



Dipartimento di Economia e Management

Cattedra di Economia industriale

**Le fonti di finanziamento delle
startup innovative:
Il caso Ventive S.R.L.**

Prof. Rinaldo Evangelista
Relatore

Daniele Di Nicola - Matricola 250701
Candidato

Anno Accademico 2020/2021

“Così, gli startupper si trasformano di colpo in un essere superiore che sintetizza le capacità di Elon Musk, Bill Gates e Diletta Leotta”

- Roberto Sfoglietta, fondatore di Ventive S.R.L., in merito all'umiltà di molti startupper

Sommario

Introduzione.....	7
Cap. 1: La startup innovativa.....	8
1.1 – Caratteristiche della startup innovativa	8
1.1.1 – Analisi dei fattori determinanti di un’azienda: capitali e lavoro	8
1.1.2 – Come la startup innovativa si pone nel mercato dei capitali	8
1.1.3 – Il rapporto tra mercato del lavoro e startup innovativa.....	9
1.1.4 – Il ruolo cruciale delle esternalità e del bricolage imprenditoriale	9
1.2 – Rilevanza della startup innovativa nell’economia globalizzata	10
1.2.1 – L’industria di oggi: dal taylorismo ai nuovi modelli organizzativi	10
1.2.2 – L’impatto del venture capital nell’innovazione	11
1.2.3 – L’arrivo dei capitali istituzionali e la corsa degli anni ‘90.....	11
1.2.4 – Il ritardo dell’Europa	12
1.2.5 – Nuovi sviluppi: le startup negli anni 2010.....	13
1.3 – Differenze rispetto alle PMI	14
1.3.1 – Caratteristiche di base delle PMI.....	14
1.3.2 – Confronto tra PMI e grandi imprese	15
1.3.3 – Elementi di successo delle PMI	16
1.3.4 – Limiti delle PMI.....	17
1.3.5 – Un confronto tra startup innovative e PMI: diverse dinamiche di crescita.....	17
1.4 – Il COVID-19, un banco di prova.....	19
1.4.1 – La pandemia COVID-19 e i suoi effetti sull’economia mondiale	19
1.4.2 – Come hanno reagito le grandi imprese	20
1.4.3 – Come hanno reagito le PMI nell’ambito delle imprese tradizionali.....	20
1.4.4 – Il caso anomalo delle startup innovative: il bricolage imprenditoriale	21
1.5 – Il caso italiano.....	22
1.5.1 – Differenze rispetto al tessuto imprenditoriale degli USA, gli stakeholder	22
1.5.2 – La lunga ricerca della grande scala produttiva e le politiche industriali.....	23
1.5.3 – Imprenditorialità italiana: tra grandi performance e criticità latenti	23
1.5.4 – La riforma del 2012, le startup entrano in Italia	24
1.5.5 – L’impresa italiana nel Mondo post-Covid	25
Cap.2 – Il finanziamento delle startup innovative	26
2.1 – I sistemi tradizionali di finanziamento	26
2.1.1 – L’autofinanziamento	26
2.1.2 – I capitali bancari.....	26
2.1.3 – Contributi pubblici.....	27
2.1.4 – Il ruolo dell’imprenditore nel reperimento dei primi capitali.....	28

2.2 – Le difficoltà delle startup con i canali tradizionali di finanziamento	28
2.2.1 – Il rapporto con le banche: il peso delle garanzie reali e del debito	28
2.2.2 – Il bootstrap: la copertura in fase pre-seed e seed	30
2.2.3 – Disallineamenti tra agevolazioni pubbliche e necessità di innovare.....	31
2.2.4 – Il fattore tempo: come impatta l’instabilità iniziale	32
2.3 – Due alternative emergenti: crowdfunding e sistema blockchain	32
2.3.1 – Nuove soluzioni per problemi preesistenti	32
2.3.2 – Il crowdfunding	33
2.3.3 – Applicazioni del sistema blockchain per le nuove imprese.....	34
2.3.4 – Evidenze sul crowdfunding e sul sistema blockchain	35
2.4 – Il ruolo dei social network nell’allocazione dei fondi alle startup.....	36
2.4.1 – L’influenza dei social network sul successo aziendale.....	36
2.4.2 – Una vetrina digitale per i potenziali investitori	37
2.4.3 – Analisi dei benefici che una startup può trarre dalle piattaforme social	37
2.4.4 – Evidenze sul miglioramento del rapporto tra investitori e aziende.....	38
2.5 – Il mercato dei capitali in Italia.....	40
2.5.1 – Il ruolo del credito bancario.....	40
2.5.2 – Prospettive e limiti della negoziazione sui mercati finanziari	41
2.5.3 – Altre forme di finanziamento	41
2.5.4 – Limiti e problematiche del caso italiano	42
2.5.5 – Potenziali correttivi utilizzabili dalle startup innovative.....	43
Cap. 3 – Case study: Ventive S.R.L.....	46
3.1 – Introduzione al case study e rimando agli argomenti analizzati nell’intervista	46
3.2 – Origine e percorso di Ventive S.R.L.	46
3.2.1 – La nascita di Ventive S.R.L.....	46
3.2.2 – Cosa rende il suo business model innovativo	47
3.2.3 – Impatti del COVID-19 e proiezioni per il futuro	47
3.2.4 – Confronto tra obiettivi e risultati	47
3.3 – I canali di finanziamento utilizzati e problemi associati	47
3.3.1 – Reperimento dei capitali necessari all’avvio.....	47
3.3.2 – Scelte aziendali riguardanti il debito	47
3.3.3 – Scelte aziendali riguardo agli incentivi pubblici	48
3.3.4 – Ruolo aziendale del bricolage imprenditoriale	48
3.3.5 – Problemi riscontrati nel reperimento dei capitali necessari all’avvio.....	48
3.4 – Problem solving e innovazione finanziaria	48
3.4.1 – Posizioni aziendali sul crowdfunding.....	48
3.4.2 – Posizioni aziendali sulla blockchain	49
3.4.3 – Impatto dei social network sulle performance finanziarie	49

3.4.4 – Nuove opportunità di finanziamento sorte dai social network.....	49
3.4.5 – Limiti percepiti al corretto funzionamento dei meccanismi di finanziamento in Italia.....	49
3.4.6 – Rapporto con l’innovazione finanziaria in Italia	50
3.4.7 – Scelta della forma societaria.....	50
3.4.8 – Percezione di coerenza dell’ordinamento normativo italiano con le necessità finanziarie	50
3.5 – Prospettive di mercato e sul ruolo delle iniziative pubbliche	51
3.5.1 – I principali limiti delle startup innovative nella gestione delle necessità finanziarie	51
3.5.2 – Profilo tipico di startup innovativa che si rivolge a Ventive S.R.L.	51
3.5.3 – Criticità latenti nel tessuto imprenditoriale delle startup innovative.....	51
3.5.4 – Scelta delle fonti di finanziamento secondo gli startupper	51
3.5.5 – Discussione sul successo delle raccolte di capitali dei progetti imprenditoriali	51
3.5.6 – Suggerimenti di finanza aziendale per gli aspiranti startupper	52
3.5.7 – Osservazioni su eventuali policies utili per le startup innovative.....	52
Conclusioni	53
Bibliografia	58
Sitografia delle fonti non accademiche	61
Sitografia delle immagini (riferimenti al 22/09/2021)	61
Ringraziamenti	63

Introduzione

Questo elaborato nasce con l'obiettivo di indagare le prospettive correnti delle startup innovative per quanto concerne la loro necessità di reperire capitali, nella forma di risorse finanziarie. La rilevanza di tale tematica è constatata da numerosi riferimenti nella letteratura esistente. L'obiettivo di questo documento non è quello di indagare quale delle opzioni a disposizione delle startup sia la migliore, quanto quello di costruire una rassegna dei principali mezzi a disposizione di coloro che decidono di intraprendere il percorso necessario all'avvio di una nuova impresa caratterizzata da un business model innovativo. Come prerequisito, è stato ritenuto opportuno tracciare uno schema rappresentativo dei soggetti in questione, partendo da considerazioni di ordine generico e progredendo verso tematiche più specifiche, analizzando anche argomenti legati a specificità di un dato contesto geografico, quello italiano, ed agli eventi che sono avvenuti in questi anni, uno su tutti l'irrompere del COVID-19 nella quotidianità.

Dopo queste considerazioni di carattere più generico sulla startup innovativa, sulla sua storia e sulle differenze rispetto ai modelli organizzativi preesistenti, il focus della ricerca si sposta nell'ambito delle scelte di finanziamento che le startup devono affrontare. Nell'approfondire tale tematica, l'elaborato integra l'obiettivo originario andando a sondare come alcuni approcci innovativi alla finanza aziendale vengano utilizzati dalle startup innovative come via più desiderabile per raggiungere il mercato dei capitali. L'analisi di queste vie innovative, insieme a quella dei sistemi più tradizionali, viene poi integrata da una discussione in merito ai contributi, in termini di miglioramento di allocazione dei capitali alle startup innovative, dei social network. Infine, è stato ritenuto opportuno procedere anche in questo capitolo ad una discussione più approfondita del caso italiano, sempre rimanendo nell'ambito del mercato dei capitali.

Il terzo capitolo riguarda un'indagine empirica attraverso un'intervista, un case study in grado di offrire uno spaccato rilevante delle peculiarità che caratterizzano il percorso di reperimento di capitali che le startup innovative italiane si trovano a seguire. Questa intervista può essere uno strumento particolarmente rilevante soprattutto per via del profilo altamente caratteristico della startup analizzata, ossia Ventive S.R.L., e consente di tracciare degli importanti parallelismi che verranno spiegati nella sezione apposita. L'intervista è stata strutturata in modo che essa vada a offrire un raffronto con le tematiche riportate nei capitoli precedenti, cercando di dare forma, nell'ordine, ai seguenti argomenti: percorso di crescita delle startup innovative, gestione delle necessità di finanziamento di una startup, ruolo dell'innovazione finanziaria e interazione con il macroambiente.

Le conclusioni andranno a rilevare eventuali convergenze o divergenze tra la base teorica analizzata e le evidenze rilevate sul campo, inferendo ogni dato riportato alle diverse variabili esplicative alla base di questo elaborato. Le considerazioni verranno basate su fattori qualitativi, ritenuti più adeguati dato l'ampio spettro di temi trattati e la scarsa possibilità di formalizzare un modello unico che possa esprimere dei risultati coerenti e non eccessivamente approssimati.

Cap. 1: La startup innovativa

1.1 – Caratteristiche della startup innovativa

1.1.1 – Analisi dei fattori determinanti di un'azienda: capitali e lavoro

Secondo la teoria economica neoclassica (Ahlstrom et al., 2019), qualsiasi attività produttiva si basa su due componenti che devono essere combinate al fine di raggiungere gli obiettivi prefissati:

- 1) capitali: l'apporto di mezzi di produzione necessario per il conseguimento degli obiettivi organizzativi;
- 2) lavoro: il contributo in termini di prestazione diretta dei lavoratori.

Solo la combinazione di questi due elementi porta al conseguimento degli obiettivi organizzativi. Nel caso in esame si analizzerà come queste due componenti vanno a combinarsi nell'ambito della realizzazione della mission di una startup innovativa, con particolare riferimento al ruolo dell'apporto finanziario, il quale opera come indicatore sintetico delle necessità di capitali. L'efficacia e la combinazione di tali risorse dipendono dal livello tecnologico e dalle caratteristiche del mercato del lavoro, condizioni che vanno a cambiare il livello di produttività di interi sistemi economici, come testimoniato da numerosi studi in altri ambiti di ricerca.

Quindi, in sintesi, l'obiettivo di un'impresa è reperire capitali e lavoro, e le startup innovative, in quanto imprese, devono rispondere a questa necessità, dovendo considerare, però, alcune specificità che verranno analizzate in questo elaborato.

1.1.2 – Come la startup innovativa si pone nel mercato dei capitali

La prima fase della vita della startup nel reperimento dei fondi è definita *bootstrapping*, una fase che consiste nell'impostazione di un metodo creativo di reperire risorse senza prenderle in prestito, quindi senza obblighi formali di restituzione delle stesse (Salamzadeh e Kesim, 2015). In questa fase si vanno a testare le capacità dell'imprenditore di proporre una soluzione vantaggiosa al mercato, di rapportarsi col cliente e di gestire correttamente cassa e personale. In questa fase gli apporti di capitale da fonti esterne sono forniti dai "business angel", come documentato abbondantemente dalla letteratura sul tema e sui quali torneremo più avanti.

Il secondo momento della vita delle startup è definito fase *seed*: in essa avviene lo sviluppo dell'offerta, l'eventuale creazione di prototipi e il vero e proprio ingresso nel mercato. Arrivati a questo punto, i nuovi imprenditori si trovano di fronte alla necessità di interazione con finanziatori esterni che vadano a supportare la crescita e lo sviluppo delle nuove startup.

Infine, l'imprenditore deve guidare la startup nella *creation stage*, la fase in cui l'impresa raggiunge una condizione di stabilità ed in cui il reinvestimento degli utili permette di raggiungere l'indipendenza da fonti esterne, lasciando al venture capital, che verrà approfondito meglio dopo, il ruolo di facilitare la crescita della scala dimensionale dell'azienda.

1.1.3 – Il rapporto tra mercato del lavoro e startup innovativa

Il ruolo del capitale umano nelle startup innovative è complesso e merita di essere oggetto di studio differente rispetto a quello riguardante le grandi imprese, come riportato dalla letteratura esistente sul tema (Youssef, 2019).

Come premessa dobbiamo riportare il fatto che le risorse umane nell'organico aziendale sono fondamentali non solo come esecutrici di compiti, ma come un vero e proprio catalizzatore per la crescita aziendale, da cui derivano anche risultati quantitativi e qualitativi che sono, in imprese più affermate, competenza esterna all'ambito delle risorse umane.

Entrando nello specifico delle startup innovative, esse devono fronteggiare alcune difficoltà, prevalentemente legate all'incertezza, che rappresentano le principali minacce alla loro sopravvivenza. A tutto ciò va aggiunto il fatto che il ruolo del capitale umano per una startup è più rilevante rispetto a quanto possa essere per una grande impresa già affermata, specialmente in ottica di pianificazione strategica e di prospettive di sopravvivenza.

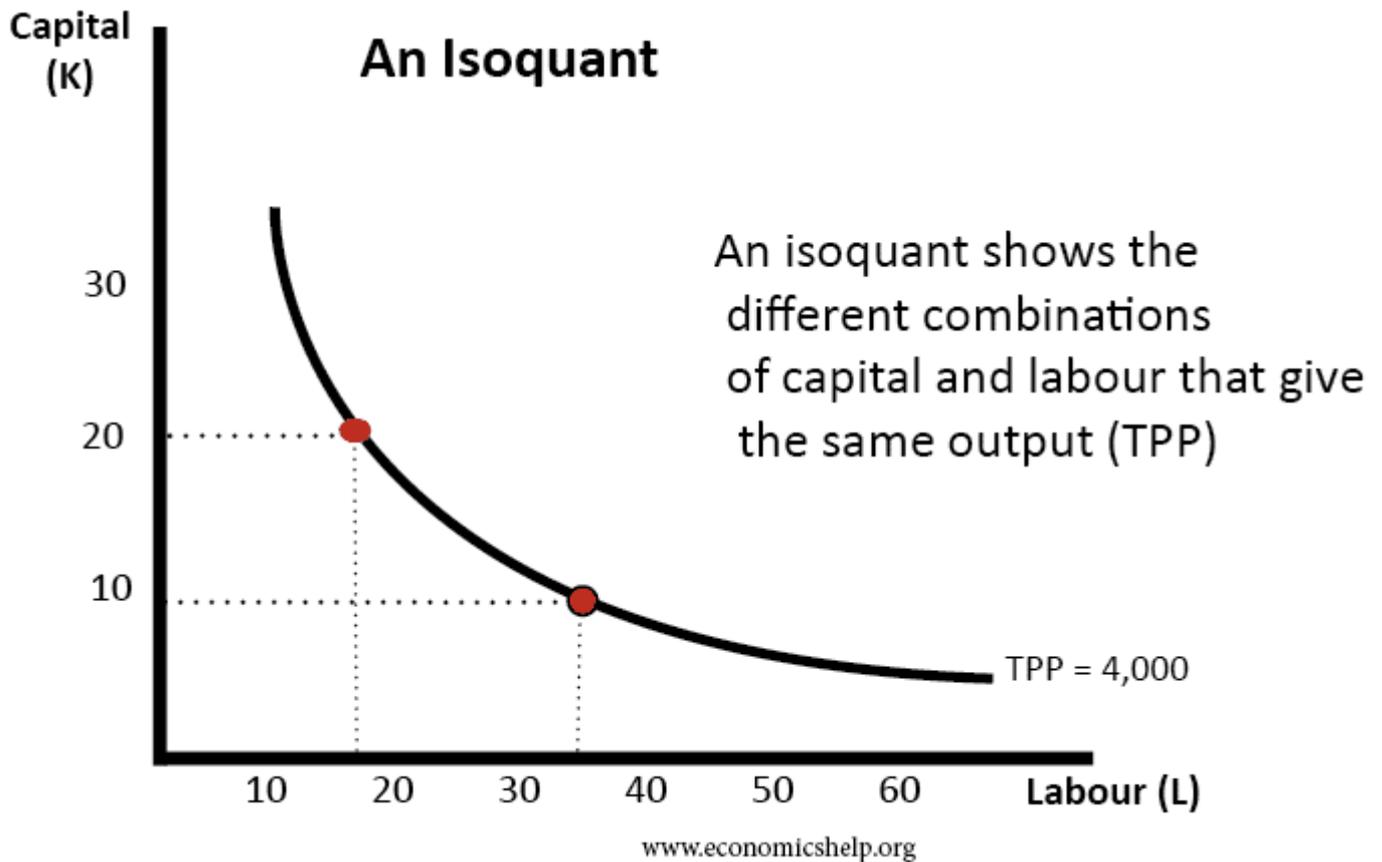
Le evidenze indicano che la forza lavoro delle startup debba fronteggiare dei fattori di dissuasione legati più che altro alla minore sicurezza della posizione lavorativa, alla minore retribuzione offerta ed alla maggiore facilità con cui una startup innovativa può cambiare business model, richiedendo un diverso set di competenze; per converso, in media, i collaboratori in una startup sono più motivati nello svolgimento delle loro mansioni e sono resi più partecipi della vita aziendale e dei suoi sviluppi.

1.1.4 – Il ruolo cruciale delle esternalità e del bricolage imprenditoriale

Le startup innovative sono fortemente caratterizzate dal paradigma di flessibilità organizzativa (Kuckertz et al., 2020): nel dettaglio esse sono connotate da una notevole resilienza e dalla capacità di essere preparate ad una grande varietà di crisi. Tuttavia, non è sempre possibile stabilire quanto possa andare ad impattare sull'impresa una potenziale crisi, anche perché si tratta di realtà imprenditoriali ancora dipendenti da fonti esterne di finanziamento e dall'efficacia delle infrastrutture esistenti, fattori del tutto esterni rispetto all'azienda, ma certamente non ininfluenti.

In questo frangente vengono a delinearsi i ruoli fondamentali dell'adattabilità., dell'improvvisazione e del coordinamento interno, in quanto le grandi prospettive di crescita vanno a combinarsi con la necessità di gestire maggiori rischi e fluttuazioni, coerentemente alla scelta di andare a presidiare mercati non ancora maturi; un tentativo di risposta efficace a questo stato tumultuoso è dato dal "bricolage imprenditoriale", condizione in cui l'imprenditore è egli stesso intermediario tra ciò che accade nel Mondo e le caratteristiche che dovrebbe avere la sua impresa, trasformando i periodi di crisi in opportunità di migliorare la propria posizione. Questa condizione porta alla conclusione che le startup innovative sono i migliori soggetti per quanto riguarda la gestione di shock esterni, come accaduto, in molti casi, per la pandemia di COVID-19.

Gli effetti della pandemia verranno analizzati in seguito, anche perché bisognerà considerare l'entità della presenza di elementi esterni nell'interazione tra le startup innovative ed il mercato, elementi relativi all'autorità pubblica.



1.2 – Rilevanza della startup innovativa nell’economia globalizzata

1.2.1 – L’industria di oggi: dal taylorismo ai nuovi modelli organizzativi

La seconda rivoluzione industriale è stata portatrice di notevoli cambiamenti nelle tecnologie e nei modi di organizzazione del lavoro, stabilendo quelli che sarebbero stati i paradigmi dominanti per gran parte del XX secolo, come la produzione di massa e il massimo sfruttamento delle economie di scala. Queste tendenze sono ben delineate nell’ambito del taylorismo, applicazione più famosa dei paradigmi di efficienza e organizzazione scientifica del lavoro.

Anche se il taylorismo è stato un passaggio fondamentale nell’affermazione della società di massa, esso è stato gradualmente accantonato, a partire dagli anni ’70 del secolo scorso, in favore di rinnovate esigenze di flessibilità organizzativa e di maggiore reattività alle esigenze di consumatori sempre più attenti ad una personalizzazione del prodotto che non è possibile raggiungere con una semplice produzione in massa totalmente uniformata (Peaucelle, 2000).

In questo contesto nasce la startup innovativa, un tipo di impresa che oggi rappresenta un player fondamentale nell’ambito dell’imprenditoria, che incamera perfettamente i nuovi paradigmi della produttività, legati non tanto alla standardizzazione di massa quanto all’apporto in termini di conoscenza e di iniziativa, sancendo così il passaggio da un modello di “economia gestionale” a uno di “economia imprenditoriale” (Karlsson et al., 2004).

Il concetto di economia imprenditoriale trova nella startup innovativa il modello organizzativo ideale, in quanto essa da un lato rappresenta la migliore struttura per gestire i fattori di incertezza tipici dell’economia

di mercato e dall'altro permette di lavorare maggiormente su nuove tecnologie che sfruttano l'esistenza di nicchie di mercato, alla ricerca di nuove soluzioni, costruendoci un business profittevole che possa fornire al mercato una nuova soluzione mainstream, secondo il paradigma della "distruzione creatrice" molto radicato nella letteratura in materia.

1.2.2 – L'impatto del venture capital nell'innovazione

Sin dall'affermazione della borghesia, il ruolo dell'imprenditore è stato correlato ad un deficit di capitali, in quanto egli si cimentava in attività rischiose investendo capitali propri e di altri soggetti nell'impresa, inizialmente soltanto a scopo della divisione del rischio, determinato parzialmente dal fatto che molte attività commerciali erano legate alla necessità di spostarsi dalla propria sede molto a lungo (Lerner e Nanda, 2020).

Però, per una moderna forma di venture capital bisogna arrivare fino al 1946, quando il professor Doriot, presso la Harvard Business School, dà inizio alla prima iniziativa che comprende gli attuali parametri relativi al venture capital, quindi uno scrutinio attento dei business plan, attività di formazione dei nuovi imprenditori in aggiunta ai soli finanziamenti e il ritorno del capitale al finanziatore congiuntamente al profitto ottenuto. L'iniziativa originale era prevalentemente rivolta al finanziamento di nuove imprese nate a Boston durante il Secondo Conflitto Mondiale. Questa formula si rivelò promettente su larga scala specialmente a partire dai primi anni '70, quando, grazie al boom dell'industria ICT e dei semiconduttori in generale, nacquero i principali player che popolano attualmente il settore.

Quindi, in sintesi, la nascita del venture capital, sebbene originariamente legata genericamente alle nuove imprese, ebbe campo fertile nell'ambito dei mercati innovativi, che necessitavano molte di queste fonti, per affrontare ingenti spese di ricerca e sviluppo che, sebbene promettenti, non garantivano ritorni stabili.

1.2.3 – L'arrivo dei capitali istituzionali e la corsa degli anni '90

La successiva fase di sviluppo di molte startup riguarda la ripartenza economica globale degli anni '80, in cui si inizia a delineare il moderno concetto di capitali istituzionali coinvolti nello sviluppo delle startup, anche a seguito dell'abolizione di alcuni limiti previsti dall'amministrazione USA nell'investimento di capitali in fondi pensione, nel 1979 (Lerner e Nanda, 2020).

