

LUISS



Corso di Laurea in “Strategic Management”

Cattedra: Strategia d’impresa

**“Il successo delle startup e dei diversi modelli di supporto:
venture capital, corporate venture capital e venture
builder”**

Chiar.mo Prof. Paolo Boccardelli

Chiar.mo Prof. Enzo Peruffo

RELATORE

CORRELATORE

Francesco Lavitrano

Matr. 780411

CANDIDATO

Anno Accademico 2024/2025

Indice

CAPITOLO 1 - INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 2 - REVIEW DELLA LETTERATURA	4
2.1 EVOLUZIONE STORICA, E DIFFUSIONE GEOGRAFICA	4
2.2 PRINCIPALI MODELLI DI BUSINESS E LA VALUE PROPOSITION.....	10
2.2.1 <i>Gli incubatori</i>	10
2.2.2 <i>Gli acceleratori</i>	12
2.2.3 <i>I venture builder</i>	16
2.2.4 <i>I fondi di Venture Capital</i>	19
2.2.5 <i>I Corporate Venture Capital</i>	21
2.3 SELEZIONE E CARATTERISTICHE DEI FONDATORI NELL'AMBITO IMPREDITORIALE	26
2.4 ATTRAZIONE DI FONDATORI E TALENTI DI ECCELLENZA	27
CAPITOLO 3 - METODOLOGIA DI RICERCA	29
3.1 IL MULTIPLE CASE STUDY: DEFINIZIONE E RILEVANZA METODOLOGICA	29
3.2 METODOLOGIA QUALITATIVA: OPINIONI DI FOUNDER E INVESTITORI	30
3.3 METODOLOGIA QUANTITATIVA: ANALISI SUI TRE MODELLI DI SUPPORTO.....	31
CAPITOLO 4 - ANALISI COMPARATIVA E DISCUSSIONE DEI RISULTATI	33
4.1 CONTESTO ECONOMICO ATTUALE, CRESCITA DEI MERCATI E MEGATREND.....	33
4.2 OPINIONI DEI FOUNDER: RISULTATI DELLA SURVEY	38
4.3 MAPPATURA DELLE EXIT E STIMA DELLE PERFORMANCE, TIMING E MODALITÀ.....	46
4.3.1 <i>I Venture Builder e le strategie di disinvestimento: Spin-off, Sell off e Equity Carve out</i>	51
4.3.2 <i>I Venture Capital: Metodi di Valutazione Finanziaria e delle Strategie</i> 53	
4.3.3 <i>I Corporate Venture Capital e l'importanza delle sinergie</i>	61
4.4 I DRIVER DI SUCCESSO E L'ANALISI DI REGRESSIONE	63
CAPITOLO 5 - CONCLUSIONI	72

CAPITOLO 1 - Introduzione

Negli ultimi decenni, le startup hanno assunto un ruolo centrale nell'innovazione e nello sviluppo economico a livello globale. Queste giovani imprese, spesso caratterizzate da modelli imprenditoriali innovativi e tecnologie all'avanguardia, hanno trasformato settori chiave come la finanza, la medicina, la mobilità e l'analisi automatizzata. Tuttavia, il percorso di crescita di una startup è altamente incerto e soggetto a numerosi rischi, con un elevato tasso di fallimento nelle prime fasi operative. Per aumentare le possibilità di successo, sono emersi diversi modelli di supporto imprenditoriale, che offrono capitale, consulenza fiscale, legale e gestionale, facilitando lo sviluppo e la scalabilità di queste realtà emergenti.

Tra i modelli di supporto vi sono gli incubatori, gli acceleratori, fondi di venture capital (VC), corporate venture capital (CVC) e venture builder (VB). Ogni modello ha peculiarità e strategie specifiche con la finalità di supportare la creazione e lo sviluppo delle startup. Gli incubatori forniscono risorse e mentoring nelle prime fasi dello sviluppo, gli acceleratori concentrano gli sforzi sui programmi di crescita veloce e validazione del modello di business. I fondi di venture capital investono denaro in startup con elevato potenziale di crescita in cambio di capitale sociale, i corporate venture capital seguono un'analogia logica con un'attenzione specifica alla sinergia con la società madre. I venture builder rappresentano un modello più moderno in cui l'idea imprenditoriale viene creata all'interno dell'organizzazione e già nelle prime fasi sono affiancati da una struttura solida.

