolo, rappresenta una risorsa preziosa. Le start-up di successo non sono quelle che evitano il caos, ma piuttosto quelle che riescono a integrarlo nella propria cultura aziendale,

trasformando l'incertezza in un'opportunità di crescita. Questo aspetto è particolarmente rilevante per le start-up orientate all'innovazione, che si trovano spesso a lavorare su tecnologie e modelli di business non ancora consolidati. Il caos, quindi, non solo rappresenta una sfida, ma diventa un mezzo per sviluppare un apprendimento continuo e una capacità di adattamento che, in ultima analisi, rafforza il team e l'azienda come approfondito nel paragrafo 1.3.4.

In conclusione, la natura caotica delle start-up emerge come un elemento inevitabile e, anzi, necessario. Attraverso la gestione e l'accettazione di questo caos, le start-up possono sviluppare la resilienza indispensabile per sopravvivere e crescere in un contesto in continuo mutamento. È forse proprio grazie a questa "cultura del caos" che alcune start-up riescono a trasformarsi in aziende leader (ad esempio aziende come Meta, Tesla, NVIDIA) dimostrando che la gestione dell'incertezza e la capacità di adattamento sono tra i loro asset più potenti.

BIBLIOGRAFIA

- 1) Achleitner, Ann-Kristin, and Oliver Klöckner. "Employment contribution of private equity and venture capital in Europe." Available at SSRN 1113782, 2005
- 2) Aernoudt R., Business Angels: Should they fly on their own wings? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1999
- 3) Afsar, Bilal. "Determinants of customer loyalty and proposing a customer loyalty model for the banking sector of Pakistan." *Management & Marketing-Craiova* 1 (2010): 73-90.
- 4) Alfaro, Elena, et al. "BBVA's Data Monetization Journey." *MIS Q. Executive* 18.2, 2019
- 5) Allen, D. N., & Rahman, Small business incubators: a positive environment for entrepreneurship. *Journal of Small Business Management*, 1985
- 6) Al-Shaikh, Mohammad Emad, and Kamran Ahmed Siddiqui. "Crossing the valley of death: lessons for young entrepreneurs." *Entrepreneurship and Sustainability Issues* 9.1 (2021): 644.
- 7) AmabileTM, Conti R., Cambiamenti nell'ambiente di lavoro per la creatività durante il ridimensionamento, *Accade. Gest. J.*, 1999
- 8) Ang, Andrew, Sergiy Gorovyy, and Gregory B. Van Inwegen. "Hedge fund leverage." *Journal of Financial Economics* 102.1, 2011
- 9) Annaflavia Bianchi, Università di Ferrara, *Economia del lavoro e dell'innovazione*, Schumpeter data visione 28/03/2024
- 10) Annisa R. Qastharin, *Business Model Canvas for Social Enterprise*, 2025
https://www.researchgate.net/profile/AnnisaQastharin/publication/323393037_Business_Model_Canvas_for_Social_Enterprise/links/5aa8e20d0f7e9b0ea308294a/Business-Model-Canvas-for-Social-Enterprise.pdf data visione 28/03/2024
- 11) Ansari, Azarnoush, and Arash Riasi. "Modelling and evaluating customer loyalty using neural networks: Evidence from startup insurance companies." *Future business journal* 2.1 (2016): 15-30.
- 12) Asta Savaneviciene, Vitalija Venckuviene, Lina Girdauskiene, *Venture Capital a Catalyst for Start-Ups to Overcome the "Valley of Death": Lithuanian Case*, *Procedia Economics and Finance*, 2015
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567115009296> data visione 28/03/2024