In particolare, l'abbondanza di capitali gestiti dai fondi pensione rendeva gli investimenti in startup innovative una valida fonte di diversificazione di portafoglio, sebbene molto rischiosa, se effettuata in piccole partecipazioni.

Data la cospicuità dei patrimoni gestiti dai fondi pensione e l'elevato orizzonte temporale dei loro investimenti, essi rappresentarono un gettito di risorse molto importante per le nuove startup, anche perché nel corso del decennio molti fondi pubblici, in tutto il Globo, iniziarono ad investire secondo questo paradigma.

Inizialmente i fondi non cambiarono molto le loro composizioni di portafoglio, anche se una piccola quantità di tali capitali destinati a tali tipologie di investimento, garantiva a molte startup innovative dei cospicui finanziamenti, spesso utili per la costruzione di realtà imprenditoriali diventate molto affermate nei decenni successivi. A riprova di quanto affermato, nello stesso documento sono riportati alcuni parametri che

determinano la pervasività del venture capital, nel periodo di tempo che va dal 1985 al 2019 in riferimento al mercato USA, ed è particolarmente significativo come il 47% delle 4109 IPO di imprese non finanziarie avvenute nel periodo considerato, ossia 1930, sono state di realtà imprenditoriali seguite da iniziative di venture capital.

Questo parametro, però, non rende perfettamente l'immagine della rilevanza del venture capital come fenomeno che plasma la storia di un'impresa: infatti, passando alla sopravvivenza nei mercati quotati delle imprese al 31/12/2019, le imprese seguite da venture capital facevano registrare un valore del 30%, mentre quelle non legate ad iniziative di venture capital facevano registrare un tasso più basso, del 25%. Ulteriori prevalenze del venture capital erano riscontrate anche relativamente al valore dell'impresa, alla capitalizzazione di mercato e alle spese in R&D: infatti, in tutti questi parametri, le imprese che avevano seguito un percorso di venture capital avevano ottenuto nel tempo parametri migliori, legati proprio al ruolo che allora si andava a delineare come venture capital non solo come mezzo di finanziamento ma anche come supporto nell'impostazione iniziale dell'impresa.

Questa modalità di investimento fu in ascesa negli USA per quasi un ventennio, raggiungendo la sua intensità massima sul finire degli anni '90, epoca in cui il grosso delle startup innovative era sviluppato nel settore dei servizi, precisamente nell'ambito dei servizi Web, mentre fino alla metà degli anni '90 il focus principale era incentrato sulle compagnie di hardware e sulle prime software house, nel tentativo di massimizzarne il valore nel periodo di partenariato per poi mettere in atto un'opportuna "strategia di exit", spesso consistente in una quotazione sul mercato della startup tramite una IPO. La crescita di queste startup era anche facilitata dal fatto che il principale focus dei finanziatori rimaneva il capitale umano, il quale permetteva una certa elasticità di reperire capitali (Cressy, 1996).

Lo scoppio della "Bolla delle dot-com" nel marzo del 2000 segnò la fine di quest'era e un rallentamento nei finanziamenti alle startup innovative, molte delle quali non sopravvissero alla brusca correzione verificatasi nell'intervallo di tempo tra il 2000 e il 2002 (Min et al., 2008).

1.2.4 – Il ritardo dell'Europa

La dinamicità degli USA fu una grandissima risorsa per renderli l'ambiente ideale alla creazione di molte startup innovative. Particolare rilievo riveste la grande libertà lasciata dalla legislazione alle attività d'impresa, in maniera ancora più accentuata in Delaware (Giudici e Agstner, 2019), caratteristica che è venuta a mancare nell'ambito dell'Unione europea. Il problema dell'Unione è anche dato dal fatto che sussiste una generale confusione normativa in alcuni Stati, che conservano una larga parte dell'autorità legislativa in materia. L'Unione europea ha introdotto varie misure che hanno reso l'area un ente sovranazionale ma non uno Stato: una delle pietre miliari della costruzione europea è stata l'istituzione del Mercato Libero Europeo, anche se si è reso necessario rivedere le sue strategie di base, cosa avvenuta il 28 ottobre 2015 (Autio, 2016). Quindi parliamo di un ritardo di diversi decenni rispetto al panorama USA, dove l'elevata flessibilità contrattuale e normativa hanno reso possibile l'adeguamento automatico alle nuove necessità. Da questa ridefinizione strategica vengono meglio specificati i criteri dimensionali descritti dalla raccomandazione

2003/361/CE che verranno specificati meglio nel seguito di questo documento e, in aggiunta, viene fatto riferimento a politiche di promozione verso imprese a crescita rapida, senza, tuttavia, descrivere un set di indicatori univoci che possano aiutare a classificare le cosiddette “gazzelle”, anche se la pratica comune suggerisce di classificare come tali quelle imprese che aumentano in un periodo di tre anni la loro forza lavoro di almeno il 20% annuo partendo da almeno 10 impiegati. Un fenomeno particolare di *catching up* è quello che sta coinvolgendo i Paesi dell’Est Europa, in quanto essi presentano un elevato numero di specialisti nell’ingegnerizzazione di prodotti digitali mantenendo un basso costo della vita e del lavoro: i 12 “unicorni”, ossia startup con valore di mercato superiore al miliardo di €, testimoniano questo fenomeno (Pisoň, 2020). Il cambiamento legislativo e le brillanti performance di molte imprese innovative, specialmente i già citati “unicorni” che contano anche rapporti con venture capital, fanno presupporre un recupero parziale di questo divario, anche se questa considerazione dovrà essere oggetto di analisi future.

1.2.5 – Nuovi sviluppi: le startup negli anni 2010

La contrazione che il venture capital ha subito in seguito allo scoppio della “bolla delle dot-com” ha subito un’inversione di tendenza nell’ultimo decennio, sia per il concretizzarsi di nuove opportunità di investimento sia per l’aumento della dotazione di capitali non da vincolare a titoli più sicuri (Lerner e Randa, 2020).

Entrando meglio nelle opportunità vantaggiose di investimento, a fronte di un passato legato alle società creatrici di hardware informatico e alle software house, negli anni 2010 il focus è stato incentrato in attività relative all’informazione di massa ed al mercato della comunicazione mobile, in particolare in imprese coinvolte nella cosiddetta *sharing economy*, modello in cui si favorisce la disponibilità di servizi al consumatore senza che vi sia necessità di comprare i beni necessari (si pensi alle iniziative di car sharing); altri sviluppi importanti si sono avuti nel settore del fintech e nella formulazione di clausole che migliorino la redditività aziendale, come ad esempio la stipula di contratti per SaaS (Software as a Service).

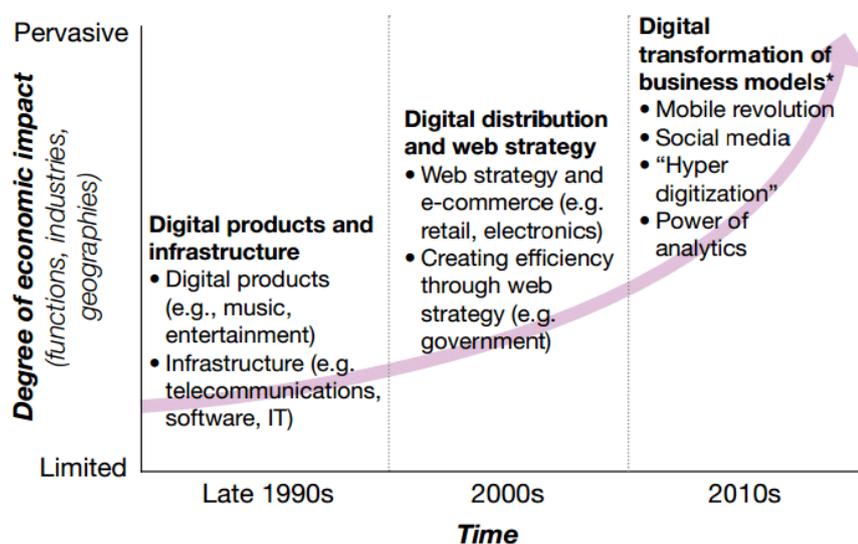
Un rilevante cambiamento rispetto ai decenni precedenti riguarda il ruolo delle ex “tigri asiatiche”, quei Paesi dell’Estremo Oriente che nei decenni precedenti hanno rincorso le economie occidentali imitandone alcune strategie di crescita, diventate attori rilevanti nei business model innovativi, molto spesso implementati lì prima che nei mercati occidentali. Questo è testimoniato anche dalla notevole crescita dell’interesse degli operatori nel settore del venture capital nei confronti di questi mercati un tempo considerati emergenti.

Tutto ciò è stato possibile anche per il notevole abbassamento dei costi necessari all’avvio di un’impresa nei mercati di software e servizi, operazione meno onerosa di finanziamenti esterni e sviluppabile secondo un approccio definito *spray and pray*, che consiste nel fornire un limitato ammontare di fondi e supporto alla governance, alle imprese che nascono in questo settore che possono facilmente maturare ed essere valutate in tempi meno dilatati. Questa impostazione ha ridotto l’ammontare medio dei fondi erogati dagli operatori di venture capital che, considerando l’intervallo temporale dal 2007 al 2019, si è contratto da 133 milioni USD a 80 milioni USD, con i fondi di venture capital che preferiscono, rispetto alla tradizionale IPO, cedere il soggetto finanziato direttamente ad una controparte tramite un’acquisizione.

Il ruolo dei business angel, al contempo, è mutato, ricoprendo uno spazio più ampio rispetto a quanto effettuato nei decenni precedenti, arrivando talvolta anche a finanziare personalmente i primi round di espansione di alcune imprese promettenti, ruolo prima ad appannaggio esclusivo dei fondi di venture capital: questo ha portato a coniare il termine di *super angel* per questa nuova concezione di generosi finanziatori.

Il panorama stesso dei fondi di venture capital è cambiato con una progressiva concentrazione settoriale, con l'aumento del numero di fondi con un capitale minimo di 1 miliardo di USD da 3 a 8.

Ultima nota di rilievo è quella relativa alla comparsa di finanziatori non tradizionali, molto legati al finanziamento degli “unicorni”, (caratterizzati dal valore superiore a 1 miliardo USD (in Europa si definiscono così a partire da 1 miliardo di euro), ma non coinvolti in attività di negoziazione di mercato, rimanendo *privately held*).



1.3 – Differenze rispetto alle PMI

1.3.1 – Caratteristiche di base delle PMI

Le PMI (acronimo di piccole-medie imprese, indicate come SME nella letteratura internazionale) sono imprese caratterizzate da dimensioni non eccessive in termini di fatturato, di addetti o di entità dell’attivo di bilancio, e rappresentano un’importantissima quota delle imprese esistenti, una quota che nell’ambito dell’Unione Europea rappresentava il 99% delle imprese operanti al 2006 (Decker et al, 2006). I vari sistemi normativi danno definizioni diverse con, tendenzialmente, due indicatori: uno appartenente alla determinazione settoriale, ossia se definire dei parametri unici e generali per tutte le imprese o se dare parametri differenziati in base al settore di appartenenza; l’altro relativo al numero di parametri, quindi alla scelta di utilizzare un unico parametro o una serie di parametri da valutare (Robu, 2013). Nell’ambito europeo vige una definizione generale con tre parametri da valutare. Con PMI andiamo ad intendere un’impresa che rientri nei parametri dettati dalla raccomandazione 2003/361/CE, secondo i seguenti tre indicatori:

- 1) numero massimo di 250 dipendenti
- 2) fatturato non eccedente i 50 milioni di €

3) attivo patrimoniale non eccedente i 43 milioni di €,

dove il numero di dipendenti è un requisito tassativo, mentre ne deve essere rispettato almeno uno tra quello di fatturato e quello di attivo patrimoniale.

Altri ordinamenti, invece, danno una definizione diversa dei parametri di riferimento nell'ambito delle SME: ad esempio nelle principali economie asiatiche prevale un'impostazione di tipo settoriale, sempre con la classificazione effettuata sulla base del personale impiegato e di parametri di bilancio. Un altro caso particolare e rilevante da riportare è quello della classificazione applicata negli USA, che seguono un criterio di divisione settoriale, su parametri dettati dalla SBA (Small Business Administration), che diventano gli standard per capire se un'impresa è classificabile o meno come SME. I settori utilizzati dalla classificazione SBA sono attività industriali, servizi ed agricoltura.

La caratteristica, che rende la classificazione SBA importante come esempio da riportare, è la presenza di un parametro dimensionale comune ai tre settori, il numero di addetti, che deve essere inferiore ai 500. Tuttavia, questa clausola comune non è in grado di dettare precisamente quali imprese siano SME per il governo degli USA, in quanto il 99% delle imprese esistenti al 2010 rientrava in questo parametro dimensionale. Da qui la necessità dei parametri settoriali.

1.3.2 – Confronto tra PMI e grandi imprese

A questo punto è utile effettuare una breve panoramica sugli attuali modelli organizzativi basilari, ossia PMI e grandi imprese. Questo confronto sarà utile per qualificare le startup innovative, che, sebbene assimilabili con le PMI, non vi corrispondono, in quanto ne vanno a prendere parzialmente i vantaggi competitivi correggendone in parte alcuni problemi.

Una volta definite le PMI, è opportuno analizzare quali siano le loro differenze rispetto alle grandi imprese e perché si siano affermati entrambi i modelli senza poter riscontrare una decisiva superiorità dell'uno o dell'altro.

Una grande distinzione tra grandi imprese e PMI riguarda il costo del debito: infatti, le grandi imprese sono storicamente avvantaggiate da un minore costo del debito (Holmes e Kent, 1991). Questa differenza può essere ricondotta a due fattori, la minore conoscenza professionale del mercato dei capitali dei piccoli imprenditori rispetto ai CFO e una maggiore cautela delle banche nell'interagire con imprese più piccole. Questa discrepanza è stata analizzata dagli studi nell'ambito della "teoria dell'ordine di scelta" (*pecking order theory*), secondo cui le imprese, sebbene preferiscano finanziarsi con fonti interne piuttosto che con fonti esterne, a volte trovano utile la scelta del debito. Tuttavia, se le grandi imprese possono contrarre debito abbastanza agevolmente qualora sia ritenuto utile, le SME sono molto limitate da questo punto di vista per il motivo che esse hanno, di norma, poche possibilità di accesso ai mercati. A livello globale (Robu, 2013) le PMI sono le più grandi protagoniste nella determinazione del PIL, con percentuali che possono andare dal 52% dell'Unione Europea al 65% del prodotto interno lordo degli USA, con dati aggiornati al 2013.

Il rapporto tra grandi imprese e SME è andato mutando nel tempo. Se, infatti, nella teoria economica neoclassica la grande scala produttiva era spiegata come un limite al corretto svolgersi delle dinamiche della

concorrenza perfetta e quindi come un qualcosa da combattere nei limiti del possibile (Barnett et al., 2005), gli sviluppi teorici successivi, con la teoria dell'oligopolio concentrato (Roncaglia, 2008) hanno spiegato come la disponibilità dei mezzi tecnologici sia addirittura una condizione che richiede necessariamente la presenza di grandi imprese oligopolistiche.

Ma, con la progressiva prevalenza dell'economia dei servizi e soprattutto degli ambienti digitali, questo paradigma si trova messo quantomeno in discussione, aprendo ad una serie di possibilità prima inaccessibili per le imprese con un organico ridotto. Quindi, ora la vera sfida che le PMI dovranno andare ad affrontare riguarda il raggiungimento di una scala globale, cosa in passato appannaggio esclusivo delle grandi imprese, ma che ora, a causa dell'abbattimento dei costi associati e della progressiva diffusione di business model innovativi, è alla portata anche del settore delle SME globali, a patto che continuino a rispettare degli standard di qualità e affidabilità ormai necessari nel moderno panorama a competitività molto alta.

1.3.3 – Elementi di successo delle PMI

Se le PMI sono ancora il fulcro delle imprese non quotate è perché esse hanno dei vantaggi strategici che le rendono congeniali alla maggior parte dei contesti (Robu, 2013) e ciò è testimoniato dai dati: infatti, secondo l'OECD, il quantitativo di SME sul totale delle imprese rappresenta oltre il 95%, a fronte di una percentuale totale di impiegati che oscilla tra il 60% ed il 70%.

Il grande vantaggio delle PMI è legato alla loro grande competitività, propensione all'innovazione e produttività; quindi, la loro efficacia sul mercato dipende in larga misura dal livello tecnologico raggiunto, livello che per essere migliorato richiede investimenti. La necessità di investimenti delle PMI rende queste imprese capaci di relazionarsi molto bene con le altre e, se si riesce a creare una rete ben funzionante, gli Stati possono ambire ad avere un mercato ben rifornito di prodotti e servizi di qualità.

Inoltre, parliamo di realtà imprenditoriali impiantabili praticamente in qualsiasi contesto economico: infatti, nel 2013, su 125 milioni di imprese in 132 Stati, ben 89 milioni erano in Paesi in via di sviluppo, grazie ai ridotti costi di impianto tipici di queste imprese a basso organico. La distribuzione delle imprese, però, non è omogenea, poiché esiste una correlazione positiva tra reddito pro capite e numero di imprese per mille abitanti. In particolare, una piccola dimensione aziendale può essere congeniale alle esigenze di rapido aggiustamento ad un Mondo che diventa più dinamico e dove la padronanza delle informazioni diventa più importante di quella dei mezzi di produzione, abbattendo pertanto quello che era un limite molto gravoso per le SME di ambito globale.

Questa maggiore adattabilità è stata una delle risorse chiave che ha permesso alle PMI di reagire al meglio alla crisi dell'economia globale avvenuta al termine degli anni 2000. Inoltre, un importante vantaggio delle PMI riguarda la specializzazione (Bennet e Smith, 2002), dato che, non potendo garantire la redditività grazie alle economie di scala, esse devono concentrarsi sull'ottenimento di un output che sia di buon livello. Ciò è possibile sia grazie alla quantità di lavoro cumulata sia al maggiore set di competenze necessario ai collaboratori al fine di garantire la conformità agli obiettivi aziendali. Infine, un ulteriore vantaggio delle PMI è rappresentato dalla presenza di una bassa leva operativa che, sebbene possa essere molto deleteria per alti

volumi produttivi, tutela l'impresa qualora il volume produttivo sia basso o instabile, ambiente tipico delle PMI.

1.3.4 – Limiti delle PMI

Il primo grande limite delle PMI è legato alla ponderazione dei processi decisionali (Smith et al., 1988), in quanto essi sono più euristici che razionali se presi in delle piccole realtà in cui l'imprenditore e le sue considerazioni prevalgono sul lavoro, di massima più analitico, dei manager.

In aggiunta, le PMI sono soggette al potere contrattuale delle controparti più grandi, che possono utilizzare sia delle vie coercitive, come la minaccia di intraprendere azioni sfavorevoli, sia un "potere di ricompensa", garantendo delle condizioni favorevoli a chi si conforma (Harness et al., 2018).

Il raggiungimento degli elevati standard di cui si è discusso in precedenza è sicuramente positivo, ma sottopone le SME, qualsiasi sia il loro mercato di riferimento, ad una serie di limitazioni, come l'incapacità di procedere autonomamente al proprio sviluppo e la scarsa possibilità di rivolgersi, nel concreto, ai mercati (Stefanović et al., 2009). Questo limite, però, è stato brillantemente contrastato da alcune pratiche comuni al mondo dell'imprenditoria moderna, in particolare il ricorso alla cooperazione sul raggiungimento di obiettivi comuni oltre che alle storiche dinamiche competitive. Approfondendo questo filone di ricerca appaiono poi tutti quei problemi delle PMI che dipendono dalla loro natura di imprese *price taker* che devono adeguarsi alle condizioni del loro contesto economico senza poter effettuare le giuste pressioni affinché tali condizioni vadano a cambiare, tra cui infrastrutture inadeguate, alto costo della forza lavoro, potere di acquisto limitato e problemi con la regolamentazione vigente.

Alla luce di ciò, se alle PMI è stato affiancato il modello della grande impresa è fondamentalmente perché ve ne era necessità e, sebbene il concetto originario di produzione in massa sia stato fondamentalmente rivisto, il fatto che continui ad esistere e che molte imprese lo adottino anche al giorno d'oggi, implica che un modello organizzativo più strutturato rimane ancora corrispondente ad alcune necessità di mercato non gestibili altrettanto bene in altri modi.

1.3.5 – Un confronto tra startup innovative e PMI: diverse dinamiche di crescita

Le startup innovative sono delle imprese che rappresentano, per un certo senso, un modello organizzativo più recente rispetto alle forme tradizionali di PMI, ma che al contempo non si identifica perfettamente con queste ultime o con le altre tipologie di imprese (Csorba, 2020). Da questo la necessità di analizzarle come caso particolare.

Oltretutto, le startup innovative sono legate ad un set di condizioni di base diverse da quelle presenti nelle PMI tradizionali: infatti richiedono delle risorse molto più specifiche degli altri tipi di imprese, anche perché sono soggette ad un fenomeno noto come "opacità informativa" (Paroma e Mann, 2010). In sintesi, le startup devono misurarsi con delle maggiori necessità di capitale umano qualificato, quindi legato alla persona e non perfettamente trasferibile, piuttosto che di capitale fisico che, date le condizioni di maggiore incertezza in cui operano le startup, sono anche più difficili da reperire, a causa delle maggiori resistenze dei finanziatori.

Quindi, a causa della riluttanza dei finanziatori, le startup innovative sono maggiormente vincolate dalla presenza di fonti interne di finanziamento.

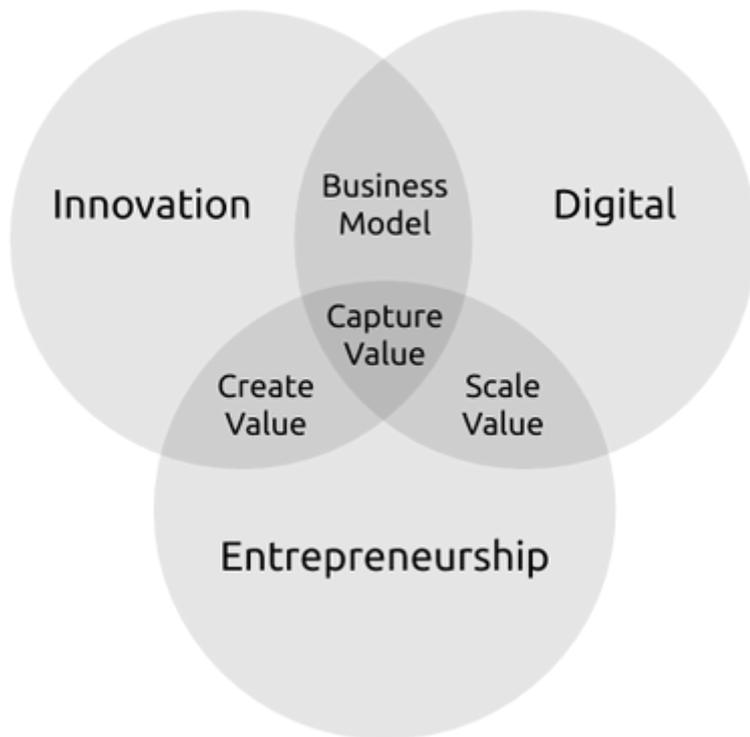
Il successo e la crescita di una PMI sono spesso vincolati alla presenza di un cluster, ossia una struttura organizzativa informale in cui diverse imprese tra loro correlate creano un raggruppamento geografico dove è garantito un livello tecnico elevato per gli standard di settore. Un cluster rappresenta anche un modo per soddisfare al meglio la domanda e quindi esso di solito trova spazio nelle necessità di mercato, non in imposizioni dei pubblici poteri (Nadvi, 1995). Inoltre, i cluster di solito nascono dalla presenza di una grande impresa nella zona e quindi sono fuori dalla diretta iniziativa imprenditoriale di una singola PMI e sono per lo più da considerare come condizioni ambientali.

Le startup innovative, invece, sebbene si adeguino parzialmente a quanto appena esposto, sono meno classificabili secondo queste logiche, andando ad incarnare meglio quelle caratteristiche di dinamismo imprenditoriale legate alla contestuale presenza di innovazione, visione prospettica e creatività.