L'obiettivo di questa ricerca è identificare gli attributi specifici di ciascun modello imprenditoriale che influenzano maggiormente la crescita e la sostenibilità a lungo termine delle startup. Un focus particolare sarà dedicato all'analisi degli elementi

chiave, tra cui la selezione dei fondatori, l'accesso ai finanziamenti, le strategie di exit e la capacità di generare innovazione.

Attraverso un confronto tra casi di successo e un'indagine empirica basata su metodologie qualitative e quantitative, questa tesi si propone di rispondere a interrogativi fondamentali: **quale modello imprenditoriale favorisce maggiormente il successo delle startup? Quali sono i fattori determinanti per la scalabilità e la sostenibilità di una startup nel lungo periodo?**

Lo studio di questi fattori è di importanza fondamentale non solo per i destinatari imprenditori e investitori, ma anche ai policy maker con lo sguardo rivolto alla creazione di un ecosistema imprenditoriale più solido più competitivo. Avendo un'attenzione specifica alla cornice nazionale europea e internazionale, la presente ricerca offrirà informazioni utili aiutando ad ottimizzare la gestione delle diverse fasi di supporto delle startup con lo scopo di delineare le migliori pratiche e di agevolare sviluppo, crescita dell'imprenditorialità e innovazione.

CAPITOLO 2 - Definizione e confronto dei modelli imprenditoriali

2.1 Evoluzione storica, e diffusione geografica

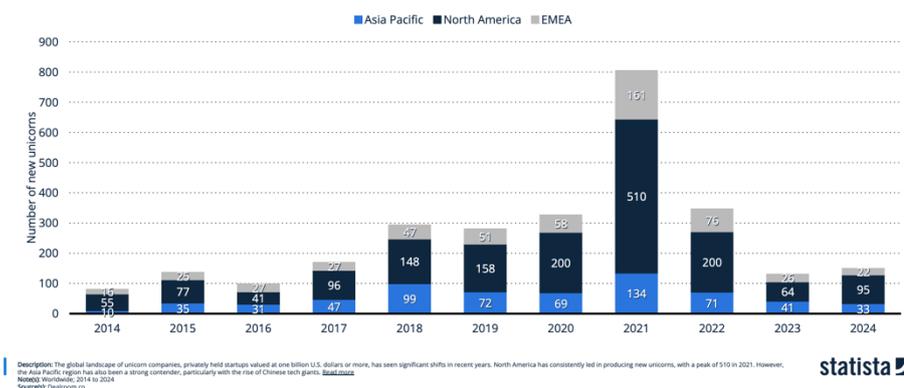
Il Venture Capital è un modello economico emerso in Stati Uniti dalla metà del secolo XX con la creazione dell'hub tecnologico Silicon Valley. Nel decennio dei '50 e dei '60 investitori istituzionali e privati iniziarono ad investire in startup con forte potenziale di evoluzione in campi quali informatica e semiconduttori. Un caso paradigmatico di successo rappresenta la società Intel, la quale nel 1968 ottenne investimenti dal pionieristico Arthur Rock.

Negli anni '80 e '90 il modello si estese in Europa, anche se con un'espansione più limitata rispetto all'America. La bolla dot-com del decennio 2000 causò un forte calo dell'investimento nelle startup tecnologiche, ma il sistema riprese con forza con la comparsa di nuovi Player come Google e Facebook, supportati in gran parte da fondi di venture capital.

Oggi, il venture capital è un'assoluta asset class con investitori globali che hanno toccato quota 136 miliardi di dollari nell'anno 2015. Gli Stati Uniti sono al primo posto nella scacchiera con compagnie quali Uber, Airbnb e Tesla che hanno goduto ingenti investimenti VC.