- 13) Åstebro, Thomas, and Irwin Bernhardt. "Start-up financing, owner characteristics, and survival." *Journal of Economics and Business* 55.4, 2003
- 14) B. KETTELL, *Introduction to Islamic banking and finance*, John Wiley & Sons, Chichester, 2011
- 15) Bartoli, Furio. *Il rendiconto finanziario dei flussi di liquidità. Guida all'analisi e alla pianificazione finanziaria delle Pmi attraverso i flussi di liquidità: Guida all'analisi e alla pianificazione finanziaria delle Pmi attraverso i flussi di liquidità*. FrancoAngeli, 2015
- 16) Battistella, Cinzia, Alberto F. De Toni, and Elena Pessot. "Open accelerators for start-ups success: a case study." *European Journal of Innovation Management* 20.1, 2017
- 17) Baum, J. A. C., Calabrese, T., & Silverman, B. S., Don't go it alone: alliance network composition and startups' performance in Canadian biotechnology. *Strategic Management Journal*, 21(3), 2000
- 18) Bernard, Zoë, «Here's the story behind how Silicon Valley got its name», *Business Insiders*, 2017
- 19) Berry, L. L., Relationship marketing. In: L. L. Berry, G. L. Shostack, & G. D. Upah (Eds.), *Emerging perspectives on services marketing*. Chicago, IL: American Marketing Association, Proceedings Series, 1983
- 20) Biais, B., Perotti, E.C., *Entrepreneurs and new ideas*. Working paper no. 3864. Centre for Economic Policy Research, London, UK., 2004
- 21) Biancone, Paolo, Silvana Secinaro, and Maha Radwan. "Compatibilità della finanza islamica alla normativa italiana." *Stato, Chiese e pluralismo confessionale*, 2020
- 22) Blois, Keith J. "Trust in business to business relationships: An evaluation of its status." *Journal of management studies* 36.2 (1999): 197-215.
- 23) Boudreau, John W., and Peter M. Ramstad. *Beyond HR: The new science of human capital*. Harvard Business Press, 2007.
- 24) Boulahbel, Zoubir. "Crowdfunding as an alternative form of Islamic financing for startups and small enterprises." *South East Asia Journal of Contemporary Business*, 2021
- 25) Brav A, Gompers P. 2003. The role of lock-ups in initial public offerings. *Review of Financial Studies* 16 1–29.
- 26) Brown M., Degryse H., Hoewer D., & Penas M., *How Do Banks Screen Innovative Firms? Evidence from startup Panel Data*. ZEW - Centre for European Economic Research, Discussion Paper No. 12-032., 2012

- 27) Bruton, Garry D., et al. "Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: The impact of different types of private equity investors and institutional environments." *Strategic management journal* 31.5 (2010): 491-509.
- 28) Bygrave, W. D. "Venture capital at the crossroads." ,1992.
- 29) Camera di Commercio di Ascoli Piceno, *Le Start-Up Innovative*, 2014
- 30) Caramiello, Carlo, Fabrizio Di Lazzaro, and Giovanni Fiori. *Indici di bilancio: strumenti per l'analisi della gestione aziendale*. IPSOA informatica, 1986.
- 31) Catarina Nascimento, *Católica Lisbon Business & Economics, What is the role of Human Resource Management in growing start-ups*, 2017
- 32) Chahine S, Filatotchev I., Signaling the firm's value: information disclosure, corporate governance and performance of IPOs. *Journal of Small Business Management* 46, 2008
- 33) Chen, M.-H., & Wang, M.-C., Social networks and a new venture's innovative capability: the role of trust within entrepreneurial teams. *R&D Management*, 2008
- 34) Chesbrough, H. and Schwartz, K., *Innovating business models with codevelopment partnerships*. *Research-Technology Management*, 2007
- 35) Chih-Hung Yuan, *The Analysis of Fuzzy Qualitative Comparison Method and Multiple Case Study of Entrepreneurial Environment and Entrepreneur Psychology for Startups*, 2022
- 36) Clayton M. Christensen, Michael E. Raynor, and Rory McDonald, *Harvard Business Review What Is Disruptive Innovation?*, 2015 <https://hbr.org/2015/12/what-is-disruptive-innovation> data visione 28/03/2024
- 37) Croce, Annalisa, Massimiliano Guerini, and Elisa Ughetto. "Angel financing and the performance of high-tech start-ups." *Journal of Small Business Management* 56.2, 2018
- 38) D. Harhoff, K.R. Lakhani (Eds.), *Revolutionizing innovation: Users, communities, and open innovation*, MIT Press, Cambridge, 2016
- 39) Daepf, Madeleine IG, et al. "The mortality of companies." *Journal of the Royal Society Interface* 12.106 (2015): 20150120.
- 40) D'Arienzo, Maria. "I fondamenti religiosi della finanza islamica." *Stato, Chiese e pluralismo confessionale*, 2012
- 41) Delmar, Frédéric, and Scott Shane. "Does experience matter? The effect of founding team experience on the survival and sales of newly founded ventures." *Strategic organization* 4.3, 2006