Le imprese a conduzione familiare, che spesso rientrano nelle PMI, sono poco attive nell'ambito dell'innovazione, rischiando la propria posizione di mercato a causa della mancanza di visione dinamica sulle prospettive future.

Se per le piccole imprese l'autofinanziamento e qualche contributo rappresentano spesso le uniche fonti per la fase di *bootstrap*, ossia per la fase di impianto e di raggiunta del BEP, una startup può contare su canali più ampi, come ad esempio i vari pool di *business angel* che sono interessati ad una determinata tipologia di progetti imprenditoriali, molto spesso in settori simili o comunque analoghi a quelli in cui sono operanti le loro imprese già avviate (Salamzadeh e Kesim, 2015), anche se l'ulteriore fattore a vantaggio del reperimento di fondi delle startup è la presenza di operatori appartenenti al settore del venture capital, che investono in startup operanti in round di finanziamento più avanzati.

Infine, una startup giunge a maturazione con la fase di *exit*, in cui i fondatori cedono ad altri le loro quote, o di quotazione, in cui gli investitori istituzionali cedono al pubblico le quote mediante una IPO. In conclusione, il processo di sviluppo di una startup in un'impresa matura è decisamente più complesso di quello di impianto di un'impresa tradizionale, caratterizzato da condizioni maggiormente vantaggiose per una crescita rapida e da un periodo di supporto da parte di esperti che dura dalla fase di *preseed* fino alla cessione o alla quotazione, per un totale potenziale di 7-10 anni. Questa breve panoramica è stata progettata prevalentemente per dare consistenza alle specificità della startup innovativa, il soggetto su cui verteranno tutte le analisi nel secondo capitolo.



1.4 – Il COVID-19, un banco di prova

1.4.1 – La pandemia COVID-19 e i suoi effetti sull'economia mondiale

L'epidemia di COVID-19 rappresenta uno spartiacque nella storia recente: basti pensare al fatto che nel solo periodo tra il 24 febbraio 2020 ed il 28 febbraio del 2020, una settimana lavorativa, le quotazioni dei mercati globali hanno fatto registrare perdite per circa 6000 miliardi USD (Ozili e Arun, 2020). Le restrizioni agli spostamenti hanno condotto alla cancellazione quasi istantanea di voli, prenotazioni ed eventi per oltre 200 miliardi USD. Il rapido impatto della pandemia sui ritmi della catena produttiva mondiale è stato responsabile di alcuni squilibri che permangono ancora nell'estate del 2021, specialmente nel settore dell'approvvigionamento di materie prime.

Non è il primo fenomeno di crisi globale che si è verificato nell'economia moderna, ma nessuna delle crisi recenti è stata causata da una pandemia; quindi, parliamo di un fenomeno diverso che dovrà essere studiato approfonditamente nei successivi lavori di ricerca.

La principale evoluzione nello studio delle crisi mondiali riguarda il fatto che per la prima volta è stato dato un peso rilevante a fenomeni non strettamente economico-finanziari, come la salute umana.

Questa introduzione vuole essere una spiegazione del motivo per cui si è scelto di dedicare un intero paragrafo, qui, nel primo capitolo, all'impatto della pandemia sull'intero contesto economico, che, come già detto, è un chiaro fattore determinante delle prospettive che una startup si trova a dover valutare.

Gli Stati del Mondo Occidentale, e non solo, si sono trovati a dover decidere provvedimenti a difesa della vita che spesso sono andati a collidere con le necessità delle attività imprenditoriali, in forma più o meno marcata. Secondo dati del Fondo Monetario Internazionale (Gros, 2020) le previsioni di crescita dell'Europa per l'anno

2020 sono state del -7%, in virtù della decisione di applicare una chiusura generalizzata delle attività economiche, con una spesa sanitaria dell'ordine dei 1500 miliardi di €, circa il 14% del PIL dell'intera area.

1.4.2 – Come hanno reagito le grandi imprese

Il primo soggetto che si andrà ad analizzare sono le grandi imprese.

Gli Stati hanno adottato diversi sistemi per contenere l'emergenza pandemica e questo si è ovviamente riflesso su come le singole realtà imprenditoriali si siano dovute rapportare alle nuove direttive, dovendo gestire un importante *shock* della domanda (Duda et al., 2021); uno *shock* corrispettivo si è verificato anche dal lato dell'offerta, in quanto la filiera produttiva ha avuto degli importanti rallentamenti. Sommando gli effetti della domanda e dell'offerta ci sono state conseguenze importanti sulle quantità scambiate di beni e servizi e tutto ciò ha costretto le imprese a modificare i loro modi di gestione delle risorse, fisiche o meno, e delle competenze necessarie al complesso aziendale.

Dalle evidenze emerge come le grandi imprese affermate, capaci di spostare il proprio *core* dai canali tradizionali a quelli online, abbiano conseguito un consistente vantaggio competitivo sulle imprese meno rapide a adeguarsi. Le grandi imprese, per quanto concerne le scelte competitive (riportate in ordine di importanza), hanno di solito scelto di focalizzarsi sul perfetto accoppiamento tra gusti del consumatore e offerta, sul prezzo, sull'accesso facilitato.

Lo strumento che differenzia abbastanza nettamente le grandi imprese dalle PMI è l'uso di grandi contratti con la clientela, che per le prime rappresenta il principale strumento competitivo. In conclusione, le grandi imprese si sono trovate a dover affiancare alle strategie appena elencate una solida presenza nei canali di distribuzione online, andando a adattare questo modello organizzativo alle nuove necessità già esistenti ma rese prioritarie dallo scoppio della pandemia di COVID-19.

1.4.3 – Come hanno reagito le PMI nell'ambito delle imprese tradizionali

Le PMI sono state, in media, le imprese più colpite dalla crisi pandemica (Grover e Karplus, 2021) e questa considerazione è in linea con la stessa impostazione delle PMI che soffrono di un management tipicamente euristico a fronte di migliore resistenza delle imprese con *management* strutturato.

Un altro fattore per cui le PMI possono aver subito maggiormente l'impatto della pandemia è determinato dalle necessità territoriali delle stesse, che sono spesso legate ad un mercato rilevante meno esteso e quindi più soggetto alla ciclicità, non potendo contare sulla compensazione che si va ad effettuare sui diversi ambiti territoriali.

Le PMI hanno subito anche delle limitazioni che ne hanno reso la condizione critica sin dalle prime settimane dei vari *lockdown*, a partire dai problemi logistici e dalla ridotta capacità produttiva (Juergensen et al., 2020). Nel medio-lungo termine, invece, la situazione è ancora da delineare, con il focus principale che è passato dalla sola sopravvivenza delle PMI alla necessità di riforme strutturali che verranno analizzate nel capitolo successivo.

Nel complesso, però, la ridotta scala delle PMI, specialmente se giovani, ha consentito loro di reagire molto più dinamicamente alle difficoltà ambientali e qui si vede il doppio profilo di un *management* euristico, da un

lato meno capace di reagire razionalmente ai problemi, dall'altro capace di gestire un cambiamento radicale dell'attività d'impresa nel breve periodo.

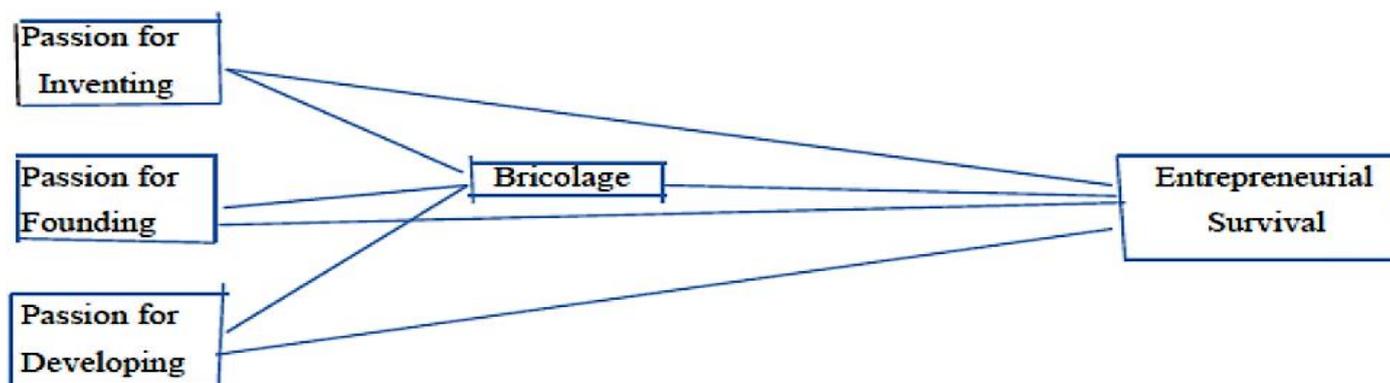
Analizzando le leve competitive usate in prevalenza dalle PMI, veniamo a constatare un'importanza primaria di diversi fattori: creare un abbinamento idoneo con la clientela e rendere il proprio prodotto molto accessibile; agevolazioni di pagamento; periodi di garanzia; sfruttare l'immagine pubblica e la forza del *brand*; politiche di differenziazione; promozioni e pubblicità; servizi post-vendita (Duda et al., 2021). Inoltre, come già spiegato prima per quanto concerne la specializzazione produttiva, le SME sono sempre maggiormente vincolate all'ottenimento di maggiori standard qualitativi rispetto alla concorrenza, cosa che non è così necessaria per le grandi imprese, più orientate verso lo sfruttamento delle economie di scala.

1.4.4 – Il caso anomalo delle startup innovative: il bricolage imprenditoriale

Le startup innovative non si possono identificare con le PMI per tutte le motivazioni esposte precedentemente ed hanno avuto anche delle reazioni diverse alla presenza del COVID-19, per il fatto che la maggior parte delle imprese innovative opera con modalità che ne favoriscono lo sviluppo anche in condizioni di forte discontinuità con il passato, grazie ad una maggiore predisposizione all'uso delle tecnologie digitali presenti sul mercato al momento; essere innovativi risulta essere una preconditione alla resilienza nei momenti di crisi (Kuckertz et al., 2020).

L'altra caratteristica delle startup innovative che ha permesso di migliorarne i risultati anche in periodo di crisi economica è legata al "bricolage imprenditoriale" ossia l'abilità degli imprenditori a capo delle startup di adeguare rapidamente la giovane impresa a delle esigenze di mercato che mutano improvvisamente. L'applicazione di questo principio prevede che la gestione delle crisi da parte delle startup innovative sia applicata a seconda del caso, senza avere delle strategie predefinite, in modo che l'imprenditore possa gestire al meglio le specificità del singolo evento che si trova ad affrontare. Queste pratiche di bricolage possono essere delle importantissime fonti di miglioramento, a volte, tuttavia, costringono a mutare radicalmente la struttura e l'organizzazione aziendale. Oltretutto, il bricolage imprenditoriale ha permesso di cambiare l'intero business model di alcune startup in tempi brevissimi, spostandole da un "binario morto" a settori con migliori prospettive di redditività.

Sebbene le startup innovative siano meno strutturate delle grandi imprese e più adattive delle PMI tradizionali, esse hanno comunque bisogno di assistenza nei confronti di quelle tipologie di eventi che vanno a causare un'interruzione dei flussi di cassa, onde evitare danni alle possibilità di sopravvivenza a lungo termine e al proprio percorso di crescita.



1.5 – Il caso italiano

1.5.1 – Differenze rispetto al tessuto imprenditoriale degli USA, gli stakeholder

Nell’ambito delle scienze economiche e manageriali, gli USA rappresentano il principale riferimento teorico e operativo su cui effettuare gli opportuni rilievi utili al caso. Nello specifico ci sono alcune considerazioni preliminari per capire le particolarità del caso italiano, quelle diversità che rendono opportuno dedicare un paragrafo al caso locale. Bisogna, inoltre, chiarire che l’Italia è parte del più ampio contesto europeo che fornisce, di solito, un panorama abbastanza omogeneo (togliendo l’eccezione dello UK) per quanto riguarda il rapporto tra le imprese e gli altri soggetti economici. A ciò bisogna aggiungere che la doppia giurisdizione nazionale ed europea vigente in Italia rende il quadro normativo più complesso da considerare, come verrà analizzato in seguito.

Un contributo fondamentale è rappresentato dal diverso approccio in materia di *stakeholder*; infatti, negli States c’è un maggior focus sul connubio tra istituzioni ed imprenditorialità e molte forme di ausilio alle giovani startup nascono direttamente dentro i principali cluster innovativi, con un meccanismo di “concorrenzialità” tra i singoli Stati all’interno della federazione (Sun et al., 2015). Più che di una vera concorrenzialità si tratta, in effetti, di un normale meccanismo presente negli stati federali, legato alla specializzazione territoriale che in certi contesti crea dei veri e propri “cluster politici” per resistere alla competizione di altre regioni, con differenze notevoli tra le varie macroaree, differenze che sono materia di approfondimento di altre discipline.

Per concludere questa breve considerazione sugli USA, occorre citare lo sviluppo della CSR (*Corporate Social Responsibility*), pratica che consiste nella cura delle tematiche sociali da parte delle imprese, anche se i ritorni in termini finanziari e contabili di queste iniziative rimangono da verificare (Von Arx e Ziegler, 2008). Nel caso italiano, invece, l’imprenditorialità è tutelata con una maggiore influenza delle scelte pubbliche, anche perché vi è un impianto normativo diverso ed una diversa ponderazione dei vari fattori determinanti per il successo dell’impresa. Ciononostante, fin dagli anni ’90 il *buzz*, quel brusio di fondo che rappresenta le tendenze, consiste nell’applicazione del modello della “West Coast” al panorama imprenditoriale italiano (Arvidsson e Luise, 2019).

Tuttavia, questa convergenza di intenti non garantisce l’efficacia del modello, anche perché la comunicazione copre per lo più casi di successo e non l’effettiva qualità della totalità dei casi esistenti. Secondo i dati del

MISE, aggiornati al Q1 2018, solo il 43% delle startup innovative presenti sul territorio nazionale erano in utile, contro il 66% delle società di capitali, con un ROI medio inferiore a quello medio delle società di capitali e persino rispetto ad attività tradizionali come imprese di pulizie e ristoranti. A parziale giustificazione di questi dati apparentemente deludenti, possiamo additare il fatto che molte attività poco innovative vengono registrate come startup innovative sfruttando la rigidità del nostro sistema normativo che fornisce una classificazione utile a scopo classificatorio, ma facilmente aggirabile per ottenere benefici fiscali.

Una condizione peculiare del mercato italiano è la sua resistenza nei settori tradizionali, con delle forti incertezze sui settori innovativi che le fanno da contraltare e questo si va ad interfacciare logicamente col fatto che, da interviste riportate sul documento in questione, risulta che l'obiettivo principale degli startupper è creare *hype* per attirare potenziali acquirenti piuttosto che pensare ad un percorso di crescita nel lungo periodo, ottenendo risultati modesti anche seguendo questa strategia. A conclusione del discorso, è opportuno passare in rassegna le altre tipicità del panorama italiano, per cercare di contestualizzare quanto detto finora.

1.5.2 – La lunga ricerca della grande scala produttiva e le politiche industriali

L'economia italiana del dopoguerra è stata costruita in ottica di ottenimento di un'elevata competitività internazionale, obiettivo inizialmente conseguito puntando su mercati a basso livello tecnologico e sfruttando il basso costo del lavoro e lo scarto vantaggioso tra i prezzi delle materie prime e quelli dei prodotti finiti; il tutto lasciando una grande fetta della responsabilità a imprese che erano dimensionalmente molto limitate (Amatori, 1997).

Molte delle imprese nate in quella fase erano antesignane delle moderne startup, anche se prive di quella spinta tecnologica e dimensionale che avevano le realtà imprenditoriali delle altre due ex potenze dell'Asse: Germania e Giappone.

Questa situazione lasciò alcune criticità irrisolte nel contesto dell'imprenditoria italiana, criticità che si acuirono durante la frenata dell'economia mondiale nel decennio che va dalla fine della Guerra del Vietnam alla Seconda crisi petrolifera (1969-1979).

In quel momento la creazione di alcuni "campioni nazionali", imprese capaci di competere contro i principali concorrenti internazionali in settori dove mancava un tessuto imprenditoriale solido, capaci di instaurare autonomamente una propria competitività estera, diventò obiettivo delle politiche industriali italiane. Quella fu l'ultima vera iniziativa di politica industriale in Italia e si concluse con un insuccesso di fatto, mostrando come lo scarso livello tecnologico non era colmabile con un'iniziativa pubblica, ma bisognava lasciare spazio ai privati, garantendo loro le migliori condizioni per esercitare la propria attività e per migliorare il livello tecnologico.

1.5.3 – Imprenditorialità italiana: tra grandi performance e criticità latenti

Il periodo successivo all'epoca di massimo utilizzo delle politiche industriali, ossia dagli anni '80 in poi, ha visto una ripresa della competitività delle imprese italiane, spesso protagoniste di una rapida ascesa nel mercato internazionale e di una crescita dimensionale che permetteva di garantire un output produttivo quantitativamente e qualitativamente notevole. In particolare, questi sono gli anni della "Terza Italia", in

quanto un nuovo dinamismo imprenditoriale porta molte imprese a raggiungere il livello di medie imprese, certe volte arrivando anche oltre, grazie alla loro capacità di adattamenti ed alla resistenza dell'imprenditorialità familiare (Bianchi, 1994). Questa nuova realtà si è tradotta nella ripartizione dell'Italia in tre aree sulla base del tessuto imprenditoriale, l'economia centrale del Nord Ovest, l'economia periferica del Centro-Nord Est e l'economia periferica del Sud, che, nonostante gli intensi finanziamenti pubblici, stentava a decollare.

Al contempo, però, inizia il declino parziale di quello che è stato il fulcro dell'industria italiana a partire dai primi decenni del Regno d'Italia: il Triangolo Genova-Milano-Torino. Infatti, se in passato molte imprese avevano in quell'area il centro della loro attività, la progressiva delocalizzazione porta le stesse a guidare un processo per cui alla fine del millennio molte realtà produttive avevano cessato di operare nell'area, quindi siamo di fronte ad una ritrovata competitività a danno dei *player* già esistenti e la "crescita fiacca" dell'economia italiana, crescita che risultava in media del 2,3% negli anni '80, sceso poi al 1,5% del decennio successivo (Dati osservatorio CPI, 2021), sembra confermare questo spaccato. L'obiettivo doveva essere focalizzato sulla correzione di queste imperfezioni per non perdere il contatto con gli altri Paesi sviluppati. La Crisi del 2007 non farà altro che rendere ancora più impellente questa necessità, dato che, al 2020, il PIL italiano rimaneva inferiore a quello precrisi.

1.5.4 – La riforma del 2012, le startup entrano in Italia

Sebbene il termine startup innovativa sia entrato nel lessico comune da molto tempo, il diritto, come spesso accade, si è adeguato alla nuova realtà solo dopo anni, precisamente grazie al Decreto-Legge 179/2012, che identifica le startup innovative come delle società di capitali in possesso di alcuni requisiti che saranno analizzati nel prosieguo (Gazzetta Ufficiale, 2012).

C'è un requisito temporale che fissa il termine massimo di cinque anni di età dell'impresa da classificare come startup innovativa, impresa che deve essere fondata nello Spazio economico europeo e deve avere almeno una filiale o una sede produttiva in Italia, senza essere un ramo o uno *spin-off* di un'altra impresa.

L'impresa non deve superare un fatturato di 5.000.000 €, non deve distribuire utili e non deve essere quotata in borsa. Lo sviluppo, la produzione o commercializzazione di un prodotto o servizio ad alto valore tecnologico devono essere oggetto sociale prevalente.

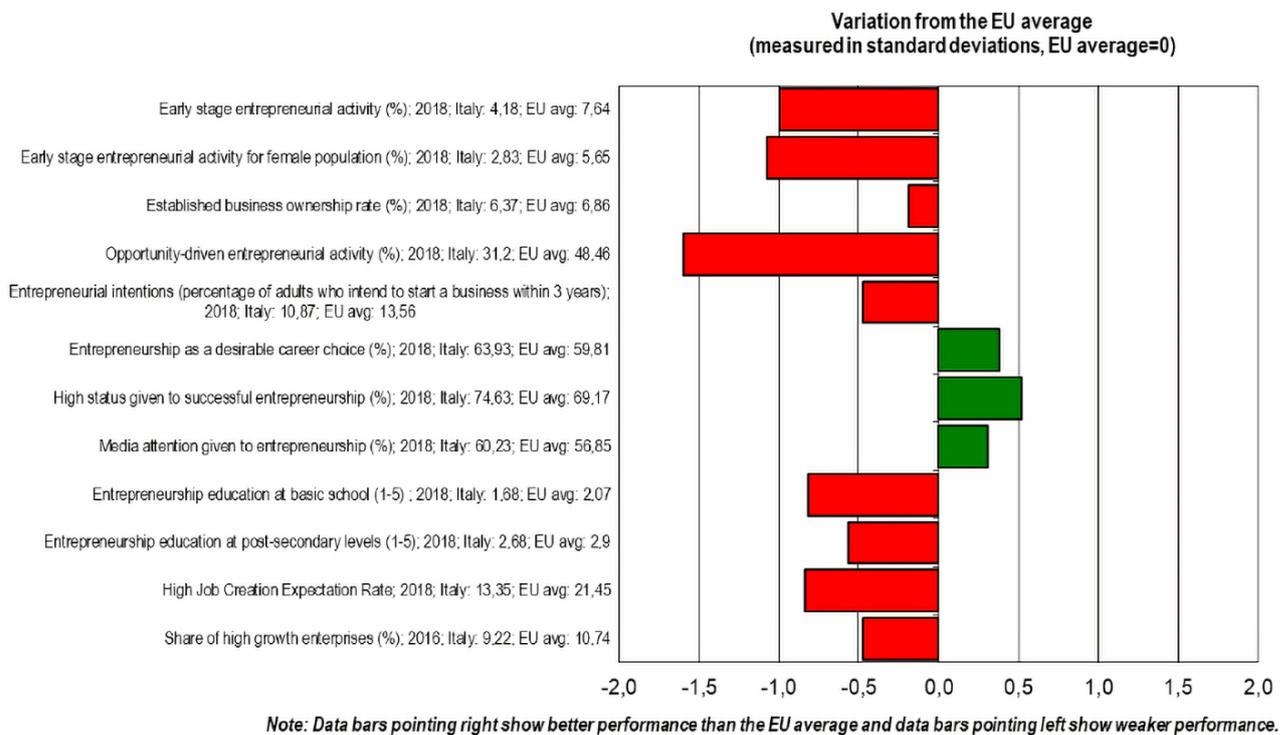
Inoltre, l'impresa deve essere in possesso di un altro requisito tra i seguenti: un minimo di spese in R&D in rapporto al maggiore tra fatturato o costo (15%), la presenza di personale altamente qualificato (almeno 2/3 con laurea magistrale o 1/3 con titoli superiori) oppure il possesso di brevetti o di software registrati. Questo cambiamento della base normativa ha generato diversi interrogativi (Matricano, 2018), in particolare legati ad un'incongruenza tra il disposto legislativo e le concrete necessità degli imprenditori, che percepiscono alcune delle possibilità come contrarie al buonsenso imprenditoriale, come ad esempio i brevetti, a cui si preferisce l'uso del segreto industriale.

1.5.5 – L’impresa italiana nel Mondo post-Covid

Venendo ora agli sviluppi più recenti dell’imprenditoria italiana è opportuno analizzare come la discontinuità rappresentata dal COVID-19 si è andata a delineare nel panorama italiano.

Il COVID-19 ha messo in discussione tutta una serie di paradigmi radicati nelle economie occidentali: per quanto concerne le imprese, il fatto più rilevante è che è venuta a mancare tutta una serie di imposizioni che venivano generalmente accettate in materia di *deficit spending*, di intervento pubblico e di produzione entro i confini nazionali. In particolare, il caso italiano riguarda anche l’ammorbidente temporaneo dei vincoli europei al debito, imposti alle varie amministrazioni nazionali, con la necessità di evitare una brusca contrazione dell’economia (Gros, 2021).