Tabella 2.1: Numero di nuovi unicorni nel mondo dal 2014 al 2024 by Region
Number of new unicorns worldwide from 2014 to 2024, by region

Number of new unicorns worldwide 2014-2024, by region



Fonte: Statista, 2023

Negli ultimi anni, il panorama globale del venture capital ha evidenziato una forte concentrazione degli investimenti in alcune aree chiave, con gli Stati Uniti che si confermano epicentro indiscusso dell'innovazione. ¹

¹ Statista: <https://www.statista.com/topics/4733/startups-worldwide/>

Tabella 2.2: VC investments Locations (Billion USD)

AMOUNT INVESTED Locations	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
United States	\$82.7b	\$100.9b	\$151.6b	\$152.6b	\$176.4b	\$363.7b	\$246.7b	\$152.1b	\$191.5b	\$43.2b
China	\$58.2b	\$66.6b	\$103.4b	\$62.3b	\$61.1b	\$84.8b	\$61.6b	\$53.9b	\$38.4b	\$6.3b
United Kingdom	\$8.9b	\$10.5b	\$11.7b	\$17.5b	\$17.5b	\$38.2b	\$30.4b	\$19.0b	\$16.3b	\$3.3b
India	\$5.8b	\$13.4b	\$11.3b	\$16.0b	\$14.3b	\$41.3b	\$23.3b	\$11.9b	\$13.6b	\$2.6b
Germany	\$2.5b	\$3.8b	\$5.6b	\$8.7b	\$7.2b	\$21.2b	\$12.2b	\$8.1b	\$8.2b	\$1.3b
France	\$3.1b	\$3.5b	\$4.5b	\$5.8b	\$6.1b	\$13.9b	\$16.0b	\$9.3b	\$7.9b	\$1.1b
Canada	\$3.1b	\$4.1b	\$4.8b	\$6.5b	\$5.4b	\$15.9b	\$12.2b	\$6.7b	\$7.7b	\$1.5b
South Korea	\$1.3b	\$1.7b	\$3.7b	\$4.9b	\$5.1b	\$16.8b	\$15.8b	\$9.4b	\$5.5b	\$479m
Singapore (HQ Region)	\$1.6b	\$4.9b	\$5.4b	\$5.6b	\$4.8b	\$8.6b	\$10.1b	\$6.1b	\$4.4b	\$546m
Japan	\$2.1b	\$2.9b	\$4.5b	\$5.4b	\$5.2b	\$7.0b	\$5.8b	\$4.8b	\$3.8b	\$589m

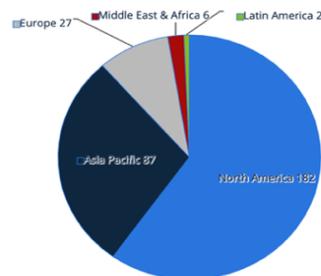
Fonte: Dealroom, 2025

Dopo il picco registrato nel 2021, si è assistito a una significativa contrazione dei capitali allocati a livello mondiale, segno di una crescente selettività degli investitori e di un contesto economico più instabile. Questa dinamica rende ancora più cruciale il ruolo dei modelli di supporto strutturati, capaci di mitigare i rischi e guidare le startup verso percorsi di crescita sostenibili e scalabili.²

In Europa, pur con numeri più contenuti, si consolida la crescita di hub come Londra, Berlino e Parigi, sostenuti da modelli di supporto diversificati tra cui corporate

Tabella 2.3: Numero di Unicorni (1.0 MLD di valutazione), Luglio 2021, by region
Number of unicorn exits worldwide as of July 2021, by region

Number of unicorn exits globally 2021, by region



Description: In the world of venture capital, unicorns are companies that are valued at over one billion U.S. dollars or more. If that company subsequently goes public or is acquired, it is no longer referred to as a unicorn. When a unicorn company does one of these two things, it is called an exit. As of July 2021, over 180 unicorns had exited via IPO or acquisition in North America. **Statista** | Worldwide, 2006 to July 2021 | **Statista** | Courthouse Business

statista

Fonte: Statista, 2023

² Dealroom: [Dealroom.co Stats & Insights](https://dealroom.co/stats/insights)

venture capital e venture builder. La distribuzione delle exit conferma ancora la leadership americana, ma evidenzia l'importanza crescente di strumenti capaci di rafforzare l'ecosistema locale e aumentare le probabilità di successo delle startup sin dalle fasi iniziali.³

Tabella 2.4: Number of Unicorns year by year by locations⁴

VIEW BY Locations	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
United States	75	39	95	142	151	194	485	190	61	96	9
China	30	24	32	79	46	42	54	32	28	18	4
United Kingdom	7	10	12	13	14	16	39	19	7	7	0
India	5	0	2	6	8	7	39	22	2	7	0
France	2	1	1	3	5	3	16	8	2	5	0
Australia	0	0	3	3	8	6	7	3	1	3	0
Switzerland	2	2	4	4	2	2	5	5	1	3	0
Germany	5	1	0	8	6	4	25	7	5	2	0
Japan	0	1	3	0	1	7	3	0	2	2	0
Netherlands	1	3	0	4	2	4	8	3	0	2	0
Hong Kong	0	1	2	2	3	0	5	2	1	2	0
Canada	2	1	0	4	7	7	27	11	4	1	1