- 42) Dharwadkar R, George G, Brandes V., Privatization in emerging economies: an agency theory perspective. *Academy of Management Review* 25, 2000
- 43) E. Mollick, The dynamics of crowdfunding: An exploratory study, *Journal of Business Venturing*, 2014
- 44) Erbetta, F., Fraquelli, G. "Finanza aziendale. Strumenti per le scelte di investimento", Casa Editrice Ambrosiana, Milano, 2007
- 45) Eva de Mol, *Harvard Business Review*, What Makes a Successful Startup Team, 2019
<https://hbr.org/2019/03/what-makes-a-successful-startup-team> data visione 28/03/2024
- 46) F. Dezzani, G. Ferrero, P. Pisoni, L. Puddu, *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Giuffrè Editore, 2006
- 47) F. ZAFAR. Ijarah contract: a practical dilemma, in *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 2012
- 48) Federica Colli Vignarelli, *Wired*, BlackBerry, storia di un fallimento, 2017
<https://www.wired.it/economia/business/2017/02/27/blackberry-storia-di-un-fallimento/>
 data visione
- 49) Forbes, How To Make The Most Of Your Co-Founder Relationship, 2022
<https://www.forbes.com/sites/forbestechcouncil/2022/07/20/how-to-make-the-most-of-your-co-founder-relationship/> data visione 28/03/2024
- 50) Franco Pedriali, *Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali*, Hoepli Editore, 2006
- 51) Fujita, Masanori, et al. "Analyzing startup ecosystem through corporate networks based on investment relation of venture capitals in unicorns." *Procedia CIRP* 112 (2022): 11-16.
- 52) G.K.C. Ahlers, D. Cumming, C. Guenther, D. Schweizer, Signaling in equity crowdfunding *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2015
- 53) Gee, Robert, Graham Coates, and Mike Nicholson. "Understanding and profitably managing customer loyalty." *Marketing Intelligence & Planning* 26.4 (2008): 359-374.
- 54) Gianluca Pontoni, Edizioni Ca'Foscari, *Academy Infinityhub, Startup, scaleup e unicorni*, 2023
- 55) Gilinsky, Armand. "Business Strategy for a Better Normal." Springer Books (2023).
- 56) Giorgio Pellicelli, Cedam, *Il marketing*, 2017
- 57) Gompers, P. and J. Lerner., "Venture Capital Distributions: Short- and Long-run Reactions." *Journal of Finance*. 53, 1998

- 58) Graham, John R. "How big are the tax benefits of debt?." *The journal of finance* 55.5 (2000): 1901-1941.
- 59) Granovetter, Mark. "Economic action and social structure: The problem of embeddedness." *American journal of sociology* 91.3, 1985
- 60) Hellmann, Thomas, and Manju Puri. "Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence." *The journal of finance* 57.1, 2002
- 61) Hite, J. M., & Hesterly, W. S., The evolution of firm networks: from emergence to early growth of the firm. *Strategic Management Journal*, 22(Spring), 2001
- 62) Hsu, David H., and Martin Kenney. "Organizing venture capital: the rise and demise of American Research & Development Corporation, 1946–1973." *Industrial and Corporate Change* 14.4, 2005
- 63) Humphery-Jenner, Mark. "Private equity fund size, investment size, and value creation." *Review of Finance* 16.3 (2012): 799-835.
- 64) Iacobucci, Donato. *Le start-up innovative*. iBookpad, 2014.
- 65) J. Prpić, P.P. Shukla, J.H. Kietzmann, I.P. McCarthy, *How to work a crowd: Developing crowd capital through crowdsourcing*, Business Horizons, 2015
- 66) J.R. PRESLEY, J.G. SESSIONS, *Islamic economics: the emergence of a new paradigm*, in *The Economic Journal*, 104 (May), 1994
- 67) J.Y. Moisseron, B.L. Moschetto, F. Teulon, *Islamic Finance: A Review of the Literature*, in *The International Business & Economics Research Journal*, 14, no. 5, 2015
- 68) Jeremy Rifkin, *L'era dell'accesso. La rivoluzione della new economy*, 2001
- 69) Josh Howarth, *Startup Failure Rate Statistics*, 2023
<https://explodingtopics.com/blog/startup-failure-stats> data visione 28/03/2024
- 70) Kalbande, Sheetal, and Rajvilas Karmore. "Comparative Study of Sources of Finance for Startups in Metro Cities."
- 71) Kauffman, *The Anatomy of an Entrepreneur*, 2009
- 72) Klačmer Čalopa, Marina, Jelena Horvat, and Maja Lalić. "Analysis of financing sources for start-up companies." *Management: journal of contemporary management issues* 19.2, 2014
- 73) Königstorfer, Florian, and Stefan Thalmann. "Applications of Artificial Intelligence in commercial banks—A research agenda for behavioral finance." *Journal of behavioral and experimental finance* 27, 2020