Sebbene valutare gli effetti sulle imprese di queste iniziative sarà compito di lavori futuri, è doveroso effettuare le dovute considerazioni su quanto sta accadendo in Italia anche dal punto di vista di rassegna delle nuove policies, che vanno anche ad integrare quanto detto prima sulla riforma del 2012, come nel caso delle innovazioni apportate dal Decreto Legge 34/2020 (Gazzetta Ufficiale, 2021), in materia di contributi, proroghe ed altre misure di agevolazione e sostegno i cui effetti verranno valutati negli anni a venire.



Cap.2 – Il finanziamento delle startup innovative

2.1 – I sistemi tradizionali di finanziamento

2.1.1 – L'autofinanziamento

L'autofinanziamento è la pratica per cui si sostiene l'impresa con capitali propri (Abdulsaleh e Worthington, 2013). Se per un'impresa avviata e capace di generare utili regolari, questo avviene con il reinvestimento degli stessi, quando si parla di una nuova impresa, sia essa tradizionale sia essa una startup innovativa, il capitale iniziale spesso è investito dall'imprenditore, dalla sua famiglia e dagli amici.

Questa forma di finanziamento è la forma originaria, con cui sono sorte le prime imprese nella I rivoluzione industriale.

Risulta chiaro come, anche di fronte ad un patrimonio personale cospicuo, le necessità di crescita di un'impresa possano richiedere un ammontare di risorse eccedente il disponibile, quindi, sin dalla comparsa delle prime imprese dimensionalmente rilevanti, questa modalità è stata gradualmente ridimensionata, grazie all'esistenza di forme come contributi pubblici, finanziamenti bancari e forme di investimento private garantite dai business angel e dai venture capitalist.

Ciononostante, anche qualora si decida di ricorrere a canali esterni, è comunque necessario coprire personalmente alcune spese che possono servire a costituire una società o a predisporre dei materiali inerenti alla documentazione necessaria per ottenere fondi esterni: tale fase di finanziamento si chiama *bootstrap*.

Il *bootstrap* rappresenta l'atto di "trasformazione del capitale umano in risorse finanziarie" (Lahm et al., 2005), ossia il processo in cui l'imprenditore deve effettivamente compiere uno sforzo creativo per costituire una base di finanziamento che sarà alla base dell'impresa nelle sue primissime fasi di avvio. La scelta dell'autofinanziamento rimane un'opzione popolare, il cui vantaggio principale è la flessibilità, per cui un'impresa non è vincolata ad un piano di rimborso con interessi.

Un'altra fonte equiparabile all'autofinanziamento è l'emissione in sede di aumento del capitale sociale, nelle fasi più avanzate della vita dell'impresa, anche se questa via è pericolosa per le PMI, dato il rischio di poter perdere anche con emissioni limitate il pacchetto di controllo dell'azienda.

2.1.2 – I capitali bancari

L'altra principale fonte di finanziamento per le nuove imprese è legata ai capitali bancari, capitali erogati dagli istituti di credito sulla base di un progetto predisposto dall'imprenditore con annessa documentazione. Ciononostante, bisogna constatare che questo processo non è sempre scontato, in quanto le banche tendono a defilarsi qualora si verificano situazioni di scarsa trasparenza informativa, tipiche delle PMI (Abdulsaleh e Worthington, 2013). Nel complesso, i capitali bancari sono una fonte relativamente sicura, a patto però di accettare alcuni vincoli ulteriori che potrebbero essere grandi ostacoli per un'impresa, specialmente se costituita da poco.

La prima caratteristica sfavorevole dei capitali bancari è insita negli stessi contratti utilizzati, in quanto essi prevedono il prestito di capitali a debito propriamente detti, usati qualora vi sia un coerente progetto di

sviluppo a lungo a termine non finanziabile tramite mezzi propri. Entrando nell'ambito della struttura del debito, i mutui bancari sono considerati debiti a lungo termine, quindi, vanno presi in considerazione soltanto qualora si stia pensando di coprire immobilizzazioni, diventando, invece, una scelta patologica qualora si decida di finanziare attività a breve termine con tale fonte.

Quindi i capitali bancari sono di applicabilità limitata nel contesto delle startup innovative, ma ci sono altre considerazioni da effettuare che ne riducono ancora l'applicabilità, relative alla selezione effettuata dalle stesse banche e alle garanzie collaterali, punti che approfondiremo meglio a breve.

Per quanto riguarda la selezione effettuata dalle banche, esse si trovano a dover applicare dei modelli che prevedono la convenienza di erogare un prestito, sulla base di alcuni parametri quantitativi, tagliando molto spesso le startup che si trovano fuori dai valori di accettabilità dato lo scarso *background* su cui le banche possono fare affidamento; la ragione di questo comportamento è il fenomeno di asimmetria informativa, per cui le banche non conoscono perfettamente l'insieme delle caratteristiche aziendali che rappresentano le possibilità di sopravvivenza dell'impresa e quindi le capacità di rimborsare il prestito erogato. Un potenziale metodo di risoluzione di questa problematica è instaurare relazioni di lungo periodo, condizione che è correlata ad un minore costo del debito e ad un minore impatto del *credit crunch*. Inoltre, un altro sistema che utilizzano le banche per ridurre l'opacità informativa è il *factoring*, pratica con cui le banche vendono crediti da riscuotere ad operatori specializzati, recuperando, almeno in parte, la liquidità erogata.

Al contempo, qualora la banca debba erogare un prestito ad una nuova impresa, senza il dovuto merito creditizio che si richiede, può proporre una soluzione con garanzie collaterali, garanzie reali che vanno a costituire molto spesso una richiesta eccessivamente esosa o svantaggiosa per gli imprenditori a capo della startup.

2.1.3 – Contributi pubblici

Una fonte importante di finanziamento è quella rappresentata dai contributi pubblici, fonte che si ottiene qualora si presenti un progetto coerente ad un bando con dei requisiti specificati. Sebbene il ruolo delle autorità pubbliche nell'economia sia controverso ed oggetto di uno storico dibattito ancora in corso, è nell'interesse dei governi aiutare le imprese, specialmente le PMI, ad avere un migliore accesso alle fonti esterne di finanziamento, soprattutto per perseguire gli obiettivi di crescita che ogni Stato si prefissa (Abdulsaleh e Worthington, 2013).

È un fatto consolidato che queste iniziative pubbliche hanno la possibilità di facilitare l'accesso delle SME ai capitali necessari per il loro sviluppo, anche se ciò si può effettivamente realizzare qualora siano rispettati dei prerequisiti. In prima istanza, uno dei problemi già citati riguardo le difficoltà di finanziamento che una PMI, soprattutto se una startup innovativa, deve subire, riguarda l'asimmetria informativa; quindi, è necessario che gli interventi pubblici riducano questo limite. Oltretutto, questi programmi devono essere opportunamente progettati per le specifiche necessità delle imprese nella fase di sviluppo in cui si trovano, quindi non può essere applicata una soluzione unica adatta a tutti. I motivi principali per cui può essere necessario l'intervento degli operatori pubblici in questo ambito sono i “fallimenti del mercato dei crediti”, le distorsioni di prezzo e

le esternalità dinamiche. Tuttavia, se queste sono le ragioni che riguardano un intervento diretto, esistono anche le forme di intervento indiretto.

La principale forma di intervento indiretto riguarda la tassazione: infatti se lo scopo degli interventi diretti è rendere i mezzi disponibili alle imprese, lo scopo degli interventi indiretti è non distorcere la sostenibilità finanziaria dell'impresa.

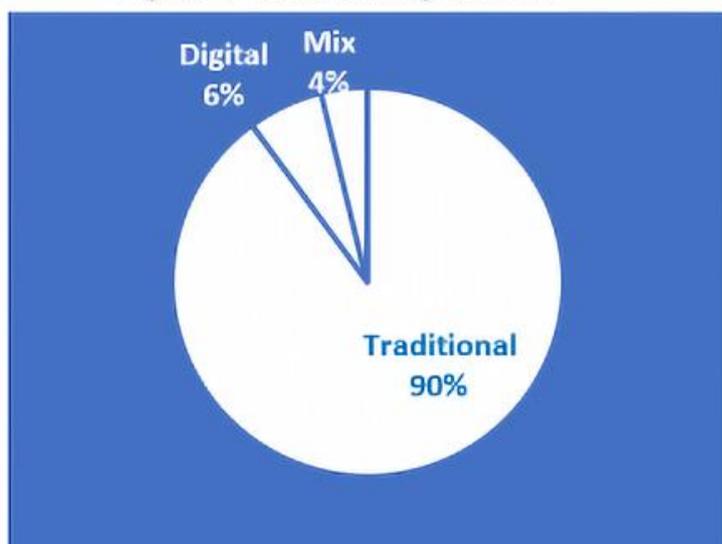
2.1.4 – Il ruolo dell'imprenditore nel reperimento dei primi capitali

Reperire i capitali rimane una delle sfide principali per una giovane impresa, principalmente se si tratta di una startup innovativa con prospettive di redditività posticipate di diversi anni. Se le fonti di venture capital possono essere un supporto importantissimo per la crescita di un'impresa, è molto più frequente che esse rimangano fuori da questo processo, specialmente nelle prime fasi (Lahm et al., 2005).

È difficile determinare quante startup innovative facciano ricorso al *bootstrapping*: nel 1999 stimavano questa quota tra il 75 e l'85% del totale e la pratica corrente continua a confermare questa prevalenza a più di due decenni di distanza. La figura dell'imprenditore rappresenta in questa fase la solidità dell'azienda, quindi le sue prospettive di crescita e sviluppo, specialmente in un contesto ormai lontano dall'epoca della bolla delle *dot-com*, sia per dinamiche economiche sia per la maggiore esigenza dei potenziali finanziatori esterni, siano essi banche, fondi di venture capital o di altro tipo.

Tutto ciò fa sì che nella fase embrionale dell'impresa, che per le startup può avere un orizzonte di 7-10 anni, le competenze e le abilità dell'imprenditore siano esse stesse delle "proprietà immateriali" dell'azienda, anche perché una giovane impresa richiede un ammontare di capitali limitato rispetto a quello che è l'apporto di lavoro richiesto.

Figure 4- Used Funding Sources



2.2 – Le difficoltà delle startup con i canali tradizionali di finanziamento

2.2.1 – Il rapporto con le banche: il peso delle garanzie reali e del debito

Per quanto riguarda la scelta dell'indebitamento, le garanzie reali ed il capitale a debito sono dei limiti stringenti per una startup innovativa. Per garanzia reale si intende una clausola per cui, a fronte della richiesta

di liquidità alla banca, il prenditore deve concedere un qualche diritto su un qualcosa di proprio. In sintesi, avviene quanto appena esposto, ma, quando si discute di garanzie collaterali, si può intendere un'ampia varietà di diritti su cose diverse.

La garanzia collaterale è utile per le PMI perché le loro attività sono considerate ad alto rischio, altrimenti non vi sarebbe bisogno di queste garanzie; lo stesso si può dire in merito al grado di indebitamento già esistente. Bisogna chiarire che queste garanzie contribuiscono a far ottenere migliori condizioni di finanziamento, attraverso una riduzione dello spread applicato dal prestatore (Luck e Santos, 2019).

Per quanto riguarda il tipo di collaterali, essi sono valutati tanto più positivamente quanto più sono liquidi e non vincolati ad una specifica destinazione d'uso; inoltre, il costo dell'indebitamento varia a seconda dell'andamento del prezzo della garanzia collaterale associata, a cui viene attribuito maggior valore qualora vi sia una tendenza di aumento dei prezzi e viceversa. Per quanto riguarda l'orizzonte temporale, un collaterale che abbia durata almeno uguale alla durata del finanziamento tende ad essere valutato meglio.

Il debito, invece, rappresenta una tematica controversa nell'ambito delle scienze aziendali, in quanto il suo uso comporta dei rischi a fronte di potenziali benefici e, nella letteratura, sebbene sia un tema su cui si è discusso a lungo, non si è affermato un vero approccio dominante (Myers, 2001). La "teoria del trade-off" pone che ci sia un certo approccio verso il debito, dettato dai potenziali vantaggi fiscali; la "teoria dell'ordine di scelta" predice una preferenza del debito all'emissione di capitale sociale, con una prevalenza netta per l'autofinanziamento; la "teoria del free cash flow" espone come le imprese entrino in una condizione di rischio qualora investano eccessivamente rispetto alle concrete possibilità profittevoli, anche se quest'ultima teoria riguarda per lo più le grandi imprese affermate, lontane dall'argomento di analisi di questo lavoro di ricerca. Addirittura, alcuni approcci al debito escludono una qualsiasi influenza del livello di indebitamento sul valore dell'impresa, come esposto dalla "teoria di Modigliani e Miller", che, sebbene generalmente accettata, in quanto il valore dell'impresa è il valore delle attività aziendali e non delle sue passività (che sono appunto i debiti e il patrimonio netto), non può essere estesa a tal punto da giustificare un uso sproporzionato del debito. Infatti, la scelta della quantità ottimale di indebitamento riguarda anche tre imperfezioni del mercato che però sono particolarmente rilevanti per le imprese, specialmente per le PMI, startup innovative incluse: la tassazione, le asimmetrie informative ed i costi di agenzia.

La scelta di affidarsi a forme di debito è tipica delle imprese più grandi o comunque ben affermate sul mercato e ciò può avvenire sia attraverso i mercati, sia attraverso il mercato del credito bancario; il livello di ricorso alle fonti di debito varia anche sulla base del settore di appartenenza, normalmente con livelli tanto più alti quanto più maturo e stabile è il settore in cui si opera.

Quindi, al termine di queste considerazioni sul rapporto che una startup innovativa può sostenere con le forme di debito, si può concludere rilevando che queste imprese mancano dei prerequisiti alla base del ricorso stabile al debito, in quanto sono, di norma, delle PMI operanti in mercati non stabili, quindi poco adatte a questa forma di finanziamento.

2.2.2 – Il bootstrap: la copertura in fase pre-seed e seed

La fase di *bootstrap* è particolarmente complessa per una nuova impresa, in quanto essa non è ancora in grado di generare utili ed ha, quindi, bisogno di capitali che permettano di compensare il suo fabbisogno finanziario. Di conseguenza, l'imprenditore deve essere in grado di trovare fonti che vadano a compensare questa posizione, prima dell'arrivo degli eventuali investitori che andranno a sostenere la nuova impresa, spesso una "startup di fatto", nel suo percorso di crescita.

Entrando più nello specifico, il bootstrapping può avere quattro finalità (Lahm et al., 2005): lo sviluppo del prodotto; lo sviluppo dell'impresa; la minimizzazione del fabbisogno esterno di capitale; la massima riduzione del fabbisogno generale di capitali. In sintesi, il ruolo primario della fase di bootstrap per una startup innovativa è quello di minimizzare il rischio di assenza di investitori esterni, dato che, come riportato in precedenza, l'aggregazione di un finanziatore esterno al progetto imprenditoriale è tutt'altro che una certezza. Quindi, in questo campo, sebbene fuori dagli auspici degli startupper, sono comprese molte pratiche che non sono da percepire come una battuta d'arresto, quanto piuttosto come un'occasione di dare forma alla propria impresa indipendentemente dalla valutazione di un soggetto terzo.

Nel concreto, gli approcci al *bootstrapping* sono soltanto due: ottenere il controllo delle risorse necessarie e limitare al minimo il consumo di queste risorse (quello che viene comunemente definito "tagliare le spese"). Quanto appena esposto fornisce uno spaccato abbastanza evidente di quanto i metodi di *bootstrapping* siano abbastanza aleatori e lascino esposti al rischio, condizione che va controllata per massimizzare le possibilità di sopravvivenza dell'impresa. Dei metodi per gestire il rischio possono essere relativi alla riduzione delle voci di spesa, come quelle relative ad un inventario o alla riduzione di processi aziendali inutili, oppure alla massimizzazione degli incassi, ad esempio concedendo dilazioni di pagamento abbastanza limitate. Per quanto riguarda il controllo delle risorse necessarie alla sopravvivenza dell'impresa, il concetto di fondo rimane quello di creare iniziative che creino *buzz*, quel brusio di fondo che rende l'ambiente esterno all'impresa consapevole dell'esistenza del nuovo *player*, attraverso sistemi che, indipendentemente dalla creatività e dall'approccio utilizzato dall'imprenditore, vadano ad accrescere i ricavi, stabilizzando la catena del valore della nuova azienda e accelerando il suo percorso verso la sostenibilità finanziaria.

La minimizzazione dei costi passa, invece, attraverso un'impostazione diversa: mantenere la stessa catena del valore alleggerendo "l'impalcatura attorno ad essa", ossia operare una pianificazione accurata dei costi, in modo da adottare soluzioni, talvolta semplici e talvolta da costruire, che mantengano inalterato il livello dell'output aziendale e la reputazione della stessa.

Il primo stadio di fonti esterne, sempre nelle fasi di *pre-seed* e *seed*, è la soluzione dei *business angel*, la quale apporta un contributo ulteriore rispetto alla semplice erogazione di capitali, un contributo riguardante l'area relativa alla costruzione di un'azienda con una solida base organizzativa (Abdulsaleh e Worthington, 2013). Questo deriva dal fatto che i *business angel* sono persone con un cospicuo patrimonio personale che destinano allo sviluppo di nuove realtà imprenditoriali, realtà con cui essi non hanno alcun legame precedente, a differenza di eventuali soggetti coinvolti in fase di *bootstrapping*. In particolare, i *business angel* possono

essere delle persone facoltose che selezionano genericamente delle aziende appartenenti a vari settori, o, come accade più spesso, dei veri esperti legati ad un settore con una formazione tecnica o imprenditoriale che vanno a fornire competenze e strutture a delle realtà ancora molto plastiche come possono essere delle startup innovative in fase di *pre-seed*.

Il contributo dei *business angel* è molto importante per le startup innovative, in quanto essi, secondo quanto riportato dalla letteratura in tema, investono in startup innovative e PMI in generale, in quantità superiore, per alcune fonti anche più di dieci volte, a quella dei fondi di venture capital.

2.2.3 – Disallineamenti tra agevolazioni pubbliche e necessità di innovare

Il contributo innovativo delle nuove realtà imprenditoriali al settore di appartenenza è innegabile ed è oggetto di studio di molte discipline nell'ambito delle scienze economiche. Un punto fondamentale di queste nuove realtà è il loro dinamismo che, unito al già considerato bricolage imprenditoriale, le rende molto flessibili e capaci di modificare radicalmente il loro approccio fino a trovare la giusta posizione di mercato.

Purtroppo, queste esigenze di innovazione non sono pienamente conciliabili con quanto disposto dalle agevolazioni pubbliche, che invece richiedono una certa struttura, in quanto scelte applicate a priori dal legislatore. Il campo dell'efficacia delle politiche pubbliche è stato oggetto di un nutrito filone di ricerche, specialmente nell'ambito dello studio dei fallimenti di mercato, a cui fa da contraltare quello dei fallimenti governativi in economia (Datta-Chaudhuri, 1990).

In realtà, non è possibile giungere ad una conclusione evidente; ciononostante è impensabile effettuare una coerente analisi sulle startup innovative e sul loro *fundraising* senza valutare quello che è il ruolo delle autorità pubbliche in questo ambito. Il problema principale delle agevolazioni pubbliche fino agli anni '80 è che esse erano impostate in un contesto di asimmetria informativa, in cui lo Stato erogava fondi senza entrare nel merito dell'attività imprenditoriale di chi li chiedeva, andando a fornire una soluzione unica per casi intrinsecamente diversi e uno strumento che non tenesse conto delle concrete prospettive del progetto finanziato. La mancanza fondamentale di questa impostazione è relativa all'assenza di un vero controllo delle competenze di chi richiede i fondi, da parte di un'amministrazione pubblica che agisca unicamente da garante nella corretta impostazione di un mercato funzionale, tralasciando la pianificazione.

Ciononostante, una delle principali problematiche al corretto utilizzo di questi sistemi è insita nella stessa matrice di quasi tutti i governi contemporanei, ossia l'impostazione democratica pluralista. Questa constatazione non vuole essere un attacco ad una determinata impostazione politica: infatti, è un'analisi delle ragioni sottostanti ad alcune resistenze ai cambiamenti da parte di governi che sono costituiti da una prevalenza di alcuni gruppi di interesse rispetto ad altri. In tale contesto, un sano *trade-off* tra bisogni da soppesare è ostacolato dalla prevalenza di un gruppo dominante che può scegliere diversamente da quanto sarebbe ottimale per altri gruppi.

Detto ciò, lo Stato non è necessariamente autore di norme che non si interfacciano bene col panorama delle startup innovative; semplicemente era doveroso sottolineare questo disallineamento che di fatto è insito nelle economie occidentali.

2.2.4 – Il fattore tempo: come impatta l'instabilità iniziale

Il fattore temporale è uno degli elementi principali relativi al successo di una realtà imprenditoriale: infatti, nel periodo di fondazione della nuova impresa, essa fissa il suo punto zero ed è da lì che parte il percorso verso la profittabilità, indicata dall'utilizzo dei soliti multipli, come il TIR, il ROI ed altri (Laitinen, 2017). Ciononostante, questi indicatori non devono trarre in inganno gli investitori, in quanto il loro utilizzo è reso pienamente efficace quando si opera in un mercato stabile con un'impresa che ha raggiunto un livello di crescita stazionario, ma molto fuorviante qualora si debba analizzare un'impresa nei suoi primi esercizi di attività, caratterizzati da maggiori prospettive di crescita e da risultati meno stabili.

In realtà molto spesso questa instabilità non trova un vero e proprio assestamento, dato che circa la metà delle startup negli USA e nell'UE fallisce entro il quinto anno di vita; quindi, un'inconsistenza dei multipli finanziari potrebbe essere indicativa di una situazione davvero patologica. Tuttavia, questi modelli di analisi basati sui multipli tendono ad essere meno affidabili in presenza di dati molto al di fuori del centro della distribuzione delle frequenze, di loro natura risultato sia di un andamento instabile sia di informazioni non trasparenti, come si è visto presentarsi maggiormente nelle startup innovative.

Quindi, in sintesi, gli indicatori finanziari più usati sono indiscussamente delle fonti di informazione di valore, ma bisogna segnalare come nei primi anni di vita della maggioranza delle startup innovative, le loro risposte possono risultare soggette a bias legati all'esistenza di osservazioni aberranti (molto lontane dai valori medi) e non chiare (a causa dell'opacità informativa delle startup innovative). Questo comporta che la costruzione di una serie storica a valori contabili di una startup innovativa risulterebbe poco rappresentativa dell'effettiva quantificazione degli utili futuri, a causa dei processi di aggiustamento che potrebbero verificarsi, per i motivi prima esposti in materia di “bricolage imprenditoriale”, in modo repentino.

Sources Of Financing Business

- Personal Investment
- Venture Capital
- Business Angels
- Assistant of Government
- Commercial Bank Loans
- Financial Bootstrapping

2.3 – Due alternative emergenti: crowdfunding e sistema blockchain

2.3.1 – Nuove soluzioni per problemi preesistenti

Il problema del reperimento di forme di finanziamento rimane molto importante per le giovani imprese, anche se dalla nascita di Internet sono venute a crearsi alcune condizioni che hanno permesso di proporre nuove soluzioni prima impensabili.

Questo perché il Web permette alle imprese di raggiungere una platea decisamente più ampia (Berisha-Shaqiri, 2014). Grazie a questo cambiamento che ha permesso il passaggio dall'economia industriale all'economia dell'informazione si è arrivati all'apertura di nuove vie per interagire con gli altri operatori economici sia per

quanto riguarda la clientela sia per quanto riguarda gli investitori. Proprio quest'ultima categoria è capace di trasformare un progetto con del potenziale, ma poco attrattivo per gli investitori tradizionali, in un'iniziativa con tutte le risorse necessarie per l'avvio dell'attività imprenditoriale.

Inoltre, operare tramite Internet permette di abbattere molte delle barriere che sorgono senza una connessione globale, in particolare relative all'analisi dei dati, anche nell'ambito di consigli e supporto riguardo la nuova idea imprenditoriale.

Di seguito si analizzeranno due delle principali tecniche consentite attraverso l'uso di tecnologie Internet: il *crowdfunding* ed i sistemi *blockchain*.