Fonte: Dealroom, 2025

Nel 2023, i settori con la più alta concentrazione di unicorni a livello globale confermano l'evoluzione tecnologica come motore trainante dell'innovazione. Il fintech si posiziona in testa con il 16% del totale, seguito dal SaaS 9% e dall'intelligenza artificiale 8%, evidenziando la crescente rilevanza di soluzioni digitali scalabili e basate su dati.⁵ Seguono e-commerce, blockchain e health tech, settori che riflettono i cambiamenti nei comportamenti dei consumatori e l'accelerazione dell'adozione tecnologica in ambiti strategici. Questo scenario rafforza l'importanza per gli investitori e i modelli di supporto di concentrarsi su

³ Statista: <https://www.statista.com/topics/4733/startups-worldwide/>

⁴ Dealroom: [Dealroom.co Heatmaps Unicorns](https://dealroom.co/heatmaps/unicorns/)

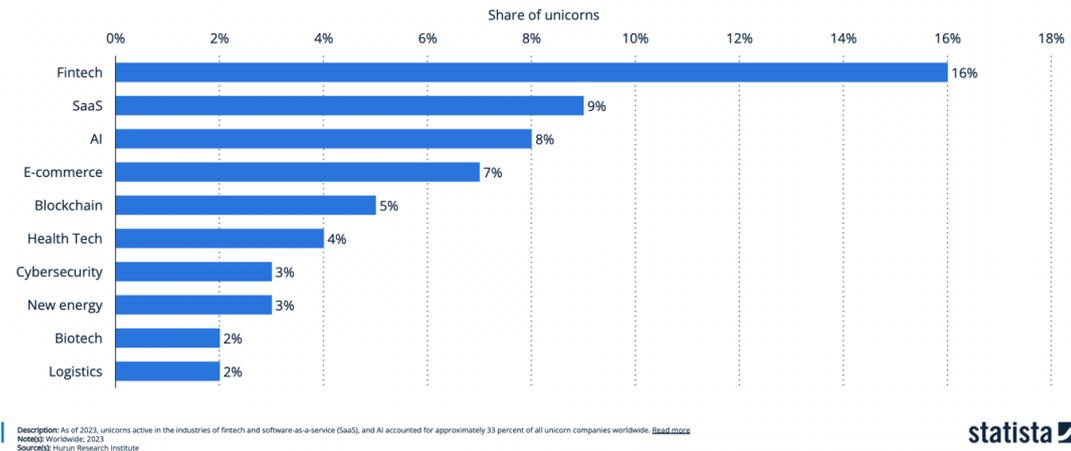
⁵ Dealroom: [Dealroom.co Heatmaps Unicorns](https://dealroom.co/heatmaps/unicorns/)

verticali ad alto potenziale, in cui l'innovazione può generare vantaggi competitivi sostenibili e rapida crescita.⁶

Tabella 2.5: settori con il più alto tasso di Unicorni nel mondo nel 2023

Industries with the highest share of unicorns worldwide as of 2023

Industries with the highest share of unicorns globally 2023



Fonte: Statista, 2023

Il mercato italiano: uno sviluppo ancora in fase di crescita

In Italia il mercato del venture capital è solo all'inizio.

Per decenni il mercato rimase concentrato in investimenti minimi con pochi fondi in grado di finanziare startup in fase di espansione.