- 74) Kotha, Reddi, and Gerard George. "Friends, family, or fools: Entrepreneur experience and its implications for equity distribution and resource mobilization." *Journal of business venturing* 27.5, 2012
- 75) Kotler P., Kartajaya H. e Setiawan I., "Marketing 3.0", John Wiley & Sons, 2010
- 76) L.M. ALGAOUD, M.K. LEWIS, Islamic critique of conventional financing, in *Handbook of Islamic Banking*, 38, 2007
- 77) Lechner, C., Dowling, M., & Welpe, I., Firm networks and firm development: the role of the relational mix. *Journal of Business Venturing*, 21(4), 2006
- 78) Lesakova, Lubica. "The role of business incubators in supporting the SME start-up." *Acta Polytechnica Hungarica* 9.3 (2012): 85-95., 2012
- 79) Li, Cai, et al. "Role of business incubators as a tool for entrepreneurship development: the mediating and moderating role of business start-up and government regulations." *Sustainability* 12.5, 2020
- 80) Lopac, B., *Kako financirati Web startup (How to fund a Web startup)*, 2007
<http://cromotion.net/76/kako-financirati-web-startup/>. data visione 09/09/2024
- 81) Luigi Brusa, *Lezioni di Economia Aziendale*, G.Giappichelli Editore, 2013
- 82) Luigi Riva, *L'obbligo della crescita per competere con successo*, Il Sole 24 ore, 2021
- 83) Luise, Vincenzo. *Le forme dell'innovazione nell'ideologia californiana: Le retoriche, i modelli e le trasformazioni nell'economia startup*. EGEA spa, 2019.
- 84) M. Valletta, *Il finanziamento delle start up nel settore Biotech*, a.a. 2022-23
- 85) Manigart, S., *Determinants of required return in venture capital investments: a five country study*. Working Paper, University of Gent, June, 1998
- 86) Marwick, Alice E., *Status Update: Celebrity, Publicity and Self-Branding*, New Haven e London, Yale University Press, 2013
- 87) Mason, Colin M., and Richard T. Harrison. "Business angel investment activity in the financial crisis: UK evidence and policy implications." *Environment and Planning C: Government and Policy* 33.1, 2015
- 88) Massimo Arnone, *Economia dell'Innovazione La diffusione dell'innovazione*, Università di Roma La Sapienza Corso di Laurea Innovazione Tecnologica dei Prodotti e dei Processi , 2019
- 89) *Massolution Report Released: Crowdfunding Market Grows 167% in 2014, Crowdfunding Platforms Raise \$16.2 Billion | National Crowdfunding & Fintech Association of Canada*. 2015 (ncfacanada.org) data visione 09/09/2024

- 90) Massolution, The crowdfunding industry report. Massolution, 2015
- 91) Maurya, A. Running Lean: Iterate from Plan A to a Plan That Works, 2012
- 92) McCarthy, P.X., Gong, X., Braesemann, F. et al. The impact of founder personalities on startup success. *Sci Rep* 13, 17200, 2023
- 93) Metrick, Andrew, and Ayako Yasuda. "Venture capital and other private equity: a survey." *European Financial Management* 17.4, 2011
- 94) Miller, Merton H., and Charles W. Upton. "Leasing, buying, and the cost of capital services." *The Journal of Finance* 31.3 (1976): 761-786.
- 95) Montrone, Alessandro. Il sistema delle analisi di bilancio per la valutazione dell'impresa. Vol. 111. FrancoAngeli, 2005
- 96) MT. USMANI. Sukuk and their contemporary applications. In: Translated from the original Arabic by Sheikh Yusuf Talal DeLorenzo, AAOIFI Shari'a Council meeting, Saudi Arabia, 2007
- 97) Mukit, Mohammad Mushfiqul Haque, Aishath Muneeza, and Andrea Paltrinieri. "Contributions of Professor M. Kabir Hassan to the Islamic finance literature: a bibliometric study." *Jurnal Ekonomi Malaysia* 55.3, 2021
- 98) Myers, S. C. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors do not have." (1984).
- 99) Nascimento, Catarina Margarida Rodrigues da Silva do. What is the role of Human Resource Management in growing start-ups?. Diss. 2017.
- 100) Nedelandse Beurs voor Investeringen in Bedrijven [EBIB], NEBIB Magazine, Maandoverzicht Nieuws en Profielen, no. 8 (August), 1998
- 101) Nikam, Rohini U., Yuvraj Lahoti, and Samrat Ray. "A Study of Need and Challenges of Human Resource Management in Start-up Companies." *Mathematical Statistician and Engineering Applications* 72.1 (2023): 314-320.
- 102) Ogutu, V. O., Kihonge E., Impact of Business Incubators on Economic Growth and Entrepreneurship Development. *International Journal of Science and Research (IJSR)*, 2016
- 103) Orellana, Sergio Rafael Bravo. "The Life Cycle in Startup Valuation." *Life Cycle Assessment-Recent Advances and New Perspectives*. IntechOpen, 2023.
- 104) P. BIANCONE, M. RADWAN, Sharia-Compliant financing for public utility infrastructure, *Utilities Policy*, 2018
- 105) Parhankangas, Annaleena, and Michael Ehrlich. "How entrepreneurs seduce business angels: An impression management approach." *Journal of Business Venturing* 29.4, 2014