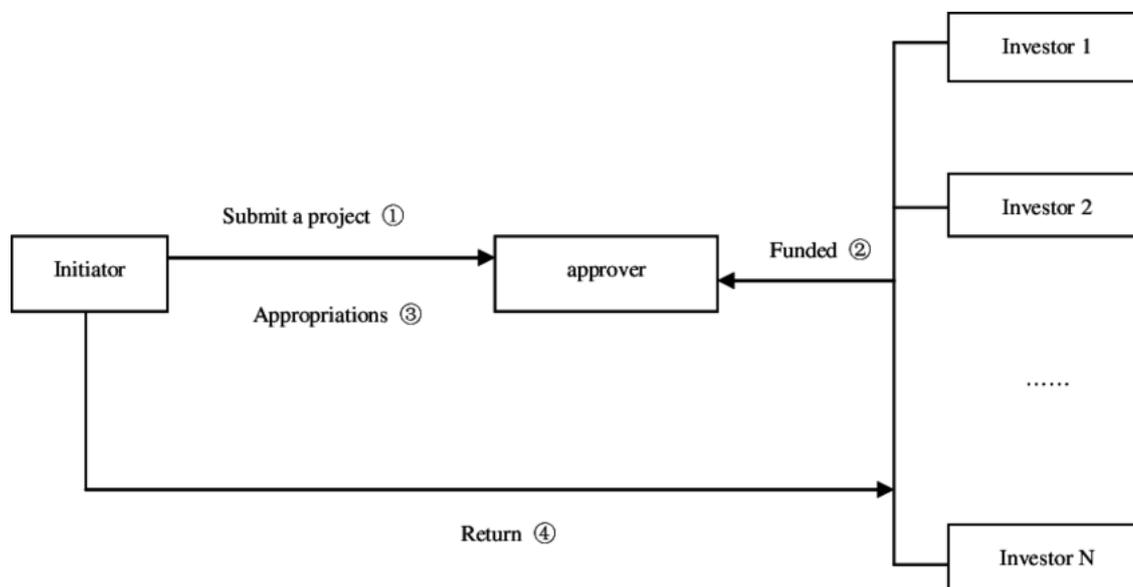
2.3.2 – Il crowdfunding

Il *crowdfunding* è una fonte di finanziamento dove, a fronte di un progetto delineato e descritto, l'imprenditore si rivolge ad una platea di internauti che possono contribuire di loro iniziativa a quel dato progetto, anche con versamenti molto piccoli (Borst et al., 2018). Attraverso iniziative di questo genere, si vanno a superare quei limiti che sono stati riportati nell'analisi dei modi di finanziamento descritti in precedenza, in quanto si vanno a rimuovere tutte quelle richieste che possono essere eccessive per un'impresa appena fondata, rendendo possibile finanziare determinati progetti che altrimenti sarebbero stati accantonati, sebbene validi dal punto di vista di ritorni di lungo periodo.

Il punto fondamentale che rende il *crowdfunding* una soluzione differente è il suo modello di operatività: piuttosto che richiedere fondi a determinati soggetti secondo condizioni predefinite, si va ad impostare una sorta di "chiamata alle armi" dove possono essere coinvolti molti soggetti diversi con una notevole flessibilità di controprestazione da offrire, a volte anche solo a titolo di donazione. Quindi, i limiti di questo sistema di finanziamento sono legati soltanto ad eventuali limitazioni tecniche ed alla legalità dell'oggetto del *crowdfunding*, mentre ai prenditori di fondi viene lasciata piena libertà di iniziativa.

Un importante ambito del *crowdfunding* da impostare correttamente è legato alla possibilità di scegliere a quale titolo si richiedono capitali, se come azionariato, debito o donazione, con tutti i vantaggi del caso. Ciò avviene in quanto si può strutturare un azionariato molto parcellizzato, quindi con meno resistenze in sede decisionale, un debito con un tasso di interesse non legato ai tassi bancari e, addirittura, sollevarsi da ogni obbligo di restituzione del capitale.

Tutte queste motivazioni rendono il *crowdfunding* un'alternativa in ascesa, anche grazie allo sviluppo esponenziale del Web che ha permesso di estendere sempre di più sia il bacino di utenza sia le possibilità di sviluppo e di partecipazione nell'ambito di questo tipo di iniziative.



2.3.3 – Applicazioni del sistema blockchain per le nuove imprese

La *blockchain* è un sistema che nasce per creare un protocollo di certificazione delle interazioni di una rete di utenti senza che vi sia la necessità di un'autorità garante che vada a certificare il corretto svolgimento delle attività.

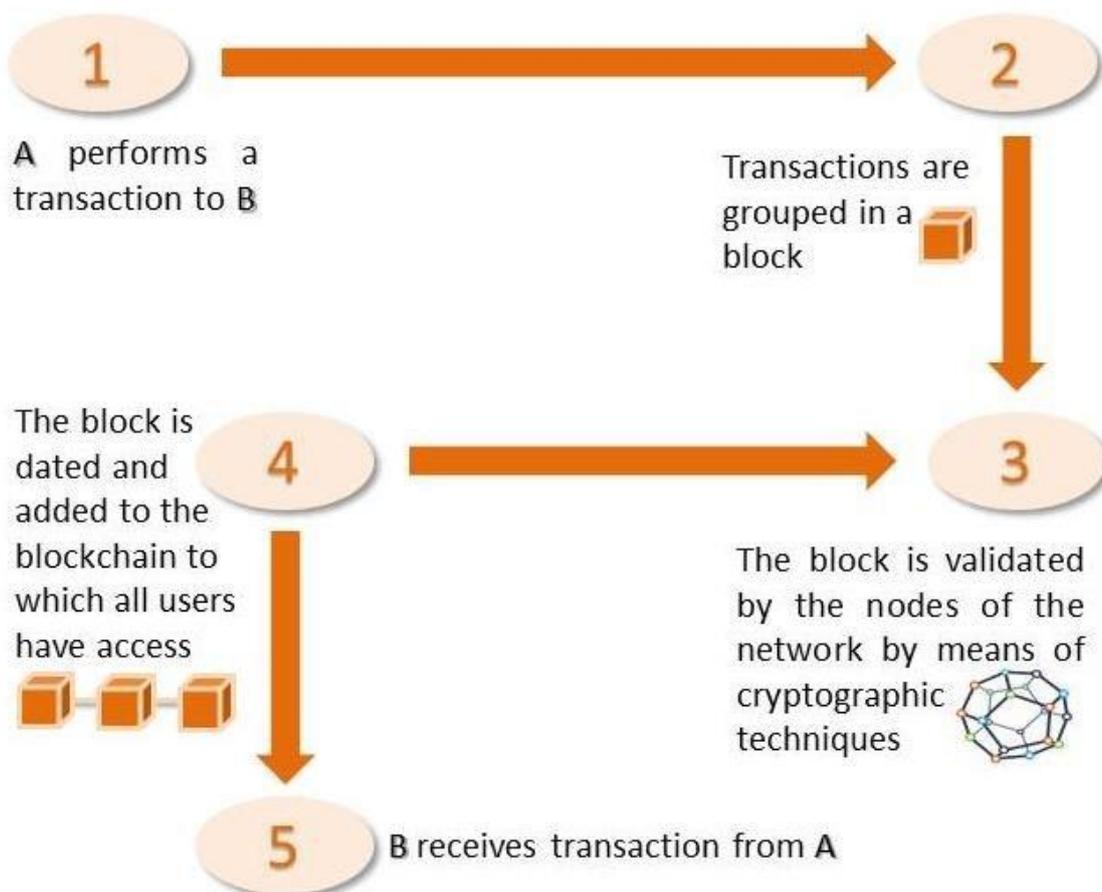
Questa logica si basa sulla presenza di una doppia chiave che identifica una quantità di dati, con una delle due chiavi che è pubblicamente conosciuta ed un'altra che è privata ed è effettivamente il dato che viene passato nei registri, registri che vengono aggiornati grazie ad un codice generato dalla suddetta coppia di chiavi in modo che il risultato generato attraverso un sistema peer to peer non sia in alcun modo falsabile né modificabile in seguito (Dattani e Harsh, 2019).

Ci sono vari sistemi *blockchain* che si sono affermati nello scorso decennio. Il primo è il sistema senza permessi, che non pone alcun limite ai potenziali utenti: chiunque abbia hardware e software necessari può entrare nel sistema. Questa tecnologia è prevalentemente utilizzata per le criptovalute. Il secondo sistema è quello della blockchain privata, in cui le persone non possono accedere liberamente, ma devono essere accettate dall'organizzatore o tramite consenso di chi vi è già coinvolto. Infine, esiste il consorzio, in cui il singolo membro non ha reali poteri, ma questi sono delegati ad altri soggetti nel sistema.

La base del sistema *blockchain* è il "file blocco", una struttura in cui sono registrati permanentemente i dati relativi alle transazioni nella rete, in un modo simile alle pagine di un libro, dove tutti i blocchi fanno la blockchain, una sorta di "libro di dati".

Sebbene, il sistema *blockchain* è prevalentemente noto nell'ambito delle criptovalute, ambito sicuramente rilevante per molte imprese innovative, la sua applicabilità non si limita a questo ambito. Infatti, sta diventando rilevante l'utilizzo delle ICO (*Initial Coin Offering*) come forma di finanziamento. Il ruolo delle ICO è abbastanza semplice, in quanto si offre un "gettone" detto "token" che garantisce una quantità di una criptovaluta emessa dalla stessa impresa che si finanzia, con l'obiettivo di ottenere un plusvalore dato dall'aumento di valore della criptovaluta in questione.

Le ICO rappresentano una prospettiva interessante per le imprese, in quanto consentono di reperire fondi da tutto il Mondo attraverso una parcellizzazione delle quote di emissione (Ante et al., 2018). Oltretutto, i vari servizi *exchange* per lo scambio di criptovalute spesso consentono di avere un mercato secondario sempre attivo che permette di garantire un'elevata liquidità delle criptovalute emesse dall'impresa che ha scelto di agire mediante una ICO.



2.3.4 – Evidenze sul crowdfunding e sul sistema blockchain

Per quanto concerne i risultati delle iniziative di crowdfunding, dalle analisi sul campo (Mollick e Venkat, 2014) emerge che una quota del 90% dei progetti che hanno avuto successo in campagna rimane attivo ad un anno di distanza, con una media di 2,2 impiegati aggiunti. Il 32% di questi progetti di successo è anche stato in grado di far registrare ricavi per oltre 100.000 \$ nello stesso periodo; ciononostante, non tutti i progetti sono riusciti a rispettare la tabella di marcia ed il 37% è andato fuori budget. Dalle evidenze risulta che il crowdfunding è un'alternativa in ascesa per quanto riguarda progetti artistici o di altro genere, con soltanto una piccola parte di coloro che richiedono capitali provenienti dall'imprenditoria di settori tradizionali.

A conferma di tutto ciò, gli imprenditori che operano in crowdfunding presentano spesso progetti legati ad ambiti molto innovativi, spesso importanti nel mercato di riferimento. Inoltre, alcune delle iniziative di successo finanziate grazie al *crowdfunding* sono progetti presentati anche ad operatori di *venture capital*, che però non hanno voluto finanziare l'idea. Oltre ai ritorni finanziari, per molte imprese le iniziative di crowdfunding costituiscono un'importante occasione per costruire un buon rapporto con i clienti, apprendere

dati sul mercato ed ottenere pubblicità. Infine, il crowdfunding si è dimostrato più efficace nell'ambito del finanziamento di progetti con richieste di capitale limitate, andando a dare, però, maggiore beneficio ai grandi progetti, qualora siano stati finanziati.

Venendo alle evidenze sul finanziamento attraverso sistemi che usano la *blockchain*, il discorso deve partire dall'analisi delle motivazioni che possono essere alla base della crescita notevole che si è vista negli ultimi anni, tra cui il "free money effect" (Ante et al., 2018), ossia il fatto che gli investitori pionieristici in una tecnologia di successo non sembrano percepire neutralmente il loro guadagno, assegnandolo a delle loro particolari abilità nell'intercettare le nuove tendenze tecnologiche. Ciò è coerente con il riscontro empirico riguardante alcuni individui che hanno registrato notevoli guadagni con investimenti pionieristici nelle prime criptovalute e poi hanno investito notevoli quantità di denaro nelle ICO.

Al contempo, non tutte le ICO presentano la stessa appetibilità, in quanto gli investitori mostrano una preferenza diretta verso alcune, specialmente in virtù del modello di business, piuttosto che a seguito di una vera analisi tecnica della soluzione. Nel complesso, il comportamento degli investitori in una ICO risulta abbastanza coerente con quanto accade nei casi dei più affermati *crowdfunding* e *venture capital*.

Queste caratteristiche, unite alla possibilità, attraverso una ICO, di finanziare un'impresa senza andare a cedere capitale sociale, rendono l'applicazione della *blockchain* un'alternativa che le imprese dovranno valutare, una volta assorbite le competenze necessarie ad un uso produttivo del sistema appena descritto.

Tuttavia, ci sono dei limiti al sistema delle ICO che devono essere considerate. Ad esempio, i token, che sono stati brevemente introdotti in precedenza, non sono un oggetto definito, possono essere legati ad una donazione, ad un servizio o prodotto o addirittura al capitale sociale e ai dividendi; tutto ciò non esaurisce comunque le possibilità di definire il ruolo del token, in quanto un token potrebbe essere legato anche a più sottostanti. Un'altra problematica potrebbe sorgere dalle differenze legali tra i vari Stati, dato che si tratta di un sistema di reperimento di capitali non ancora affermato. Però, in sintesi, le ICO sono un sistema che offre delle buone caratteristiche di intellegibilità agli investitori e i 15 miliardi USD versati nel primo quinquennio di utilizzo di questo sistema, dal 2013 al 2018, lasciano comprendere che si tratta di un sistema ad elevato potenziale.

Per concludere, il *crowdfunding* e la *blockchain* possono essere dei modi efficaci per reperire capitali quando i tradizionali sistemi di finanziamento non sono in grado di garantire il soddisfacimento di questo obiettivo, ma, essendo delle tecnologie ancora in fase di consolidamento, specialmente per quanto riguarda le ICO, saranno necessari ulteriori studi per risolvere i punti di incertezza che sono stati riscontrati in questi anni.

2.4 – Il ruolo dei social network nell'allocazione dei fondi alle startup

2.4.1 – L'influenza dei social network sul successo aziendale

Sin dalla loro comparsa nella seconda metà degli anni '90 i social network hanno mostrato una notevole pervasività nella vita di tutti i giorni, diventando dei punti focali attorno ai quali si è formata un'intera società, prima solo virtuale, poi resa più concreta da una connessione sempre più netta tra ciò che è in rete e ciò che è

nel Mondo fisico. Il punto focale che ha permesso l'ascesa dei social network è l'abbattimento delle barriere alla condivisione della conoscenza nei vari gruppi sociali, con tutte le sue conseguenze positive o negative che siano (Amedie, 2015).

Questo grande processo evolutivo della nostra società si è radicato molto anche nell'ambito delle giovani imprese innovative, in quanto gli stessi social network hanno sempre più preso il ruolo di trascinatori di masse e diffusori di mode, il tutto ad un costo decisamente inferiore rispetto a quello che era necessario per comunicare la propria offerta tramite i mass media tradizionali.

In questo capitolo si andrà ad analizzare come i social network influenzino la raccolta di fondi da parte delle startup innovative, andando a completare quanto esposto nel capitolo precedente, riguardo ai sistemi di finanziamento innovativi. Ciò può essere percepito come un completamento, in quanto la presenza dei social network porta a dei risultati che permettono di ridurre le incongruenze tra i sistemi di finanziamento tradizionali e quelli più innovativi, grazie alla tendenza di queste piattaforme Web ad abbattere le vecchie barriere che rendono meno agevole richiedere fondi per le startup.

2.4.2 – Una vetrina digitale per i potenziali investitori

L'effetto principale dell'utilizzo dei social network che le startup innovative vanno a cercare è la maggiore conoscibilità di fronte ai potenziali investitori, oltre al miglioramento della consapevolezza dei clienti (Jin et al., 2017). Questo effetto è dato dalle peculiarità dei social network e delle startup innovative, peculiarità che verranno analizzate in questo capitolo.

Le startup innovative sono legate ad alcuni paradigmi insiti nella loro stessa impostazione, paradigmi che comprendono la già citata flessibilità e soprattutto il contenimento dei costi, chiave del successo durante i primi anni di vita dell'impresa. La necessità di contenimento dei costi implica che devono essere prese delle decisioni in merito alla scelta di determinate spese che dovranno essere necessariamente ridotte e le spese di marketing spesso sono tra queste, anche se risultano vitali per la sopravvivenza di un'azienda.

La nascita del Web ha rimosso il grande limite tecnologico relativo all'impossibilità di creare una comunicazione efficace con i potenziali investitori e acquirenti a prezzi contenuti, anche se il suo utilizzo produttivo richiede le necessarie competenze specifiche. La comunicazione per social network, più specificamente, ha il vantaggio dell'immediatezza di utilizzo e della migliore adattabilità, ossia la maggiore precisione nel percepire le caratteristiche dell'interlocutore che interagisce direttamente o meno con l'impresa, il cosiddetto *buzz*. Inoltre, i social network possono essere utili per limitare le asimmetrie informative con i potenziali investitori, rendendoli partecipi delle attività aziendali e fornendo loro eventuali dati utili per arrivare ad una corretta considerazione dell'azienda e quindi ad un'eventuale offerta di finanziamenti di cui l'impresa potrebbe avere bisogno.

2.4.3 – Analisi dei benefici che una startup può trarre dalle piattaforme social

Oltre al beneficio di garantire una migliore visibilità, i social network possono produrre altri benefici correlati all'abbondanza di dati di cui dispongono (Jin et al., 2017). Possiamo riscontrare due problematiche principali che le imprese vanno a contrastare attraverso un uso efficace dei social network: la prima consiste

nell'abbattimento delle barriere informative, la seconda riguarda la già analizzata difficoltà delle startup di ottenere riscontro coerente nell'ambito di una valutazione con strumenti quantitativi tradizionali.

Per barriera informativa si intende la caratteristica per cui le startup innovative non quotate, non sono sempre facilmente rintracciabili dai potenziali investitori, in quanto esse possono essere geograficamente distanti o prive di quei contatti che possano fare da tramite; la rimozione, anche parziale, di questi limiti, migliorerebbe notevolmente l'efficacia delle comunicazioni istituzionali. Invece il secondo problema, sebbene già descritto in precedenza a parziale difesa degli startupper, va analizzato anche dal punto di vista dell'investitore, come meccanismo di difesa dal dannoso conflitto *agent-principal*, in quanto i parametri oggettivi sul rendimento aziendale sono più affidabili da una prospettiva esterna. Questa caratteristica limita la possibilità che gli startupper possano assumere condotte pericolose per il futuro dell'impresa.

Fino ad ora la soluzione più pratica, per rendere più semplice il collegamento tra le parti e la comunicazione di informazioni corrette, era quella di creare un'agglomerazione geografica di investitori e di startup. I social network offrono una soluzione innovativa al problema, in quanto abbattano i costi necessari all'ottenimento di informazioni corrette e aumentano la disponibilità di informazioni rilevanti.

Inoltre, anche qualora i canali informativi tradizionali fossero in grado di fornire informazioni rilevanti agli investitori, senza andare ad escluderne alcune, il contributo informativo dei social network non si ferma qui, poiché essi sono comunque un valido canale aggiuntivo per quantificare il valore dell'impresa. In particolare, dei potenziali investitori possono analizzare le capacità dell'impresa di segmentare il mercato correttamente e posizionarsi al meglio, di costruire il valore del *brand* e di essere recettiva nei confronti dei *feedback* richiesti.

2.4.4 – Evidenze sul miglioramento del rapporto tra investitori e aziende

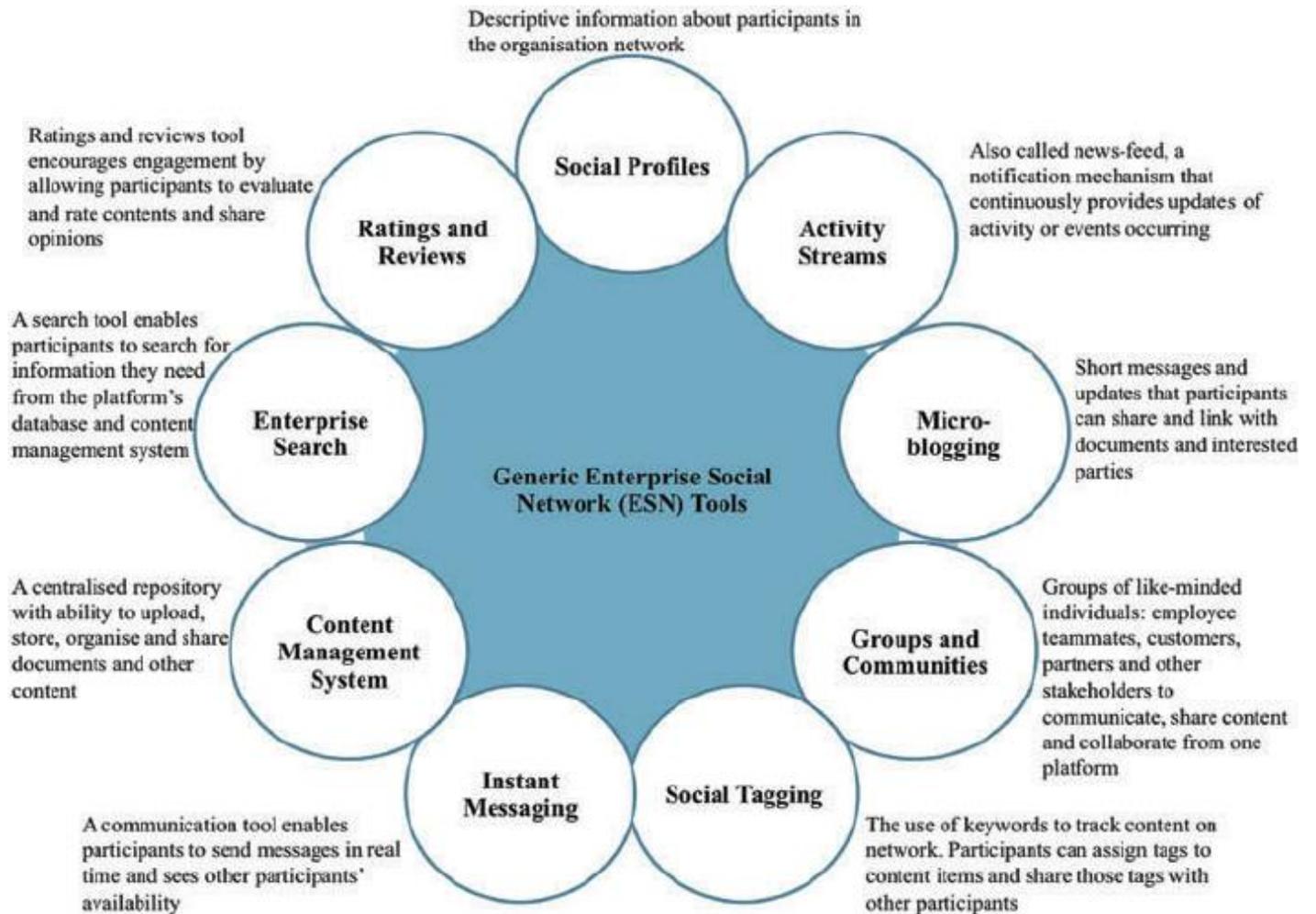
Quanto appena esposto deve essere analizzato sulla base dei dati presi in esame, considerando che si tratta di un tema che, per quanto affermato, è ancora in rapido mutamento e non tutto il mercato vi si è ancora adeguato.

In particolare, emerge che le startup attive sulle piattaforme social hanno più possibilità di essere finanziate, con una media di capitali ricevuti e un numero di investitori maggiori (Jin et al., 2017). Questi effetti sono ancora più accentuati in relazione agli investitori che sono impossibilitati all'utilizzo di altri canali per scoprire valide opportunità di investimento. I benefici sono attribuibili sia alla maggiore consapevolezza portata dai social network sia ad un miglioramento della trasparenza informativa. I social network assumono, quindi, un ruolo più rilevante rispetto a quello di mero mezzo di comunicazione, diventando un vero indicatore delle performance aziendali, permettendo anche di ridurre quelle precauzioni prese al fine di limitare l'opacità informativa, come la richiesta di elevati tassi di interesse in caso di finanziamento o il vero e proprio blocco dei crediti.