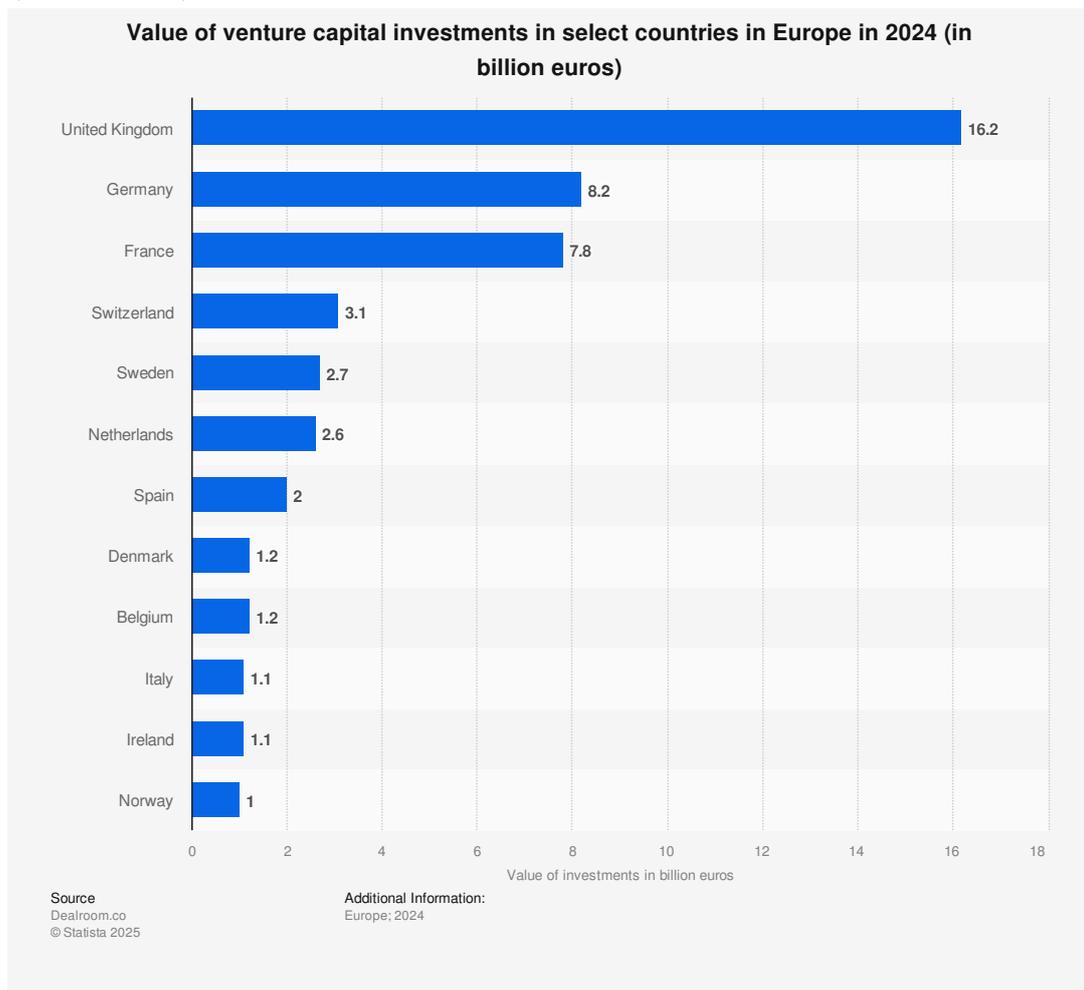
Negli ultimi anni, la situazione è cambiata con la presenza di più fondi più strutturati come United Ventures, P101, e PrimoVetures. Anche il governo ha introdotto iniziative volte alla promozione del venture capital, tramite il fondo di Cassa Depositi e Prestiti. Nonostante ciò, il mercato italiano rimane più piccolo rispetto ad altri mercati Europei.

Uno dei maggiori limiti rimane la bassa disponibilità di fondi in grado di investire

⁶ Statista: <https://www.statista.com/topics/4733/startups-worldwide/>

nelle startup avanzate. Ciò induce in molti casi imprese italiane ad andare in cerca di fondi all'estero o ad essere acquisite dalle multinazionali straniere. Ciononostante casi di successo quali Moneyfarm, Satispay, Bending Spoons e D-Orbit ne provano la potenzialità.

Tabella 2.6: Valore degli Investimenti di Venture Capital in Europa nel 2024 (Miliardi di €)



Fonte: Dealroom & Statista, 2024

Il panorama dei funding startup evolve costantemente. Il venture capital rimane la forma predominante dello “scaling”, con corporate venture capital ad aggiungersi in qualità di elemento chiave dell’innovazione nelle corporation. Contemporaneamente,

i venture builder in modo rivoluzionario contribuiscono alla creazione startup limitando i rischi e velocizzando lo sviluppo. L'Italia rimane seconda in confronto alle maggiori economie europee, ma l'evoluzione del settore in questi ultimi anni rappresenta un segno positivo sulle future possibilità dell'eco.