- 106) Paschen, Jeannette. "Choose wisely: Crowdfunding through the stages of the startup life cycle." *Business horizons* 60.2, 2017
- 107) Paul H. Schurr, Julie L. Ozanne, Influences on Exchange Processes: Buyers' Preconceptions of a Seller's Trustworthiness and Bargaining Toughness, *Journal of Consumer Research*, Volume 11, Issue 4 page.940 , March 1985
- 108) Pettersen, I. B., & Tobiassen, A. E. , Are born globals really born globals? The case of academic spin-offs with long development periods. *Journal of International Entrepreneurship*, 2012
- 109) Pisoni, Alessia, and Alberto Onetti. "When startups exit: comparing strategies in Europe and the USA." *Journal of Business Strategy* 39.3, 2018
- 110) Powell, W. W., Koput, K. W., & Smith-Doerr, L., Interorganizational collaboration and the locus of innovation: networks of learning in biotechnology. *Administrative Science Quarterly*, 41(1), 116–145., 1996
- 111) Pratiwi, R.E., Meirani, N. and ., K. 2023. Crowdfunding: As an Alternative to Islamic Funding. *KnE Social Sciences*, figure 4 pag. 114, 2023
- 112) Pratiwi, Rizka Estisia, et al. "Crowdfunding: As an Alternative to Islamic Funding." *Journal of Business Studies and Management Review*, 2023
- 113) Prof. Claudio Pantanali, KAIZEN Metodologia per il miglioramento continuo https://moodle2.units.it/pluginfile.php/437421/mod_resource/content/1/Kaizen.pdf data visione 20/02/2024
- 114) Quintero, Sebastian. "Dissecting startup failure rates by stage." *Towards Data Science* 7 (2017) <https://medium.com/journal-of-empirical-entrepreneurship/dissecting-startup-failure-by-stage-34bb70354a36> data visione 28/03/2024
- 115) R.L. DAFT, *Organization Theory and Design*, South Western College Publishing, 8a edizione, tradotto in italiano *Organizzazione Aziendale*, Apogeo, 2004
- 116) Ramachandran, Vandana, Siva Viswanathan, and Sanjay Gosain. "The Impact of Online Information on the Purchase of Certified Used Cars." *Advances in Consumer Research* 35 (2008).
- 117) Riasi, Arash. "Competitive advantages of shadow banking industry: An analysis using Porter diamond model." *Business management and strategy* 6.2 (2015): 15-27.
- 118) Ribatti, Antonio. *Le imprese innovative in provincia di Torino: Analisi del capitale e industria 4.0*. Diss. Politecnico di Torino, 2018.

- 119) Rich Winley, *Forbes, Friends, Family...Fools?: Who Will You Get To Fund Your Startup*, 2015
- 120) Ries, Eric. "How today's entrepreneurs use continuous innovation to create radically successful businesses." *The lean startup* (2011).
- 121) Ruef, Martin, Howard E. Aldrich, and Nancy M. Carter. "The structure of founding teams: Homophily, strong ties, and isolation among US entrepreneurs." *American sociological review* 68.2, 2003
- 122) Ruef, Martin. Norms of generalized exchange in formal organizations. Working Paper. Stanford Graduate School of Business, 2003
- 123) S.Alvaro, Consob, *La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano*, 2014, *La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano (assaif.org)* data visione 09/09/2024
- 124) S.S. BINTAWIM, Performance analysis of Islamic banking: Some evidence from Saudi Arabian banking Sector, in *Dissertations Ritsumeikan Asia Pacific University*, 2011
- 125) Saiti, Burhan, Muhammad Hamal Musito, and Ensari Yucel. "Islamic crowdfunding: Fundamentals, developments and challenges." *Islamic Quarterly*, 2018
- 126) Sanders WG, Boivie S. 2004. Sorting things out: valuation of new firms in uncertain markets. *Strategic Management Journal* 25 (2): 167–186
- 127) Sergio Rafael Bravo Orellana, *The Life Cycle in Startup Valuation*, 2023
<https://www.intechopen.com/chapters/86951> data visione 28/03/2024
- 128) Sidlo, Katarzyna. "Islamic finance 2017: State of the art and outlook for the future.", 2017
- 129) Smith, C. and Warner, J., *On Financial Contracting: an Analysis of Bond Covenants*, *Journal of Financial Economics* 7, 117-161., 1979
- 130) Smith, D.J., R.T. Harrison and C.M. Mason, 'Experience, heuristics and learning: the angel investment process', *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Wellesley, MA: Babson College, 2010
- 131) Snehota, Ivan, and Hakan Hakansson. *Developing relationships in business networks*. Vol. 11. London: routledge, 1995.
- 132) Sørheim, R. (2003), 'The pre-investment behaviour of business angels: a social capital approach', *Venture Capital*, 5(4), 2003
- 133) Soroush Kavosian, *Tesi di Laurea Magistrale Corso di Laurea in Ingegneria Gestionale, Il Business Plan di una Start-up il caso Mode*, 2017-2018