Tuttavia, bisogna considerare alcune limitazioni emerse nell'analisi del problema. La prima problematica da considerare è il maggiore impatto del *buzz* basato su opinioni negative, ossia che le interazioni negative sui social network impattano sulle prospettive di crescita della startup in una proporzione maggiore di quanto vi impattino quelle positive, anche se questa relazione è meno accentuata per le startup in uno stadio più avanzato.

Inoltre, i benefici dati da una presenza proficua nelle piattaforme social non sono così rilevanti qualora si abbia a che fare con investitori esperti nel settore in cui opera la startup innovativa e che vi hanno investito regolarmente; quindi, si hanno meno benefici nella platea fortemente specializzata.

Una presenza rilevante nelle piattaforme social non significa condividere una quantità eccessiva di contenuti; infatti, è privilegiato un approccio orientato alla qualità e al *sentiment* del contenuto piuttosto che alla sola quantità. Da questa considerazione deriva quanto affermato prima in merito alle competenze necessarie per un uso proficuo dei social network.



2.5 – Il mercato dei capitali in Italia

2.5.1 – Il ruolo del credito bancario

Nelle specificità del caso italiano il ruolo del credito bancario è stato quello storicamente più importante per quanto concerne il reperimento di capitali esterni: infatti, al 2012, gli attivi delle banche italiane erano composti al 20% da prestiti a imprese non finanziarie e il 70% di tutti i debiti delle imprese aveva come controparte le banche (Signorini, 2012). A riprova di quanto detto, valutando gli stessi parametri nello stesso periodo nel resto dell'Area Euro, questi valori erano inferiori, rispettivamente del 13% e del 50%.

Tutto ciò testimonia che il legame tra banche ed imprese possiede una forza notevole e che un'eventuale crisi che partisse da uno di questi settori coinvolgerebbe irrimediabilmente l'altro, come anche la prosperità di un settore è legata a quella dell'altro. Il rischio di innescare un circolo vizioso, quindi, è un qualcosa di concreto ed è stato molto spesso necessario, specialmente negli ultimi tre decenni, imporre delle condizioni che evitassero comportamenti azzardati. Per comprendere meglio il rapporto tra banche e imprese dobbiamo considerare prima di tutto la struttura dell'economia italiana, come già detto imperniata sulle PMI, tipicamente non in grado di accedere direttamente al mercato dei capitali.

Oltretutto, anche le società che superano questa barriera, che sarebbero in grado di rivolgersi attivamente ai mercati, rimangono solitamente legate alla loro originaria natura di imprese familiari, escluse quindi dalla possibilità di emettere obbligazioni sottoscrivibili da soggetti non bancari, con forti limiti di diversificazione delle fonti di finanziamento.

Nonostante questa criticità, il meccanismo della leva finanziaria ha permesso di ottenere notevoli profitti alle imprese: infatti il rapporto tra debiti e fonti di finanziamento (debiti e patrimonio netto) è arrivato a toccare il 40% nel 2007, valore raggiunto grazie ai vantaggi di accesso al credito ed alla concorrenza effettuata dai piccoli intermediari nei confronti delle banche più rilevanti. È ben noto, però, che di lì a poco il Mondo si sarebbe trovato a fronteggiare la “crisi dei subprime”: il conseguente *credit crunch* ha limitato di molto l'erogazione del capitale richiesto dalle imprese, spingendo le banche a prediligere quelle aziende che fossero in un miglior equilibrio economico e finanziario. Questa morsa ha danneggiato molte imprese che, seppur in un percorso di crescita rilevante, si sono trovate escluse dai prerequisiti richiesti dalle banche. A tutto ciò bisogna aggiungere la crescente richiesta di solidità nei confronti delle istituzioni bancarie, con l'entrata in vigore dell'accordo Basilea III che di fatto rafforza i requisiti di patrimonializzazione delle banche, spingendole ulteriormente a limitare gli *asset* a rischio maggiore.

Tutto ciò conferma ulteriormente quanto esposto prima riguardo le difficoltà delle startup innovative nel relazionarsi con il settore bancario. Un ulteriore fattore da considerare è il ruolo del rapporto fiduciario che intercorre tra banche ed imprese (Alessandrini et al., 2008), in quanto esso rappresenta il miglior metodo, in assenza di informazioni pubbliche, per risolvere il problema dell'opacità informativa che è stato descritto in precedenza. Le piccole banche locali conoscono meglio le necessità strategiche del distretto in cui sono incluse e quindi hanno conoscenze più approfondite per limitare il razionamento dei capitali, seppur questo esponga le PMI a maggiori rischi di *hold up*. A completare il discorso, tale prevalenza delle banche va letta anche nel

contesto di sviluppo tardivo dei mercati finanziari, condizione che affonda le sue radici nelle origini del sistema economico italiano e che verranno approfondite a breve.

2.5.2 – Prospettive e limiti della negoziazione sui mercati finanziari

Lo sviluppo dei mercati finanziari in Italia è stato tardivo ed essi non sono stati in grado di sostenere la crescita delle imprese italiane nel XIX e XX secolo, anche perché le varie borse locali sono state accorpate in un ente unico soltanto nel 1998.

Nel corso del XX secolo, però, sono state gettate le basi del futuro della Borsa Italiana, rendendo la negoziazione sui mercati un qualcosa di importante per quanto riguarda alcuni titoli domestici e garantita da un'autorità apposita, la CONSOB, che vigila sulla trasparenza e sullo sviluppo del mercato mobiliare italiano, con l'obiettivo ulteriore di tutelare gli investitori.

Ad oggi, la presenza delle imprese italiane nei mercati quotati è ancora limitata ad alcune aziende di grande scala, anche per l'approccio imprenditoriale italiano che vede una scarsa condivisione degli *asset* di controllo e, come già detto, un approccio orientato al mantenimento delle quote familiari (D'Amato e Cacia, 2008). La situazione per le PMI rimane sostanzialmente quella di un'esposizione eccessiva ai capitali bancari e il vincolo culturale insito nell'imprenditoria italiana, unito alla carente professionalità manageriale, lascia presagire che un eventuale ricorso massiccio ai mercati da parte delle PMI risulterebbe poco attuabile nel breve periodo.

A contrastare questa tendenza, però, vanno annoverate le iniziative di quotazione per “investimenti alternativi” nate all'estero ma assimilate dal MAC (Mercato Alternativo del Capitale), che fornisce uno strumento idoneo alla quotazione delle PMI presenti nel suolo italiano. Sebbene questa iniziativa non muti radicalmente le condizioni appena esposte in merito allo stato dei mercati finanziari in Italia, può rappresentare un importante mezzo di innovazione, che analizzeremo più accuratamente in seguito.

Infine, quanto detto in merito al MAC va contestualizzato meglio poiché, come requisito di base per l'accesso delle PMI, è richiesto l'ultimo bilancio certificato e questo rappresenta un limite che le imprese in forma di startup trovano come inamovibile; tuttavia, rimane la possibilità di quotazione in una fase più matura dell'attività imprenditoriale.

2.5.3 – Altre forme di finanziamento

Dopo aver constatato che le PMI italiane sono fortemente legate alle necessità di capitali bancari ed aver analizzato il ruolo attualmente ricoperto dai mercati finanziari è opportuno valutare le altre opzioni offerte dal mercato dei capitali in Italia.

Un ruolo che rimane profondamente sottosviluppato è quello del *venture capital*, che nel 2012 ha fatto registrare investimenti inferiori allo 0,1% del PIL, quando la media europea era di tre volte superiore (Forestieri, 2014). Questi valori così residuali vanno visti alla luce della diffidenza diffusa dell'imprenditoria italiana verso il superamento dello schema di proprietà e controllo familiari, che comporterebbe una riduzione dell'opacità informativa ed una necessità di riqualificare le competenze manageriali esistenti; a discolpa dei proprietari delle PMI è doveroso aggiungere come questo cambiamento comporterebbe per le imprese dei costi non indifferenti, legati per lo più a dinamiche strategiche e finanziarie.

Al contempo, le emissioni di debito di mercato, quindi senza l'intervento diretto del settore bancario, sono ad applicazione quasi esclusiva delle imprese quotate. Ciononostante, le opzioni dei mini-bond, le obbligazioni subordinate partecipative e le pratiche di cartolarizzazione stanno aprendo anche al settore delle piccole e medie imprese la possibilità di emanciparsi parzialmente dalle necessità di crediti bancari.

Particolarmente interessante è la situazione delle cartolarizzazioni, le quali permettono alle PMI di interagire indirettamente col mercato, cedendo i loro debiti a società potenzialmente adatte all'interazione sui mercati quotati.

La riforma del 2012 rappresenta un importante punto di svolta per l'innovazione finanziaria, in quanto, escludendo l'autofinanziamento e i contributi pubblici, rimanevano ben poche alternative concrete ed era persino difficile stabilire quale assetto societario dare alla nuova "startup di fatto" (Agstner et al., 2020). Con la già descritta riforma, le imprese si sono viste riconoscere anche la possibilità di reperire fondi tramite crowdfunding, sebbene questa modalità di finanziamento rimanga residuale nel panorama nazionale e la riforma del 2012 sia stata impostata prevalentemente per rendere più concrete le possibilità delle PMI e in particolare delle startup innovative di accedere ai fondi di venture capital e a quelli messi a disposizione dai business angel. Tuttavia, poiché il processo di riforma si è completato soltanto nel 2017, risulta prematuro fornire una qualsiasi evidenza a riguardo, anche perché rimangono molti nodi da risolvere e che dovranno essere chiariti.

2.5.4 – Limiti e problematiche del caso italiano

Come già accennato, le specificità dell'Italia possono essere riscontrate nella tendenza ad agire attraverso le banche piuttosto che attraverso i mercati; tuttavia, tale condizione non è l'unica che va a influenzare le startup innovative in Italia. Questo paragrafo è dedicato ad approfondire le altre.

La prima problematica riguarda la lentezza della pubblica amministrazione, problematica ben nota che comporta eccessivi oneri da sostenere per un imprenditore, notevole dispendio di tempo per sbrigare le pratiche necessarie e ritardo nei pagamenti (Tumino, 2010), condizione che è stata storicamente un limite per le imprese, che si trovano a dover subire incassi ritardati anche di 2 anni. L'impatto del ritardo è tanto maggiore quanto più è alto il valore del credito; quindi, la situazione diventa più gravosa nel caso delle grandi commesse. Inoltre, uno dei problemi della PA riguarda la necessità di limitare i comportamenti opportunistici del personale interno che, sfruttando il fatto che la PA opera su un criterio di efficienza diverso dal livello pareto-ottimale, possono essere responsabili di attività di azzardo morale. Tuttavia, bisogna tener conto che nell'attuale ordinamento italiano, non è possibile portare l'amministrazione su un livello di efficienza pareto-ottimale, per via degli obiettivi sociali riposti nelle prerogative delle PA (Di Maria e Provenzano, 2012). Ciononostante, la necessità del ruolo sociale della PA imposta dal legislatore non può essere utilizzata come attenuante riguardo i livelli di inefficienza.

Un altro limite riguarda l'intero sistema legale italiano, in quanto questo è un cosiddetto sistema altamente codificato di *civil law*, a differenza di quanto accade in USA e UK, che sono Stati di *common law*. Diversi studi affermano che i sistemi a precedente vincolante (quelli di *common law*) sono spesso legati a migliori

risultati e a maggiore libertà economica (Cross, 2007). Le ragioni di questa condizione possono essere fatte risalire all'approccio consuetudinario per cui se una pratica prende forza vincolante è una pratica che emerge da un atteggiamento consolidato che, quindi, dimostra di essere il più idoneo alla risoluzione del problema in questione. Nei sistemi di *civil law*, invece, prevale il potere impositivo dell'autorità centrale, che dispone una soluzione legislativa che spesso è di difficile applicazione ai singoli casi. Da qui la necessità di rapportarsi con le conseguenze che questa impostazione comporta, tra cui una codificazione complessa che necessita di tecnici del diritto molto specializzati che fanno aumentare i costi che ogni impresa deve sostenere. Ci sono inoltre condizionamenti nella scelta dei piani di finanziamento, dato che ogni piano va impostato secondo le forme contrattuali previste dalla legge e quindi con l'ausilio di un esperto in materia. Oltretutto uno dei problemi nell'approccio di *civil law* è la eccessiva proliferazione normativa, in quanto non tutte le norme vigenti sono utili alle necessità iniziali; quindi, si rischia di dover operare in un contesto rigidamente regolato e al contempo ricco di incongruenze.

In sintesi, la differenza è insita nel fatto che in un caso il diritto è imperniato sulle necessità, nell'altro, quello vigente in Italia, molto spesso le necessità sono adattate al disposto normativo e ciò spiega il ritardo nel recepimento di alcune innovazioni finanziarie, esistenti di fatto ma estranee all'ordinamento normativo.

2.5.5 – Potenziali correttivi utilizzabili dalle startup innovative

Per concludere, verranno esposti alcuni possibili sistemi che le startup innovative possono utilizzare per migliorare la propria situazione finanziaria, indipendentemente da quanto erogato da fonti esterne.

I driver su cui puntare sono due: la credibilità istituzionale e la massimizzazione dell'efficienza, che, minimizzando il fabbisogno finanziario ed il rischio di messa in atto di comportamenti scorretti, massimizzano le probabilità di successo di una startup innovativa. In particolare, sono stati considerati due sistemi per realizzare queste condizioni: la costituzione di una società di capitali e il reperimento sul campo del *know-how* imprenditoriale.

Per quanto concerne la scelta delle fonti di finanziamento, generalmente le imprese preferiscono l'autofinanziamento, ma, nel caso delle startup innovative, si è discusso abbondantemente su come questa opzione non sia percorribile. Quindi le startup innovative italiane si trovano nella necessità di minimizzare il fabbisogno di fonti di finanziamento. La prima constatazione che bisogna fare è che non tutte le forme societarie sono ugualmente idonee allo scopo di reperire i capitali: se una nuova impresa prevede di dover reperire dei capitali che non siano esclusivamente quelli conferiti dai soci, è fortemente consigliato di ricorrere ad una società di capitali, su modello di quanto scelto dagli startupper statunitensi. Infatti, negli *States* i fondatori di una startup innovativa hanno delle preferenze per una determinata forma societaria, la *Corporation*, che viene preferita alla L.L.C. perché permette di evitare la trasformazione societaria in caso di IPO. Tuttavia, la scelta prioritaria è quella della L.L.C., che risulta più adatta alle necessità di una startup innovativa (Agstner et al., 2020). Questo avviene anche in Italia, in quanto le S.R.L., che sono il corrispettivo delle L.L.C. statunitensi, costituiscono la prima scelta degli startupper e, sebbene non possano essere quotate in mercati regolamentati, sono congeniali a una startup nelle fasi iniziali della sua vita; in seguito, se

necessario, la S.R.L. potrà essere convertita in S.P.A., ma in questo passaggio, possono sorgere alcune criticità. Le problematiche non sono insite nella semplice trasformazione, che non comporta costi eccessivi, ma sorgono nell'ipotesi di *hold-up* degli eventuali soci che vogliono lasciare la compagine sociale, in quanto questa è una possibilità espressamente regolamentata dal Codice civile. Tuttavia, questa eventualità è molto rara e la S.R.L. sta venendo gradualmente adeguata alle nuove necessità, per cui, in molti ambiti, arriva a sostituire la S.P.A., che invece molto spesso rimane ingessata dalle rigidità normative. In sintesi, escludendo le società di persone, inadatte allo scopo, le S.R.L., coerentemente con quanto accade negli USA con le L.L.C., sono la forma societaria più idonea al soddisfacimento dei bisogni di una startup innovativa.

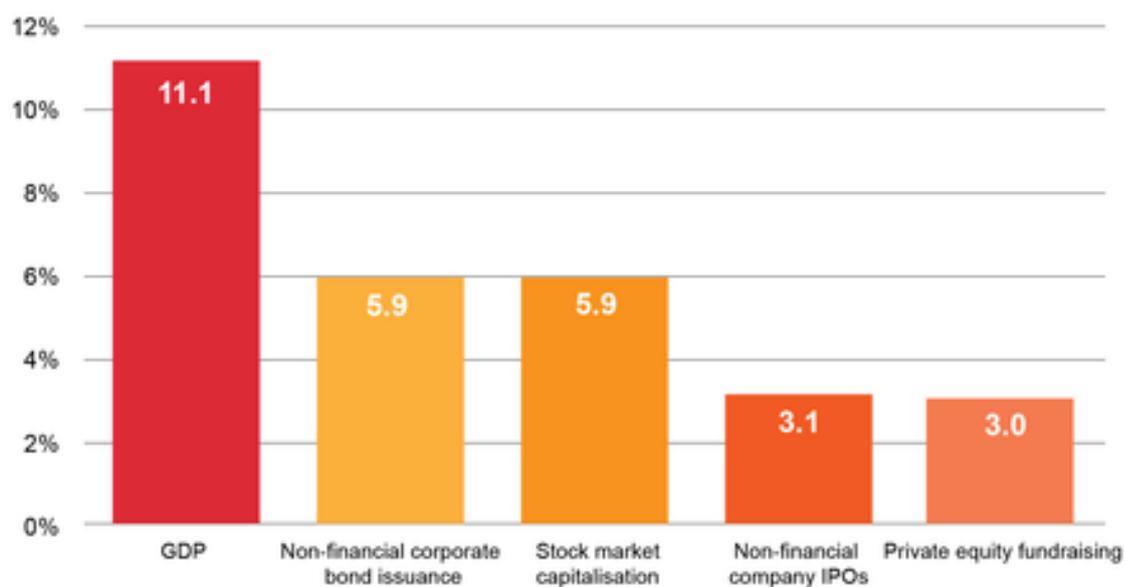
Una volta impostata la forma giuridica della startup innovativa la principale sfida rimane quella di reperire effettivamente i capitali e, dovendo le startup interfacciarsi con il forte razionamento dei capitali necessari al proprio percorso di crescita, una soluzione potrebbe essere quella rappresentata dagli incubatori di impresa (Auricchio, 2014), in quanto, come già esposto in precedenza, quando i capitali scarseggiano le startup innovative devono applicare soluzioni creative di minimizzazione dei costi e lo *spillover* di conoscenze garantito dagli incubatori di imprese potrebbe essere un valido correttivo. Tuttavia, non si è affermato ancora un disegno dominante in merito all'offerta di servizi degli incubatori di imprese, in quanto molto spesso il beneficio in termini di *spillover* che potrebbe essere di notevole importanza per una startup innovativa viene azzerato, limitato ad un semplice supporto logistico, con una parte consistente degli incubatori che operano selezionando le imprese principalmente in virtù della scarsa entità delle necessità di capitali iniziali o perché operanti in settori poco rischiosi. Inoltre, i limiti già esposti della realtà imprenditoriale italiana emergono anche in questo frangente, in quanto molto spesso le imprese finanziate mancano di una concreta professionalità manageriale. Questa breve esposizione del ruolo degli incubatori di impresa, non si pone l'obiettivo di ridimensionare i potenziali benefici apportati da queste figure, anche perché, specialmente nell'Italia nord-occidentale l'apporto qualitativo fornito da questi soggetti può risultare molto qualificante per una giovane startup innovativa.

In conclusione, questi sono due sistemi applicabili dalle startup per massimizzare le loro possibilità di gestire al meglio le necessità finanziarie. Il tema potrà essere oggetto di studi ulteriori e di analisi che andranno a identificare altri fattori rilevanti per migliorare le performance finanziarie delle startup innovative italiane.



Italy's capital markets remain less developed relative to its economy

Italy's percentage shares in EU GDP and capital markets, 2018



Source: OECD Capital Market Review of Italy 2020



Cap. 3 – Case study: Ventive S.R.L.

3.1 – Introduzione al case study e rimando agli argomenti analizzati nell'intervista

Le esigenze delle startup innovative sono specifiche e parzialmente diverse da quelle genericamente riconosciute per le PMI tradizionali, come abbiamo riscontrato nei capitoli precedenti, con maggiore approfondimento per quanto riguarda le necessità finanziarie.

Per testare quanto riportato in precedenza questo capitolo verterà in un'intervista con i titolari di Ventive S.R.L. una startup innovativa che opera come intermediario tra le stesse startup e il mercato dei capitali; quindi, capace di fornire un *highlight* importante, sia in termini di esperienza aziendale sia per quanto riguarda il contesto generale che le giovani imprese si trovano a vivere, specialmente per quanto concerne il panorama italiano. L'intervista seguirà un percorso che andrà a testare le tematiche principali affrontate fino ad ora, partendo dall'identificazione della startup innovativa nei suoi elementi chiave e arrivando fino alle sue specificità finanziarie.

Oltretutto, gli ultimi due paragrafi di questa intervista saranno concentrati specificamente sul tema delle scelte innovative in materia di risoluzione di problemi nell'ambito finanziario e sull'interazione con il mercato rilevante (prevalentemente quello italiano) e con le *policies*. Premesso ciò, questo capitolo andrà a fornire un riscontro empirico sulla base dell'esperienza dei titolari di Ventive S.R.L. agli argomenti principali esposti in precedenza, riscontro empirico che poi sarà confrontato con la letteratura esistente che costituisce la base teorica di questo elaborato nelle conclusioni finali.

Infine, è opportuno riportare che data l'impostazione di Ventive S.R.L. si possono tracciare degli importanti parallelismi, in quanto essa è sia una startup innovativa, sia un'impresa che effettua consulenze alle startup per quanto riguarda la strutturazione dei *business plan* e l'ottenimento di fondi tramite *business angel*. Quindi l'intervista potrà essere uno strumento rilevante per effettuare le dovute considerazioni in merito sia ai meccanismi che le startup scelgono di impostare in merito alle loro necessità finanziarie sia a quanto viene effettivamente deciso dagli investitori, consentendo di valutare i punti di contatto e di distacco sulla stessa tematica affrontata da due operatori diversi.

3.2 – Origine e percorso di Ventive S.R.L.

3.2.1 – La nascita di Ventive S.R.L.

Ventive S.R.L. nasce nel 2018 da un progetto comune di cinque startupper romani che avevano già affrontato le difficoltà di lanciare una startup innovativa e volevano condividere il loro *pool* di investitori che aveva in precedenza finanziato le loro idee. La mission di Ventive S.R.L. era quindi quella di cercare di risolvere alle nuove startup le problematiche che i fondatori stessi avevano già dovuto superare. Una volta riunito il club di investitori, i neoimprenditori si erano resi conto che molte idee imprenditoriali arrivavano ancora ad uno stato embrionale, ancora da impostare nel concreto, e quindi necessitavano la preparazione di una documentazione strutturata. Da questa necessità di mercato non ben soddisfatta Ventive S.R.L. ha scelto di lanciare gradualmente le sue tre *business unit*: “deal flow”, “finance” e “digital marketing”. Tutti i soci

fondatori sono laureati in università romane, tre presso la LUISS Guido Carli, uno presso l'Università degli studi di Roma "La Sapienza" e uno presso l'Università degli Studi Roma Tre.

3.2.2 – Cosa rende il suo business model innovativo

L'innovatività di Ventive S.R.L. è insita nel fatto che essa opera nell'accorciare la distanza tra domanda e offerta di capitali, cercando di migliorare i meccanismi nascosti, ossia strutturali al processo di raccolta di fondi ma non evidenti dalle informazioni pubblicamente disponibili, che si instaurano tra startup ed investitori al momento in cui si instaura una trattativa, seguendo il processo dalla manifestazione di interesse fino alla chiusura dell'accordo, includendo anche le fasi di negoziazione e stesura dei contratti.

3.2.3 – Impatti del COVID-19 e proiezioni per il futuro

L'impatto della pandemia è stato molto intenso nel periodo tra marzo e giugno 2020, a causa delle difficoltà di pagamento sopraggiunte in capo ai clienti e del clima di estrema incertezza e indecisione. Queste condizioni hanno portato anche ad un contraccolpo della domanda, in quanto molti aspiranti startupper avevano rinunciato a procedere nella redazione di piani strutturati e molti investitori si erano tirati indietro da nuove opportunità di investimento. La situazione si è normalizzata nell'estate 2020, con un progressivo ritorno a condizioni normali di domanda e offerta.