2.2 Principali modelli di business e la Value proposition

2.2.1 Gli incubatori

Gli incubatori startup sono strutture specializzate nell'accompagnare la nascita e lo sviluppo di nuove imprese innovative con un'ampia gamma di risorse e servizi in grado di agevolare la loro crescita e successo, aiutando gli imprenditori nelle prime fasi del processo vitale dell'impresa.⁷

Essi offrono un ampio ventaglio di servizi tra cui:

- Spazi di lavoro condivisi quali uffici, laboratori e sale riunioni;
- Mentoring e Formazione;
- Networking: accesso a reti di potential partners, clienti e investitori;
- Consulenza: assistenza in materia legale, fiscale, manageriale;
- Supporto nella ricerca dei fondi: aiuto nell'accesso ai fondi pubblici, bandi e investitori privati.⁸

L'obiettivo principale rimane la minimizzazione del tasso di fallimento dell'impresa con la fornitura delle risorse richieste con lo scopo di oltrepassare le difficoltà iniziali e pervenire alla stabilità dell'attività.⁹

Evoluzione

⁷ EconomyUp: <https://www.economyup.it/startup/incubatori-di-startup-che-cosa-sono-le-tipologie-e-la-situazione-in-italia/n>

⁸ Sprintx: <https://sprintx.it/blog/incubatori-startup/>

⁹ BancoBPM: <https://www.bancobpm.it/magazine/imprese/sviluppa-il-tuo-business/incubatori-di-startup-cosa-sono-come-funzionano-e-come-aiutano-le-nuove-imprese-a-nascere/>

Gli incubatori hanno origine negli Stati Uniti all'inizio degli anni '70 in risposta alla richiesta di promuovere lo sviluppo economico e la creazione di posti di lavoro durante il periodo di recessione. All'inizio erano strumenti ad uso pubblico con lo scopo di dare un impulso nuovo all'economia e all'impiego, inizialmente dotati di un orientamento no profit erano anche politicizzati.

L'idea era quella di poter promuovere la creazione di imprese in punti chiave e vantaggiosi nel Paese.

Nel corso dei decenni gli incubatori sono evoluti, dal modello in origine più pubblico e no-profit ad un'ampia varietà di modelli, comprese anche iniziative private e orientate al profitto. Ciò ha comportato diversificazione dei servizi offerti in base ai bisogni del mercato e delle startup.¹⁰

Tipologie di incubatori

Esistono diverse tipologie di incubatori, classificabili in base ai servizi erogati.

1. Business Innovation Centers (BIC): incubatori pubblici o semipubblici il cui obiettivo è stimolare la crescita economica nella loro località fornendo servizi di base come spazi di lavoro e supporto amministrativo.
2. Incubatori d'impresa universitari (UBI): incubatori universitari che consentono l'avvio di imprese basate sulla ricerca attraverso la messa a disposizione di spazi di laboratorio, risorse accademiche e reti universitarie.

¹⁰ Auricchio M. Cantamessa M. Colombelli A. Cullino R. Orame A. Paolucci E., 2014 , pag 5-8/pag 18-22. *Gli incubatori d'impresa in Italia* Banca d'Italia
https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2014-0216/QEF_216.pdf

3. Incubatori privati indipendenti (IPI): incubatori indipendenti a scopo di lucro che offrono tutti i loro servizi, dai finanziamenti per l'avviamento agli investimenti diretti, fino ad altre forme di assistenza alle start-up.
4. Incubatori privati aziendali (CPI): incubatori aziendali istituiti da grandi aziende per sostenere le start-up che sviluppano tecnologie complementari o servizi complementari al core business della società madre.

Inoltre, gli incubatori possono anche essere categorizzati in funzione dei servizi offerti.¹¹

Tabella 2.7: Tipologie di incubatori

Tipologia	Servizi offerti
Incubatori di Prima Generazione	Spazi di co-working-Uffici
Incubatori di Seconda Generazione	Servizi di consulenza, redazione del Business plan e campagne promozionali
Incubatori di Terza Generazione	Accesso a nuovi mercati, creazione e sviluppo del segmento della clientela, orientamento allo sviluppo dei prodotti/servizi

2.2.2 Gli acceleratori

Gli acceleratori di startup sono organizzazioni che offrono programmi intensivi e a tempo determinato per supportare la crescita rapida di imprese emergenti.