- 134) Stewart C. Myers, Capital Structure, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 15, Number 2, 2001
- 135) Storey, D. J.: *Understanding the Small Business Sector. The Birth of Firms*. London: International Thomson Business Press, United Kingdom, 1994
- 136) Stulz, René M. "Hedge funds: Past, present, and future." *Journal of Economic Perspectives* 21.2, 2007
- 137) Svetlana Nikiforova, St. Petersburg State University of Economics (UNECON) Russia, *The study of the correspondence of marketing instruments to the stages of the start-up life cycle*, 2018
- 138) Teresa M. Amabile, Michael G. Pratt, *The dynamic componential model of creativity and innovation in organizations: Making progress, making meaning*, *Research in Organizational Behavior*, 2016
- 139) TJones, Charles M., and Matthew Rhodes-Kropf. *The price of diversifiable risk in venture capital and private equity*. working paper, Columbia University, 2003.
- 140) Tocher, Neil, and Matthew W. Rutherford "Perceived Acute Human Resource Management Problems in Small and Medium Firms: An Empirical Examination." *Entrepreneurship: Theory & Practice* 33.2 : 455-479. Business Source Complete. EBSCO. Web. 1 Nov. 2009.
- 141) Tony Antonio, Agoes Tinus Lis Indrianto, Liesty Padmawidjaja, National Library of Medicine, *In search of mediators of leadership behavior to Team Creativity in Team Start-ups*, 2022
- 142) Tov, Maryna Y. "Human resource practices in start-up companies." (2009).
- 143) V. Gupta, L. Rubalcaba, J. M. Fernandez-Crehuet and L. F. Pereira, "Innovation Through Startup Collaboration: Build a Relationship With Your Peer Startups," 2021
- 144) Vincenzo Luise, *Le forme dell'innovazione nell'ideologia californiana. Le retoriche, i modelli e le trasformazioni dell'economia startup*, 2019
- 145) Wahjono, Sentot Imam, et al. "Islamic crowdfunding: A comparative analytical study on halal financing.", 2017
- 146) World Bank. Islamic Development Bank. & Islamic Research and Training Institute. *Leveraging Islamic finance for small and medium enterprises. Joint WB-IDB policy report*. World Bank Global Islamic Finance. Development Center. Istanbul. 2015

147) Worrell, D., *Bootstrapping Your Startup.*, 2002

<https://www.entrepreneur.com/money-finance/bootstrapping-your-startup-startups/55776>

data visione 09/09/2024

148) Z. IQBAL, A. MIRAKHOR. *An introduction to Islamic Finance. Theory and practice*, second edition, John Wiley & Sons, Chichester, 2011

149) Z. IQBALI, Islamic financial systems, in *Finance and Development*, 34, 1997, p.42-45

SITOGRAFIA

- 1) https://www.treccani.it/enciclopedia/startup_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/ data visione 28/03/2024
- 2) <https://www.consob.it/web/investor-education/la-bolla-delle-c.d.-dotcom> data visione 28/03/2024
- 3) https://st.ilsole24ore.com/art/tecnologie/2011-06-24/mail-compie-anni-testo-113023.shtml?uuid=AaL7gfiD&refresh_ce=1 data visione 28/03/2024
- 4) https://www.treccani.it/enciclopedia/geocities_%28Lessico-del-XXI-Secolo%29/ data visione 28/03/2024
- 5) <https://www.mimit.gov.it/it/impresa/competitivita-e-nuove-imprese/start-up-innovative> data visione 28/03/2024
- 6) https://www.mimit.gov.it/images/stories/normativa/Scheda_sintesi_disciplina_startup_agosto_2014.pdf data visione 28/03/2024
- 7) <https://documenti.camera.it/leg16/dossier/testi/D12179.htm> data visione 28/03/2024
- 8) <https://www.geopop.it/come-ha-avuto-successo-whatsapp-la-storia-dellapp-che-ha-dichiarato-la-morte-degli-sms/> data visione 28/03/2024
- 9) <https://review42.com/resources/what-percentage-of-startups-fail/>, 2023
- 10) <https://learning.linkedin.com/resources/workplace-learning-report-2018> data visione 28/03/2024
- 11) https://www.to.camcom.it/sites/default/files/promozioneterritorio/Osservatorio_SUI_edizione_2018.pdf data visione 28/03/2024
- 12) <https://startupedia.net/it/che-cose/fff-friends-family-and-fools/> data visione 28/03/2024
- 13) [il-ciclo-di-vita-una-startup-innovativa-marco-dallavanzi](#) data visione 28/03/2024
- 14) <https://www.smartweek.it/finanziare-una-start-up-ecco-la-gerarchia-delle-fonti-di-finanziamento/> data visione 28/03/2024
- 15) <https://www.mistoreitalia.com/apps/store-locator> data visione 28/03/2024
- 16) <https://www.intechopen.com/chapters/86951> data visione 28/03/2024
- 17) <https://www.biontech.com/int/en/home/about/collaborators.html> data visione 28/03/2024
- 18) <https://ieeexplore.ieee.org/abstract/document/9502574> data visione 28/03/2024