3.2.4 – Confronto tra obiettivi e risultati

I risultati di Ventive S.R.L. sono stati migliori degli obiettivi prefissati. L'obiettivo iniziale era quello di chiudere nel primo anno 2 contratti, permettendo alle startup di raccogliere 800.000 € e raggiungendo un fatturato di 100.000 €. I dati effettivi della startup sopracitata invece sono stati di 4 contratti chiusi, con una raccolta di capitali di 2.000.000 € e un fatturato di 250.000 €. Quindi, in tutti i parametri di riferimento si è visto uno scostamento almeno pari al 100% dagli obiettivi inizialmente impostati.

3.3 – I canali di finanziamento utilizzati e problemi associati

3.3.1 – Reperimento dei capitali necessari all'avvio

Ventive S.R.L. non ha avuto problemi di reperimento di capitali, in quanto i 70.000 € del round iniziale di finanziamento sono stati erogati prevalentemente dalle famiglie dei fondatori e dai loro amici. Per la fase successiva Ventive S.R.L. si è rivolta al canale dei *business angel* tradizionali, conseguendo nel dicembre 2020 un aumento di capitale dal noto business angel Paolo Angelucci, che detiene una cospicua quota della società e ne è presidente. Il coinvolgimento di questo importante business angel, tra i principali in Italia, ha permesso a Ventive S.R.L. di raggiungere nuovi traguardi, senza togliere il potere decisionale dei soci o sottoporli al rischio di perdere il controllo delle finanze. Al momento (settembre 2021), i fondatori sono coinvolti in un processo di ricerca di finanziamenti da fondi di *private equity* per concludere un round di 1.000.000 €.

3.3.2 – Scelte aziendali riguardanti il debito

Dato il business model di Ventive S.R.L. i fondatori ritengono, a loro detta atipicamente, che è utile perseguire una politica finanziaria aziendale che comprenda anche il ricorso al debito. Tale scelta è motivata

dal fatto che l'attività aziendale genera ricavi non eccessivamente distanziati dall'effettivo flusso finanziario, estinguendo i crediti generalmente in 60 giorni, con un ammontare medio di circa 150.000 €. Da ciò ne consegue che un eventuale indebitamento della stessa entità sarebbe integralmente coperta da crediti a breve termine verso clienti e fornitori.

3.3.3 – Scelte aziendali riguardo agli incentivi pubblici

Ventive S.R.L. non si avvale delle iniziative pubbliche per la raccolta di fonti di finanziamento. Tuttavia, trova giovamento dall'esistenza del credito di imposta offerto a chi investe in startup pari al 50% del capitale investito.

3.3.4 – Ruolo aziendale del bricolage imprenditoriale

L'ottimizzazione del capitale è ritenuta molto importante dai fondatori, specialmente perché la startup basa la propria operatività non su capitali generati dall'esercizio di impresa ma dai conferimenti degli investitori specializzati, che, per lo meno in una fase di scrematura dei progetti imprenditoriali, sono molto esigenti sul raggiungimento di elevati livelli di efficienza. La conseguenza di questa condizione è che il contenimento delle spese è ritenuto una parte fondamentale di una corretta impostazione operativa delle startup innovative. Con le fasi più avanzate la raccolta di capitali diventa più legata a fini di espansione dell'impresa e quindi la logica dei crescenti ritorni potenziali in termini di aumento di scala produttiva e del fatturato inizia ad avere un ruolo più importante del semplice contenimento dei costi. Il "bricolage iniziale" impostato da Ventive S.R.L. riguarda la scelta di effettuare solo quelle spese che portino ad un incremento del fatturato, usando il criterio del ROI come parametro principale, mentre il potere del marchio (*brand awareness*) è considerato come un risultato da consolidare nel tempo, senza campagne che stravolgano la struttura dei costi aziendali.

3.3.5 – Problemi riscontrati nel reperimento dei capitali necessari all'avvio

I fondatori di Ventive S.R.L. riportano come la startup in questione sia un caso a loro detta anomalo, in quanto è nata per unire i finanziatori dei progetti imprenditoriali già seguiti indipendentemente dai singoli soci e non ha dovuto, quindi, affrontare problemi rilevanti nell'ambito della ricerca di fonti di finanziamento. Tuttora, dati anche i risultati del progetto per questa startup innovativa non sussiste un vero problema nella raccolta di capitali.

3.4 – Problem solving e innovazione finanziaria

3.4.1 – Posizioni aziendali sul crowdfunding

Ventive S.R.L. sta iniziando a seguire alcuni dei suoi clienti anche in un percorso di *crowdfunding* a testimonianza della fiducia riposta nell'utilità di questo strumento, che va calibrato anche sulle varie specificità dei singoli casi. Le considerazioni in merito all'efficacia del *crowdfunding* devono, a detta dei fondatori, essere traslate anche sul piano del marketing. Ciò avviene in quanto i finanziatori di un progetto in *crowdfunding* diventano di norma anche promotori e potenziali clienti della startup, migliorando la *awareness* generata dal marchio. Tuttavia, il ricorso al *crowdfunding* deve essere impostato coerentemente in quanto, secondo

l'esperienza dei soci, gli aspiranti imprenditori tendono ad avanzare pretese di finanziamento troppo alte rispetto a quello che è il valore effettivo del progetto.

3.4.2 – Posizioni aziendali sulla blockchain

Sebbene Ventive S.R.L. abbia seguito alcune startup che hanno scelto di utilizzare sistemi *blockchain*, al momento essa non ne presenta un utilizzo attivo. I soci riportano che non si è ancora affermata una posizione comune riguardo questa tecnologia, seppure ne riconoscono tutti il potenziale valore. Sempre secondo i soci, però, gli investitori sono molto interessati a questo settore e le startup che operano con la *blockchain* ne beneficiano anche in termini di valutazione. Per quanto riguarda le specifiche operazioni di ICO (Initial Coin Offer), Ventive S.R.L. non ne ha mai pianificato l'uso, sia per i crescenti limiti normativi sia perché, data l'effettiva mancanza di problematiche nel reperimento di capitali, sarebbe stato un dispendio di tempo e risorse che avrebbe ridotto la focalizzazione dell'impresa su aspetti più rilevanti.

3.4.3 – Impatto dei social network sulle performance finanziarie

Ventive S.R.L. è legata più che altro ad una funzione di monitoraggio sull'uso dei social network, in quanto essi sono di primaria importanza per molte delle startup che essa segue. In particolare, alcune delle startup seguite da Ventive S.R.L. basano il loro intero *business model* sull'utilizzo dei social network, a differenza di quanto fa l'impresa in questione. Infatti, questa tipologia di imprese vede i social network solo come mezzo ausiliario a quello che è il centro dei suoi mezzi comunicativi, ossia la comunicazione istituzionale, basata sui contenuti del suo sito Web, corrispondenza via *e-mail*, interazioni dirette con il proprio *club* di investitori e gli eventi appositi.

3.4.4 – Nuove opportunità di finanziamento sorte dai social network

Il ruolo dei social network per Ventive S.R.L., ha dei ritorni positivi anche per quanto riguarda il *feedback* degli investitori e della propria *community* di *stakeholder*. Con questa base i soci si dicono possibilisti in merito ad eventuali opportunità di finanziamento gestite grazie alla loro presenza sui social network, seguendo la cosiddetta strategia *disruptive strange*.

3.4.5 – Limiti percepiti al corretto funzionamento dei meccanismi di finanziamento in Italia

Un primo limite riportato dai fondatori riguarda il fatto che in Italia c'è un'eccessiva diffidenza degli stessi privati nei confronti del debito aziendale. Un altro problema è la generale, a detta dei soci, carenza di fiducia del settore più specifico dei privati con potenziale disponibilità di capitali per investimenti, specialmente se rapportati ai corrispettivi potenziali finanziatori stranieri; carenza che si dimostra in un diverso approccio alla fase di *due diligence*, in cui, se gli investitori stranieri cercano di comprendere la proposta di valore insita nell'idea imprenditoriale, gli investitori italiani tendono a partire fin dalle fasi iniziali con un atteggiamento diffidente e pessimista verso le nuove *business idea*. Questo comporta che gli aspiranti imprenditori, se con gli investitori esteri sono stimolati verso la creatività, con gli investitori italiani devono adattarsi ad impostare la loro idea secondo un approccio più difensivo. Un altro limite per gli startupper riguarda i finanziamenti pubblici, i quali, seppur abbastanza importanti in termini di apporto di capitale, sono

resi qualitativamente carenti da pesanti procedure di *due diligence* e dall'estraneità al settore delle startup innovative da parte dello stesso personale addetto alla valutazione delle nuove idee imprenditoriali. Un ulteriore problema indicato dai fondatori è descrivibile con il nome di “trappola degli investimenti”, in quanto l'asimmetria di potere a favore degli investitori costringe spesso gli startupper a sottostare a delle condizioni di sfavore che rendono i processi di ricerca di capitali alquanto difficili. Un ultimo scoglio riportato durante l'intervista riguarda la presenza in Italia di una cultura finanziaria che, invece di considerare una coerente ipotesi sul rapporto tra rischio e rendimento, tende a esagerare il ruolo del rischio, allontanando l'investitore medio dall'opzione di conferire fondi ad una startup innovativa.

3.4.6 – Rapporto con l'innovazione finanziaria in Italia

L'analisi dei risultati di innovazione finanziaria in Italia è, a detta degli startupper, da porre su un doppio piano: statico e dinamico. Da un punto di vista statico il quadro generale è quello di un forte ritardo rispetto alle altre principali economie occidentali, anche se vi sono alcuni importanti cambiamenti in corso dalla seconda parte degli anni 2010 e la pandemia sta agendo come catalizzatore di questo flusso di innovatività. Gli intervistati si dicono convinti del fatto che nei prossimi anni vi sarà un miglioramento del contesto in cui si andranno ad inserire le startup italiane, anche dal punto di vista delle relazioni con fondi di *venture capital*.

3.4.7 – Scelta della forma societaria

I fondatori hanno scelto la forma della Società a responsabilità limitata (S.R.L.) per due vantaggi prevalenti riportati durante l'intervista. In prima istanza, la S.R.L. permette di raccogliere capitali più agevolmente e risulta quindi congeniale all'impostazione di una startup innovativa, la quale ha sia necessità di raccogliere capitali e poter raggiungere dimensioni consistenti sul mercato, sia di trovare lo strumento legale più idoneo alla sua struttura, strumento che non è quello della S.P.A., per lo meno non inizialmente. L'altro vantaggio rilevante riguarda il regime previsto per i soci e per il consiglio di amministrazione che rende l'operatività più semplice. Una nota aggiuntiva va fatta in merito alle necessità future, in quanto gli auspici degli startupper sono di arrivare a possedere una società quotata, procedendo, in tal caso, a trasformare la S.R.L. in una S.P.A., forma societaria prescritta per questo scopo.

3.4.8 – Percezione di coerenza dell'ordinamento normativo italiano con le necessità finanziarie

I soci riportano che il sistema normativo italiano è coerente con le aspettative di crescita della loro startup, anche se riportano che nell'effettuare una consistente scalata dimensionale, le startup italiane devono adeguarsi ad un'impostazione molto più formalizzata della loro attività. Proprio per quanto concerne questi requisiti più stringenti, emerge un punto in cui l'ordinamento normativo italiano non è perfettamente in linea con le necessità degli startupper, sebbene venga riconosciuta la reattività alle soluzioni normative utilizzate negli altri Stati Occidentali.

3.5 – Prospettive di mercato e sul ruolo delle iniziative pubbliche

3.5.1 – I principali limiti delle startup innovative nella gestione delle necessità finanziarie

Una delle principali problematiche finanziarie che risultano nello sviluppo di una startup innovativa viene riconosciuta nel costo di gestione in termini di risorse umane. Il fulcro di questo problema risiede nella sovra-strutturazione dell'azienda, attività che consiste prevalentemente nella volontà di internalizzare funzioni facilmente reperibili come servizi esterni, contravvenendo all'assunto logico per cui se un bene o servizio è facilmente reperibile sul mercato, l'internalizzazione rappresenta un costo inutile, quindi agendo soltanto sulla base di meccanismi sociali non razionalizzabili. Un'altra casistica riguarda l'insorgere di processi di crescita non ben strutturati e tendenti al collasso, dovuti ad un'espansione troppo rapida dell'organico aziendale, senza un corrispettivo adeguamento della struttura aziendale.

3.5.2 – Profilo tipico di startup innovativa che si rivolge a Ventive S.R.L.

Gli startupper riportano che le startup innovative che si rivolgono a Ventive S.R.L. sono spesso startup in fase *pre-seed*, quindi le imprese in fase embrionale che si devono ancora strutturare. Tuttavia, di solito le startup in questione hanno già un organico iniziale e hanno già raccolto un piccolo ammontare di capitali, prevalentemente conferito da parenti e amici. L'obiettivo principale per queste startup è l'ottenimento del primo round strutturato di finanziamenti, generalmente compreso tra i 150.000 € e i 250.000 €.

3.5.3 – Criticità latenti nel tessuto imprenditoriale delle startup innovative

Il principale punto critico riportato dagli intervistati nell'ambito degli startupper riguarda la loro tendenza a sovrastimare precocemente il valore delle loro imprese, già in seguito al conseguimento dei primissimi risultati positivi. Questo problema si presenta come un'alterazione della corretta aspettativa sul valore della propria azienda, portata ad una stima totalmente estranea al reale valore di mercato della stessa, cosa che può andare a nuocere nel dialogo con gli investitori.

3.5.4 – Scelta delle fonti di finanziamento secondo gli startupper

La fonte di finanziamento preferita dagli startupper è quella degli "smart money" ossia i capitali erogati dai business angel, i quali danno il loro contributo anche nella costruzione del network relazionale dell'impresa, specialmente nella prima fase di operatività della stessa. Sono ritenuti interessanti anche i finanziamenti erogati in coerenza a bandi pubblici, in particolar modo se a fondo perduto, anche per via del fatto che essi non richiedono la cessione di quote societarie. Gli investimenti da parte di fondi di *venture capital* e di *private equity*, invece, sono poco richiesti, anche per via degli elevati tagli minimi che richiedono progetti già ben strutturati e avviati.

3.5.5 – Discussione sul successo delle raccolte di capitali dei progetti imprenditoriali

A detta dei soci, la maggior parte dei progetti relativi alla creazione di startup innovative soffrono di scarsità di mezzi finanziari. I dati italiani citati dai soci descrivono come, a due anni dalla costituzione, circa una startup ogni 92 riesce a reperire i fondi richiesti, se si considerano le richieste superiori ai 100.000 €. Ventive S.R.L. ha seguito circa 95 startup innovative in totale, di cui solo 14 hanno reperito i capitali richiesti.

Questo dato viene spiegato anche col fatto che alcune startup, per via della totale destrutturazione, della scarsa concretezza dell'idea o per altri motivi, non riescono a suscitare l'interesse degli investitori.

3.5.6 – Suggerimenti di finanza aziendale per gli aspiranti startupper

Il primo consiglio degli startupper intervistati è quello di non assumere atteggiamenti evitanti quando è necessario rappresentare il proprio prodotto e la propria azienda, in quanto le vendite generano fatturato, che è il fulcro dell'attività di impresa. Un altro suggerimento importante riguarda il contenimento dei costi, da effettuare tramite una corretta strutturazione, che limita il rischio di assumere un organico eccessivo rispetto alle necessità aziendali.

3.5.7 – Osservazioni su eventuali policies utili per le startup innovative

I soci si dicono convinti del fatto che le startup sono danneggiate da un'eccessiva burocrazia (che secondo gli intervistati occupa tra il 30% e il 40% del tempo utile delle startup) e che la tassazione è una potenziale area di miglioramento rilevante. La stessa Ventive S.R.L. è attiva, con dei gruppi di interesse, in un dialogo istituzionale in merito alla proposta di abbassare il costo del personale, nei primi anni, per le startup innovative. Questa iniziativa dovrebbe permettere una maggiore facilità nell'internalizzare risorse utili e una migliore scalabilità del business. I contributi pubblici, sia in termini di finanziamenti che in termini di sgravi fiscali, rimangono, per le startup, un tema particolarmente rilevante, così come alcune rigidità in termini di contratti collettivi e di politiche relative ad assunzioni e licenziamenti. Questi dati sono emersi chiaramente dalle dichiarazioni durante l'intervista.

Conclusioni

I dati riportati da Ventive S.R.L. vanno confrontati con le tematiche e problematiche discusse nella prima parte di questo elaborato (capitoli 1 e 2), si possono trarre le seguenti conclusioni.

Il primo raffronto riguarda la tematica del *bootstrapping*. L'intervista, sebbene riguardante un caso eccezionalmente positivo, dimostra che il reperimento dei capitali iniziali rimane un tema importante per la creazione e lo sviluppo di una startup, confermando che l'obiettivo primario di questa fattispecie di imprese è la riduzione del fabbisogno di capitali nel mantenimento, però, della piena operatività. Tuttavia, la specificità del caso analizzato è insita nel fatto che non è comune che una startup innovativa riesca a reperire le risorse richieste senza affrontare delle pesanti limitazioni o a procedere in un lungo percorso di ricerca dei capitali e ciò lo confermano anche gli stessi startupper intervistati. Però, l'analisi di questo punto lascia aperto un nuovo quesito che potrà essere oggetto di analisi future, ossia le differenze nel reperimento di capitali tra startupper alla prima esperienza e imprenditori già affermati che si cimentano in nuovi progetti. A tale riguardo, il ruolo del bricolage imprenditoriale è stato riconosciuto come vitale anche dagli startupper intervistati, i quali riportano come loro impostino le attività aziendali sulla base di criteri razionali ed analitici. Ad esempio, nel caso in questione, il ROI è riportato come un criterio fondamentale al fine di comprendere quando una spesa sia utile e quindi da effettuare, così da non spendere irrazionalmente le risorse conferite dagli investitori.

L'intervista ha fornito anche alcuni spunti per verificare la condizione di bassa leva operativa, ossia una netta prevalenza dei costi variabili rispetto ai costi fissi, che caratterizza le PMI in generale e quindi anche le startup innovative, portandoci a concludere che questa condizione è fondamentale per l'avvio dell'impresa, dato che la sovra-strutturazione è stata additata come un comportamento patologico per una giovane impresa, che deve anche avere il giusto intervallo temporale per non accelerare inutilmente e dannosamente i processi di crescita. Dalle considerazioni successive, emerge che l'importanza data dalle startup innovative al ruolo degli "smart money", i capitali conferiti da persone che possono aiutare anche nell'impostazione aziendale, smentisce parzialmente l'assunto per cui le startup innovative operano in modo sovrapponibile alle PMI tradizionali per quanto riguarda i processi di finanziamento, in quanto il canale di finanziamento preferito dagli aspiranti startupper è quello dei *business angel*, anche per l'apporto in termini di miglioramento del network professionale.

Un'altra caratteristica delle startup innovative riguarda la necessità di gestire una condizione di scarsità di capitali disponibili e di elevato controllo degli investitori su quelli conferiti. Apparentemente ciò potrebbe sembrare un limite delle startup innovative, ma, in realtà, queste condizioni restrittive incentivano processi aziendali razionali e limitano le scelte euristiche, migliorando la qualità del *management*. Il problema del costo del lavoro, riportato come fattore critico per le PMI, specie quelle *price taker*, espone queste ultime alla scelta di una strategia del tipo "prendi ciò che trovi", che le espone passivamente alle condizioni del mercato del lavoro, senza sostanziali mezzi per cautelarsi. Tale strategia è stata riportata come molto rilevante anche per le sue implicazioni concrete, in particolar modo per quanto riguarda il cuneo fiscale e contributivo (lo scarto

tra la retribuzione netta dei collaboratori e il costo tale per l'impresa), che, nel caso italiano, è un peso non indifferente per le PMI e specialmente per le giovani startup innovative.

Al contempo, si può affermare che esista un nesso concreto tra il successo iniziale di una startup e le competenze sviluppate dai soci fondatori, un gruppo di startupper che gli intervistati affermano sia già delineato sin dall'inizio dell'attività, in linea di massima i fondatori spesso citati nella storia delle startup della *West Coast* statunitense. In particolare, una competenza indicata come molto rilevante dagli startupper, è quella connessa alla capacità di saper rappresentare bene il proprio prodotto o servizio, dato che, visto l'elevato valore comunicativo riservato ai fondatori delle startup in merito alle strategie riguardanti la diffusione dei prodotti o servizi aziendali, il successo nella creazione di una startup innovativa dipende dalla generazione di fatturato, rispettando comunque i vincoli in termine di contenimento dei costi.

Non sono state effettuate indagini specifiche sul fenomeno dei cluster innovativi e sulle startup nate in questi bacini, tuttavia, la stessa provenienza dei cinque fondatori della startup intervistata lascia ipotizzare la possibilità di uno *spillover* di conoscenze in determinati ambiti territoriali e culturali, argomento che potrà essere indagato in lavori successivi.

Per quanto concerne la differenza di percorso di crescita tra PMI tradizionali e startup innovative, i dati ottenuti nell'intervista confermano quanto sostenuto dalla letteratura in materia, illustrando come le startup vadano ad attingere ad un'ampia gamma di opzioni (spesso innovative), anche per cautelarsi il più possibile dal rischio di non ottenere i fondi necessari.

Venendo a quanto concerne gli effetti della pandemia di COVID-19 emergono dati soltanto parziali, in quanto, sebbene gli intervistati abbiano riportato l'esistenza di un grave periodo di difficoltà finanziaria come da letteratura, non emerge un cambiamento strategico dovuto alla pandemia e quindi non ci sono evidenze sufficienti per verificare l'effettivo impatto del periodo pandemico. Ciononostante, questa conclusione potrebbe essere spiegata con la maggiore predisposizione delle startup innovative ad affrontare gli eventi stocastici avversi, come illustrato dalla letteratura. Entrando nella discussione riguardante il recepimento della startup innovativa da parte dell'ordinamento normativo italiano, l'intervista fornisce evidenze parzialmente in contrasto con quanto riportato dalla letteratura. Gli intervistati reputano idoneo l'impianto normativo italiano concernente la figura delle startup innovative, riportando un'importante evidenza in merito alle concrete possibilità di trovare riscontro legale alle necessità degli startupper.

Dopo queste constatazioni di carattere generale riguardo le startup innovative, è opportuno riportare le considerazioni più analitiche riguardanti lo specifico ambito finanziario di queste giovani realtà imprenditoriali.

Come prima considerazione sul tema è consono riportare l'apporto dei capitali da parte di parenti e amici, il quale viene comunque configurato come una preconditione primaria, indipendentemente dal percorso di finanziamento scelto dalla startup innovativa, coerentemente a quanto riportato dalla letteratura sul tema.

Al contempo, emerge anche una correlazione tra l'ipotesi che le PMI siano esposte al rischio di perdita del pacchetto di controllo e tra la valutazione positiva sulla scelta di contributi pubblici per evitare di corrispondere

quote societarie di proprietà dei neoimprenditori. Per quanto concerne il rapporto con i capitali raccolti tramite debito, l'ipotesi suffragata nell'elaborato viene parzialmente smentita dalle considerazioni degli intervistati, in quanto essi riportano che le problematiche con il debito sono sostanzialmente due: la prima riguarda la discrepanza tra la durata delle attività e quella delle passività che le finanziano; anche se, finché non si utilizzano debiti a lungo termine per finanziare attività a breve termine e comportamenti affini, il debito può essere utile anche per una startup; il secondo problema, invece, riguarda un bias insito nell'imprenditoria italiana; ovvero la presenza di una certa avversione al debito che appare in molti casi ingiustificata. Tale avversione porta ad escludere o limitare significativamente il ricorso al debito per ragioni impulsive o legate a dei preconcetti, piuttosto che in seguito a un processo logico.