- 19) <https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/> data visione 28/03/2024
- 20) <https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies> data visione 28/03/2024
- 21) <https://www.forbes.com/advisor/it/investire/venture-capital/> data visione 28/03/2024
- 22) <https://forbes.it/2019/05/20/non-chiedete-ai-clienti-cosa-desiderano-non-lo-sanno/> data visione 28/03/2024
- 23) https://en.wikipedia.org/wiki/Diffusion_of_innovations data visione 28/03/2024
- 24) <https://hbr.org/2014/10/the-value-of-keeping-the-right-customers> data visione 28/03/2024
- 25)
https://www.dropbox.com/officialteamspace?_tk=paid_sem_goog_biz_b&_camp=20920651413&_kw=dropbox%7Ce&_ad=687055156971%7C%7Cc&gad_source=1&gclid=CjwKCAiAxaCvBhBaEiwAvsLmWGU0zjeD8nQyGvx9X7e3Fbs9o17syMis643P8wmAfYHpsP7jdnYwCRoCqtoQAvD_BwE data visione 28/03/2024
- 26) https://it.wikipedia.org/wiki/Guy_Kawasaki data visione 09/09/2024
- 27) <https://blog.xoxoday.com/it/events/motivational-quotes-for-startups/> data visione 09/09/2024
- 28) <https://www.startupgeeks.it/bootstrapping-startup/> data visione 09/09/2024
- 29) <https://www.fondazioneoic.eu/?cat=14> data visione 09/09/2024
- 30) <https://cashflow.it/indice-di-liquidita-primaria-cosa-significa-e-come-si-calcola/#:~:text=Quick%20Ratio%20%3D%20liquidit%C3%A0%20totale%20%2F%20passivit%C3%A0,poter%20riscuotere%20nei%2012%20mesi.> data visione 09/09/2024
- 31) https://farenumeri.it/indipendenza-finanziaria/#Come_si_interpreta data visione 09/09/2024
- 32)
<https://agicap.com/it/glossario/rapportoindebitamento/#:~:text=Il%20rapporto%20di%20indebitamento%20si,di%20indebitamento%20sar%C3%A0%20del%2050%25.> data visione 09/09/2024
- 33) https://www.to.camcom.it/sites/default/files/promozione-territorio/GSF_4-2.pdf data visione 09/09/2024
- 34)
<https://www.uniba.it/it/corsi/mec/m.mariani1/CAPITOLO10ANALISIDELLAREDDITIVI TA.pdf> data visione 09/09/2024

- 35) <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/costo-medio-ponderato139.htm> data visione 09/09/2024
- 36) <https://www.uniba.it/it/corsi/mec/m.-mariani1/CAPITOLO21PRINCIPIDICOMPOSIZIONEDELLASTRUTTURAFINANZIARIA.pdf> data visione 09/09/2024
- 37) <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=3b3f06315e1088a824370f39873d3534c74c3808> data visione 09/09/2024
- 38) <https://www.docenti.unina.it/webdocenti-be/allegati/materiale-didattico/458129#:~:text=Il%20teorema%20stabilisce%20che%20il,alla%20stessa%20classe%20di%20rischio.> data visione 09/09/2024
- 39) https://elearning.unite.it/pluginfile.php/231043/mod_resource/content/0/Cap13%20La%20struttura%20del%20capitale%20in%20un%20mercato%20perfetto.pdf data visione 09/09/2024
- 40) <https://fastercapital.com/it/contenuto/Il-teorema-di-Modigliani-Miller--il-lavoro-rivoluzionario-di-Merton-Miller.html> data visione 09/09/2024
- 41) https://www.camcom.bz.it/sites/default/files/uploaded_files/sviluppo_impresa/Leitfaden%20Finanzierung%20IT.pdf data visione 09/09/2024
- 42) <https://www.nvidia.com/en-us/industries/finance/#referrer=vanity> data visione 09/09/2024
- 43) <https://www.upstart.com/> data visione 09/09/2024
- 44) https://en.wikipedia.org/wiki/Upstart_Holdings data visione 09/09/2024
- 45) https://www.bls.gov/bdm/us_age_naics_00_table5.txt data visione 09/09/2024
- 46) https://it.wikipedia.org/wiki/Rischio_morale data visione 09/09/2024
- 47) <https://www.coursera.org/learn/private-equity> data visione 09/09/2024
- 48) <https://www.forbes.com/advisor/it/investire/private-equity-cosa-e-come-funziona/> data visione 09/09/2024
- 49) <https://www.morningstar.it/it/news/199647/labc-del-private-equity.aspx> data visione 09/09/2024
- 50) https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1113782 data visione 09/09/2024

- 51) <https://www.forbes.com/advisor/it/investire/venture-capital/> data visione 09/09/2024
- 52) <https://platform.tracxn.com/a/s/query/t/unicomCorner/t/overview> data visione 09/09/2024
- 53) https://finance.yahoo.com/news/hedge-fund-vs-venture-capital-095500073.html?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xILmNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAALQcSHWpDpRmgC2XQlfqOhIebkTUZfIYSdvOWV2jVBU5QNwYXr24BNMq8JqTzjU6NCtmAb2YX_Aocj6zanid32SirUCTa4nc9K2So-sAc5Ms96_fIy54aB87SGxb-Cuk5gLBfNBYnCiwXNfggfhNpohY3yckTWGnR1K-IzTH6f data visione 09/09/2024
- 54) [https://www.treccani.it/enciclopedia/business-angel_\(Lessico-del-XXI-Secolo\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/business-angel_(Lessico-del-XXI-Secolo)/) data visione 09/09/2024
- 55) <https://www.mimit.gov.it/it/impresa/competitivita-e-nuove-imprese/start-up-innovative/incubatori-certificati> data visione 09/09/2024
- 56) <https://its-campus.com/blog/differenza-incubatoreacceleratore/#:~:text=mentre%20gli%20incubatori%20come%20abbiamo,annuncia%20un%20prodotto%20o%20servizio> data visione 09/09/2024
- 57) <https://www.google.com/url?q=https://its-campus.com/blog/differenza-incubatoreacceleratore/%23:~:text%3Dmentre%2520gli%2520incubatori%2520come%2520abbiamo,annuncia%2520un%2520prodotto%2520o%2520servizio&sa=D&source=docs&ust=1726044466566401&usg=AOvVaw2S1E1qVNQMVPdIPXmbeile> data visione 09/09/2024
- 58) <https://www.inc.com/christinadesmarais/difference-between-startup-accelerator-and-incubator.html> data visione 09/09/2024
- 59) <https://www.google.com/url?q=https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/finanza-islamica.htm&sa=D&source=docs&ust=1726138300384999&usg=AOvVaw2KpFXP2OwNiGkGKuTsiOyr> data visione 09/09/2024
- 60) <https://islamicmarkets.com/education/shariah-supervisory-board> data visione 08/10/2024
- 61) Eppela: con il crowdfunding il futuro si fa in tanti data visione 09/09/2024
- 62) GoFundMe | La piattaforma n. 1 per il crowdfunding e le raccolte fondi data visione 09/09/2024

- 63) NCFA Canada - Crowdfunding | National Crowdfunding & Fintech Association of Canada data visione 09/09/2024
- 64) <https://www.kickstarter.com/?lang=it> data visione 09/09/2024
- 65) Crowdfundme, il portale italiano di crowdfunding ed equity crowdfunding data visione 09/09/2024
- 66) Invest online in startups via equity crowdfunding | Republic Europe data visione 09/09/2024
- 67) Investi nei fondatori che creano il futuro | Wefunder, la casa del Community Round data visione 09/09/2024
- 68) Whatever Happened To The Ascenergy Crowdfunding Fraud Case? | Crowdfund Insider data visione 09/09/2024
- 69) Skully smart helmet firm founders smacked with fraud lawsuit | ZDNET data visione 09/09/2024
- 70) https://mercati.ilsole24ore.com/strumenti/converti-valute?refresh_ce=1 data visione 03/10/2024
- 71) <https://tracxn.com/?redirect=false> data visione 03/10/2024
- 72) <https://finance.yahoo.com/> data visione 03/10/2024
- 73) Crowdfundme, il portale italiano di crowdfunding ed equity crowdfunding data visione 09/09/2024
- 74) Università della Calabria, 2018
[https://scienze politiche.unical.it/bacheca/archivio/materiale/1664/Economia%20Aziendale/Lez_28_30_EA_\(I%20parte\).pdf](https://scienze politiche.unical.it/bacheca/archivio/materiale/1664/Economia%20Aziendale/Lez_28_30_EA_(I%20parte).pdf)