Emerge anche una convergenza tra letteratura e contenuti dell'intervista riguardo ai contributi pubblici. Secondo gli intervistati, questi ultimi devono essere congeniali alle specifiche necessità delle startup in termini di coerenza di obiettivi e di livello di conoscenza degli operatori preposti allo scrutinio; ciò conferma l'ipotesi per cui in assenza di dovute competenze da parte delle autorità pubbliche e di uno standard qualitativo delle iniziative pubbliche, non è sufficiente semplicemente stanziare i capitali.

Una considerazione particolare e utile da riportare riguarda le competenze dell'imprenditore come "proprietà immateriali". In particolare, l'intervista è stata utile per portare alla luce lo sviluppo di un ulteriore bias del caso italiano che spiega come, al raggiungimento dei primi obiettivi aziendali, gli startupper tendano a sviluppare una valutazione esagerata delle loro capacità, compromettendo il raggiungimento dei traguardi futuri e il dialogo con gli investitori.

Non emergono dettagli significativi per accettare o confutare l'ipotesi relativa all'impatto delle garanzie collaterali sull'avversità indotta agli startupper riguardo al finanziamento tramite debito. Tuttavia, emergono dati rilevanti in merito al fatto che non tutte le startup innovative operano con modelli di business che rendono molto sfavorevole il ricorso al debito; quindi, se l'innovazione è legata al *business model* piuttosto che all'essere pionieri di mercati inesplorati è ragionevole supporre che venga a mancare uno dei principali ostacoli alla scelta di contrarre dei debiti per raggiungere degli obiettivi aziendali.

La tesi riportata in merito al comportamento delle startup innovative in fase *seed* e *pre-seed* è stata genericamente confermata dai dati raccolti durante l'intervista, dati che riportano come ridurre le voci di costo sia la via prioritaria per impostare una startup che possa crescere coerentemente di scala fino a diventare un'impresa affermata e che i *business angel* siano, in queste fasi, i finanziatori più richiesti, dato il loro apporto non solo finanziario (come già riportato prima).

Il problema dell'impostazione errata dei contributi pubblici, già parzialmente analizzato, rimane da risolvere per quanto riguarda l'impatto dei modelli organizzativi fortemente innovativi delle startup innovative sulle capacità dell'amministrazione pubblica di valutarne le prospettive di sviluppo, problema per cui non emergono evidenze in questo elaborato. L'utilizzo del ROI come parametro di autovalutazione degli stessi startupper intervistati ridimensiona le affermazioni riportate dalla letteratura riguardo le difficoltà di costruire con indicatori del genere dei modelli di valutazione delle startup affidabili, in quanto viene ribadita la vitale

importanza dei multipli, come parametri oggettivi su cui progettare il futuro dell'impresa; tuttavia, in sede di intervista non si sono indagati i criteri oggettivi su cui valutare una startup sana.

Vi è stata una discussione con gli intervistati su alcune tematiche relative alla scelta di soluzioni innovative per soddisfare le necessità finanziarie delle startup innovative e ne sono state tratte le seguenti conclusioni. Per quanto concerne il *crowdfunding*, si tratta di un'alternativa che sta assumendo la sua rilevanza, anche grazie all'apporto non finanziario rappresentato dal maggiore coinvolgimento dei consumatori nei processi relativi alla creazione del prodotto o del servizio.

Resta, tuttavia, la criticità del bias degli imprenditori, i quali possono, a detta degli startupper intervistati, sviluppare delle aspettative irrealistiche in merito alla valutazione dei loro progetti. Ulteriori evidenze a conferma dei dati teorici emergono per quanto riguarda le applicazioni di sistemi *blockchain*, per cui gli startupper hanno espresso interesse (sebbene non ancora tradotto in iniziative concrete da parte dell'impresa), asserendo che le startup che utilizzano sistemi *blockchain* nel loro business ne beneficiano in termini di valutazioni.

Le ICO, invece sono un tema che dovrà essere approfondito meglio negli anni a venire, in quanto, sebbene possano essere degli strumenti potenzialmente rilevanti per le future necessità di finanziamento delle startup innovative, i riportati crescenti limiti normativi non permettono di trarre una conclusione univoca già da ora. Venendo al ruolo dei social network, l'intervista ci ha fornito un'importante precisazione sul tema, ponendo in risalto la crucialità della comunicazione. Infatti, a detta degli startupper, bisogna impostare la scelta idonea sulla strategia comunicativa a seconda delle specificità del *business model*, con alcune startup che, coerentemente a quanto riportato dalla letteratura, potranno migliorare notevolmente i loro risultati, in termini di contributo diretto misurabile tramite indicatori finanziari, attraverso delle iniziative mirate all'implementazione del corretto sistema comunicativo.

Ma, emergono evidenze sul ruolo dei social network anche per quelle startup che lo considerano come un mezzo indiretto per migliorare i risultati e le possibilità aziendali, come la stessa Ventive S.R.L., potendo comunque rendere i potenziali investitori più consapevoli e preparati riguardo alla possibilità di finanziare queste imprese.

Dopo aver considerato le scelte finanziarie delle startup in termini generali, l'intervista è stata diretta verso un'analisi più approfondita delle peculiarità del caso italiano, delle sue criticità e sui fattori a cui degli aspiranti startupper dovrebbero dedicare la giusta attenzione. Il primo argomento discusso è il rapporto tra *policies* italiane e innovazione finanziaria.

A questo proposito, le dichiarazioni degli intervistati sono state in parte coerenti con quanto affermato dalla letteratura in materia, sottolineando la presenza di un notevole ritardo dell'Italia. Tuttavia, gli startupper hanno anche fornito dei dettagli aggiuntivi coerenti con quanto riportato dalla letteratura dell'ultimo decennio, ossia che il recepimento di quanto applicato dai principali Paesi avanzati sta creando un ambiente più fertile per le startup innovative che intendono rivolgersi a canali di finanziamento innovativi.

Un altro argomento rilevante riguarda la scelta della forma societaria: qui i dati teorici e quelli empirici concordano, individuando come la S.R.L. sia il vettore preferito dagli startupper, per via dei maggiori benefici dati dalla scelta di una società di capitali e della non idoneità della S.P.A. alle necessità di semplicità e contenimento dei costi rispetto alle limitazioni che una startup innovativa in fase di avvio deve affrontare. Infine, l'intero sistema normativo italiano, a detta degli stessi startupper, risulta abbastanza coerente con quanto necessario alle startup innovative, a parziale smentita di quanto riportato nell'analisi teorica alla base di questo elaborato. Tuttavia, l'eccessiva burocratizzazione dei processi risulta un problema anche nei riscontri empirici e questo permette di rintracciare un'evidenza sulle limitazioni che le startup innovative subiscono negli Stati con un'elevata codificazione normativa.

Nell'ultima parte dell'intervista l'obiettivo è stato quello di verificare le condizioni del macroambiente (inteso sia come rapporti con la sfera pubblica sia come rapporti con il mercato) che le startup innovative devono considerare operando nel panorama italiano. Alcune di queste iniziative sono state già analizzate nel corso di questa sintesi finale, andando a confermare parzialmente quanto esposto nell'analisi effettuata nel corso degli altri capitoli della tesi, come, ad esempio, relativamente alla necessità di bilanciare le disponibilità di capitali con le corrette conoscenze per erogarli, oppure come la preferenza verso alcune fonti di finanziamento degli startupper. Altre iniziative, invece, vanno a mettere in discussione alcune delle asserzioni dei capitoli precedenti, ad esempio spostando le problematiche per gli imprenditori da una prospettiva macroeconomica, costituita da un ipotetico sistema normativo opprimente e da limiti intrinseci dell'economia italiana, a quella microeconomica, offrendo un'evidenza di come molti di questi problemi siano legati a bias dei neoimprenditori e alla eccessiva fretta di aumentare la scala della propria impresa. Molte delle rimanenti considerazioni riguardano l'effettivo successo delle iniziative di startup innovative, che è oggettivamente, in Italia, molto basso, anche per ragioni legate a carenze e debolezze nelle idee imprenditoriali, spesso poco attuabili o in generale non in grado di attrarre capitali nei progetti. In ultimo, il sistema fiscale italiano non è esente da colpe e, di tutte le considerazioni effettuate nella rassegna dei dati teorici, quelle che trovano un effettivo riscontro empirico sono relative al costo del lavoro e alle scelte del legislatore che possono andare ad essere effettivamente cambiate.

Queste conclusioni indicano delle corrispondenze tra quanto indicato in letteratura e quanto emerso dal caso studio. Dall'intervista si è profilato, tuttavia, un quadro più complesso e meno deterministico rispetto a quanto risultante dalla letteratura, lasciando alcuni quesiti aperti che potranno essere oggetto di ulteriori approfondimenti.

Bibliografia

- 1) Ahlstrom, David, Amber Y. Chang, and Jessie ST Cheung. "Encouraging entrepreneurship and economic growth." *Journal of Risk and Financial Management* 12.4 (2019): 178.
- 2) Salamzadeh, Aidin, and Hiroko Kawamorita Kesim. "Startup companies: Life cycle and challenges." *4th International conference on employment, education and entrepreneurship (EEE), Belgrade, Serbia.* (2015).
- 3) Youssif Abo Keir, Mohammed (2019) "Prospective on Human Resources Management in Startups," *Information Sciences Letters*: Vol. 8 : Iss. 3 , Article 1.
- 4) Kuckertz, Andreas, et al. "Startups in times of crisis—A rapid response to the COVID-19 pandemic." *Journal of Business Venturing Insights* 13 (2020): e00169.
- 5) Peaucelle, Jean-Louis. "From Taylorism to post-Taylorism: Simultaneously pursuing several management objectives." *Journal of Organizational Change Management* (2000).
- 6) Alamoudi, Rami H., and Basim A. Alandijany. "Developing a Framework for Entrepreneurs to Transform Their Ideas into Businesses: A Case Study in the Food Sector." *American Journal of Industrial and Business Management* 7.4 (2017): 444-463.
- 7) Lerner, Josh, and Ramana Nanda. "Venture capital's role in financing innovation: What we know and how much we still need to learn." *Journal of Economic Perspectives* 34.3 (2020): 237-61.
- 8) Robert, Cressy. "Are business startups debt-rationed?." *The Economic Journal* 106.438 (1996): 1253-1270.
- 9) Min, Hokey, John Caltagirone, and Adrea Serpico. "Life after a dot-com bubble." *International Journal of Information Technology and Management* 7.1 (2008): 21-35.
- 10) Giudici, Paolo, and Peter Agstner. "Startups and company law: the competitive pressure of Delaware on Italy (and Europe?)." *European Business Organization Law Review* 20.4 (2019): 597-632.
- 11) Autio, Errko. "Entrepreneurship support in Europe: Trends and challenges for EU policy." *London, England: Imperial College Business School* (2016).
- 12) Pisoň, Zuzana. "The Future of Tech Startups in Central & Eastern Europe." (2020).
- 13) Decker, Michael, Gunther Schiefer, and Rebecca Bulander. "Specific challenges for small and medium-sized enterprises (SME) in M-business." *Proceedings of the International Conference on E-Business (ICE-B 2006), INSTICC Press, Setúbal, Portugal.* (2006).
- 14) Robu, Maximilian. "The dynamic and importance of SMEs in economy." *The USV annals of economics and public administration* 13.1 (17) (2013): 84-89.
- 15) Polishchuk, Yevheniia, et al. "European smart specialization for Ukrainian regional development: path from creation to implementation." *Problems and Perspectives in Management* 17.2 (2019).

- 16) Klačmer Čalopa, Marina. "Business owner and manager's attitudes towards financial decision-making and strategic planning: Evidence from Croatian SMEs." *Management: journal of contemporary management issues* 22.1 (2017): 103-116.
- 17) Harness, David, et al. "The role of negative and positive forms of power in supporting CSR alignment and commitment between large firms and SMEs." *Industrial Marketing Management* 75 (2018): 17-30.
- 18) Stefanović, I., D. Milošević, and S. Miletić. "Significance and development problems of SMEs in contemporary market economy." *Serbian Journal of Management* 4.1 (2009): 127-136.
- 19) Holmes, Scott, and Pam Kent. "An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises." *Journal of small business finance* 1.2 (1991): 141-154.
- 20) Milligan, Michael, et al. *Marginal cost pricing in a world without perfect competition: implications for electricity markets with high shares of low marginal cost resources*. Tech. Rep. December. NREL, (2017).
- 21) Roncaglia, Alessandro. "Il pensiero economico di Paolo Sylos Labini." (2008).
- 22) Zsuzsanna, Csorba. "STARTUP: HYPE OR TENDENCY?." *Journal of Organizational Culture, Communications and Conflict* 24.3 (2020): 1-9.
- 23) Sanyal, Paroma, and Catherine L. Mann. *The financial structure of startup firms: The role of assets, information, and entrepreneur characteristics*. No. 10-17. Working Papers, (2010).
- 24) Cicea, Claudiu, et al. "Determinants of SMEs' performance: evidence from European countries." *Economic research-Ekonomska istraživanja* 32.1 (2019): 1602-1620.
- 25) Ozili, Peterson K., and Thankom Arun. "Spillover of COVID-19: impact on the Global Economy." *Available at SSRN 3562570* (2020).
- 26) Gros, Daniel. "The great lockdown: was it worth it." *CEPS Policy Insights* 11 (2020).
- 27) Grover, Arti, and Valerie J. Karplus. "Coping with COVID-19." (2021).
- 28) Juergensen, Jill, José Guimón, and Rajneesh Narula. "European SMEs amidst the COVID-19 crisis: assessing impact and policy responses." *Journal of Industrial and Business Economics* 47.3 (2020): 499-510.
- 29) Duda, Joanna, Anna Wolak-Tuzimek, and Łukasz Wójtowicz. "Competition Instruments Applied by Large Enterprises during the Crisis Triggered by the COVID-19 Pandemic." *European Research Studies* 24.2 (2021): 139-151.
- 30) Sun, Yi, Beverlee Anderson, and Fang Fang. "" Does Location Matter? Impact of Local Government Policies and Incentives on Entrepreneurship." International Conference on Business, Management and Governance (ICBMG), (2015).
- 31) Von Arx, Urs, and Andreas Ziegler. "The effect of CSR on stock performance: new evidence for the USA and Europe." *CER-ETH-Center of Economic Research at ETH Zurich, Working Paper 08/85* (2008).

- 32) Arvidsson, Adam, and Vincenzo Luise. "Il sistema delle startup e l'innovazione possibile." *il Mulino* 68.6 (2019): 973-980.
- 33) Amatori, Franco. *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*. Donzelli editore (1997).
- 34) Bianchi, Giuliano. *Requiem per la Terza Italia? Sistemi territoriali di piccola impresa e transizione postindustriale*. (1994).
- 35) Matricano, Diego. *Le startup innovative in Italia: gli aspetti manageriali e il loro impatto sulla performance*. G Giappichelli Editore. (2018).
- 36) Gros, Daniel. "Recovering From COVID-19: A Transatlantic Comparison of Fiscal Policy." *Intereconomics* 2021.4 (2021): 201-204.
- 37) Abdulsaleh, Abdulaziz M., and Andrew C. Worthington. "Small and medium-sized enterprises financing: A review of literature." *International Journal of Business and Management* 8.14 (2013): 36.
- 38) Janaji, S. A., K. Ismail, and F. Ibrahim. "Startups and Sources of Funding." (2021)
- 39) Lahm Jr, Robert J., Harold T. Little Jr, and Grise Hall. "Bootstrapping business start-ups: A review of Current Business Practices." *Conference on Emerging Issues in Business and Technology, Jones College of Business, Middle Tennessee State University, US*. (2005).
- 40) Luck, Stephan, and Joao AC Santos. "The valuation of collateral in bank lending." *Available at SSRN* 3467316 (2019).
- 41) Myers, Stewart C. "Capital structure." *Journal of Economic perspectives* 15.2 (2001): 81-102.
- 42) Datta-Chaudhuri, Mrinal. "Market failure and government failure." *Journal of Economic Perspectives* 4.3 (1990): 25-39.
- 43) Laitinen, Erkki K. "Profitability ratios in the early stages of a startup." *The Journal of Entrepreneurial Finance* 19.2 (2017): 1-28.
- 44) Berisha-Shaqiri, Afërdita. "Impact of information technology and internet in businesses." *Information technology* (2014): Q2.
- 45) Borst, Irma, Christine Moser, and Julie Ferguson. "From friendfunding to crowdfunding: Relevance of relationships, social media, and platform activities to crowdfunding performance." *New media & society* 20.4 (2018): 1396-1414.
- 46) Dattani, Janvi, and Harsh Sheth. "Overview of blockchain technology." *Asian Journal of Convergence in Technology* 5.1 (2019): 1-3.
- 47) Ante, Lennart, Philipp Sandner, and Ingo Fiedler. "Blockchain-based ICOs: Pure hype or the dawn of a new era of startup financing?." *Journal of Risk and Financial Management* 11.4 (2018): 80.
- 48) Mollick, Ethan R., and Venkat Kuppuswamy. "After the campaign: Outcomes of crowdfunding." *UNC Kenan-Flagler Research Paper* 2376997 (2014).
- 49) Jin, Fujie, Andy Wu, and Lorin Hitt. "Social is the new financial: How startup social media activity influences funding outcomes." *Academy of Management Proceedings*. Vol. 1. Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management. (2017).

- 50) Amedie, Jacob. "The impact of social media on society." (2015).
- 51) Signorini, L. F. "Banche e imprese nella crisi." *Intervento alla XLIV Giornata del credito, Roma 3* (2012).
- 52) Alessandrini, Pietro, Alberto Zazzaro, and Andrea F. Presbitero. *Banche e imprese nei distretti industriali*. Università politecnica delle Marche, Dipartimento di economia. (2008).
- 53) D'Amato, Antonio, and Claudia Cacia. "La quotazione in borsa delle PMI tra mito e realtà." *Piccola Impresa/Small Business 3* (2008).
- 54) Forestieri, Giancarlo. "I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio." *Università Bocconi, Milano* (2014).
- 55) Agstner, Peter, Paolo Giudici, and Antonio Capizzi. "Business Angels, Venture Capital and the New Società a Responsabilità Limitata." *Venture Capital and the New Società a Responsabilità Limitata (September 29, 2020)*. *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale 2* (2020).
- 56) Tumino, Franco. "Pa, imprese e ritardo dei pagamenti: verso una soluzione europea." *Facility management Italia 9* (2010).
- 57) Di Maria, Roberto, and Carmelo Provenzano. "Efficienza, competitività ed innovazione della pubblica amministrazione: alcune considerazioni economico-giuridiche sul modello Consip." *KorEuropa-Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna 1* (2012): 137.
- 58) Cross, Frank B. "Identifying the virtues of the common law." *Supreme Court Economic Review 15.1* (2007): 21-59.
- 59) Auricchio, Marta, et al. "Gli incubatori d'impresa in Italia." (2014): 3-65.

Sitografia delle fonti non accademiche

- 1) https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/it/FTU_2.4.2.pdf
- 2) <https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-i-numeri-della-finanza-pubblica-dal-1861-a-oggi>
- 3) https://www.gazzettaufficiale.it/moduli/DL_181012_179.pdf
- 4) <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/05/19/20G00052/sg>

Sitografia delle immagini (riferimenti al 22/09/2021)

- 1) <https://www.economicshelp.org/blog/glossary/isoquant-and-isocosts/>
- 2) https://www.researchgate.net/figure/Evolution-of-Digital-Transformation-Berman-2011-Since-early-2010s-a-number-of-studies_fig3_292983072/download
- 3) <https://www.startupcommons.org/what-is-a-startup.html>

- 4) <https://www.semanticscholar.org/paper/Bricolage%3A-A-State-of-Entrepreneurial-Excellence-Chinyoka/eedb5ee68c062df02fc2f925dd20bffd0d1dc3ce>
- 5) <file:///C:/Users/admin/AppData/Local/Temp/Italy%20-%20SBA%20Fact%20Sheet%202019-1.pdf>
- 6) <https://dealblock.io/2020/08/05/the-stance-towards-digital-funding-sources/>
- 7) <https://www.toppr.com/guides/business-management-and-entrepreneurship/growth-challenges-entrepreneurial-venture/sources-of-financing-business/>
- 8) https://www.researchgate.net/figure/Working-process-of-the-crowdfunding_fig1_295503611
- 9) <file:///C:/Users/admin/Downloads/Generic-enterprise-social-network-tools-adapted-from-Bradley-and-McDonald-2011-Butler.png>
- 10) https://www.researchgate.net/figure/Overall-functioning-of-the-blockchain-concept_fig7_318889975
- 11) <https://www.oecd.org/corporate/improving-italy-s-capital-market-will-boost-growth-opportunities-for-italian-companies-and-savers.htm>

Ringraziamenti

A conclusione dell'elaborato vorrei esprimere la mia gratitudine verso tutte quelle persone che hanno avuto una certa influenza nel mio percorso accademico. Premetto che la mia esperienza in LUISS è stata particolare: basti pensare che tre anni fa iniziavo il mio percorso in Via Parenzo, a Giurisprudenza e oggi, invece, lo concludo in Viale Romania, da studente di Economia e Management.

Il primo ringraziamento va al mio relatore, il prof. Rinaldo Evangelista, che ha saputo darmi le giuste indicazioni per rendere questo progetto un approfondimento concreto e solido e ai ragazzi di Ventive S.R.L., competenti, divertenti e capaci di aiutare davvero gli aspiranti startupper. Inoltre, vorrei ringraziare la mia ex professoressa di Italiano delle scuole superiori, Franca Maria Buccella, la quale mi ha dato un aiuto nella revisione di questo documento, permettendomi di presentare i contenuti di questa tesi in un linguaggio sensibilmente migliorato, che ne facilita la lettura. Ringrazio anche la mia famiglia, che mi ha dato un posto dove impostare le prime fasi del mio percorso di vita, in particolare ringrazio mio nonno Gino e mio zio Simone che mi hanno insegnato l'importanza della resilienza e del sapersi reinventare. Voglio dedicare un paio di righe anche al mio allenatore, Guido, che mi ha fatto capire, poco per volta, come sia importante seguire un percorso ben strutturato e procedere senza bruciarsi per la foga eccessiva, sempre rispettando lo spirito sportivo alla base del mezzofondo, disciplina che continua a darmi più di quanto potessi mai immaginare. Merita di essere citata anche Federica, la mia analista, che mi ha aiutato a rimettere in ordine la mia mente nei momenti più bui e mi ha dato gli strumenti per capire meglio come far funzionare bene la splendida macchina che ogni umano possiede sin dalla nascita. Per via della mia esperienza legata al cambio di facoltà, mi sento obbligato a ringraziare tutto lo staff messo a disposizione dall'Ateneo per agevolare il più possibile questo percorso pieno di ostacoli, in particolare ringrazio la dott.ssa Di Mille, una persona di un'umanità e di un'intelligenza fuori dal comune, doti che ho avuto la fortuna di constatare personalmente sia nelle lezioni frontali che nell'attività di tutorato. Oltretutto, devo ringraziare diversi amici: alcuni di lunga data, come Leonardo, Marika, Luca e i due Marco con cui ho condiviso esperienze, chilometri e litigi e altri che ho conosciuto a Roma, come Luca, Virgilio, Giorgio e Alessandra, da cui ho imparato molto e ho capito come erigere barriere tra persone diverse, in fondo, sia solo uno spreco di risorse. Infine, dedico un ultimo ringraziamento a quelle persone che ho conosciuto negli ultimissimi mesi, ma che stanno comunque contribuendo a farmi riacquistare una visione positiva del Mondo dopo un brutto periodo: in particolare ringrazio Riccardo, il gruppo di Ortona e i nuovi compagni dello Stadio Adriatico.

Questo elaborato lo dedico a mio fratello Andrea, che affronta con coraggio le sfide che un tempo nessuno reputava nelle sue corde e che ogni giorno mi ricorda come tutti noi possiamo migliorare sempre, a mio nonno Battista, che mi ha insegnato gran parte di quanto so sulle mie parziali origini bergamasche e che purtroppo ci ha lasciati prima di poter vedere la conclusione del mio percorso universitario, e ai miei amici Luca Orsini e Gabriele Pietrangelo, scomparsi nel cuore dell'adolescenza, quando una persona dovrebbe preoccuparsi solo di non stare sognando in grande, e che hanno lasciato un segno dentro me.