¹¹ Economyup: <https://www.economyup.it/startup/incubatori-di-startup-che-cosa-sono-le-tipologie-e-la-situazione-in-italia/>

Tali programmi uniscono investimenti iniziali, mentoring, addestramento e esposizioni alla rete professionale con lo scopo di convertire idee promettenti in imprese scalabili. Mentre gli incubatori sono orientati alla creazione e sviluppo dell'idea iniziale, gli acceleratori mirano ad accelerare la crescita di startup già avviate, preparandole per il mercato e per eventuali round di investimento successivi.¹²

Definizione e Funzionamento

Un acceleratore startup è un programma strutturato, generalmente tra i 3 e i 6 mesi, dedicato ad accelerare lo sviluppo del progetto imprenditoriale con un misto di risorse economiche, mentoring e addestramento ad alta intensità. Le startup ammesse seguono un processo che si conclude con un "demo day", in cui descrivono la futura evoluzione ai potenziali investitori.

Per la gestione offerta, gli acceleratori possono richiedere parte dell'equity delle startup, generalmente comprese tra il 5% e il 10%.

Le principali caratteristiche dell'acceleratore sono:

- Selezione Competitiva: l'accesso ai programmi è altamente selettivo, con tassi di accettazione che possono essere inferiori al 3%;
- Supporto Intensivo: durante il programma, le startup ricevono mentorship da esperti del settore, formazione su vari aspetti del business e opportunità di networking;

¹² Economyup: <https://www.economyup.it/startup/acceleratori-di-startup-che-cosa-sono-tipologie-esempi-e-vantaggi/>

- Focus sul team: gli acceleratori tendono a privilegiare team completi piuttosto che singoli fondatori, riconoscendo l'importanza di competenze diversificate per il successo dell'impresa;
- Durata Limitata: i programmi hanno un termine predefinito, al termine del quale le start-up saranno in grado di affrontare il mercato e attrarre investitori¹³.

Evoluzione

Il primo startup accelerator, Y Combinator, fu fondato nel 2005 a Cambridge in Massachusetts da Paul Graham e poi spostato nella Silicon Valley. Altri seguirono presto la strada con la creazione di altri acceleratori come TechStars fondato nel 2006 e Seedcamp nel 2007. Negli anni successivi, il concetto di “acceleratore” si è diffuso a livello globale, con numerosi programmi lanciati in Europa e Asia. In Italia. Il panorama degli acceleratori è in continua crescita, con oltre 200 strutture presenti nel paese, concentrate principalmente nelle regioni settentrionali.¹⁴

¹³ Economyup: [Economyup/dove andare per far nascere un impresa](#)

¹⁴ Innovationisland: <https://innovationisland.it/incubatori-acceleratori-italia-2023-report-sim/>

Gli acceleratori possono essere categorizzati in base alla loro struttura e ai loro obiettivi:

Tabella 2.8: Tipologie di Acceleratori

Acceleratori privati	Acceleratori Corporate	Acceleratori Pubblici o Universitari	Acceleratori Verticali
Gestiti da gruppi di investitori privati con lo scopo di ottenere ritorni economici con la crescita delle startup sostenute.	Supportati dalle grandi imprese, questi programmi cercano di integrare l'innovazione delle start-up con la strategia aziendale in corso, offrendo risorse e esperienza specifica del mercato.	Gestiti dalle amministrazioni governative e dalle istituzioni universitarie, hanno l'obiettivo di promuovere l'innovazione e lo sviluppo economico a livello locale o nazionale.	Specializzati in un determinato settore specifico, ad esempio moda o foodtech, e offrono supporto specializzato e accesso a reti settoriali.

Sebbene spesso usati alla lettera sinonimamente, acceleratori e incubatori condividono sostanziali differenze. Gli Incubatori forniscono supporto alle startup a lungo termine nelle fasi iniziali con lo spazio di lavoro offerto, risorse condivise e aiuto nella creazione dell'idea imprenditoriale. Gli acceleratori, invece, offrono programmi intensivi e a tempo determinato per startup già avviate, concentrandosi sulla rapida crescita e sull'accesso al mercato.

Vantaggi e Svantaggi degli Acceleratori

Vantaggi:

- **Accesso a Finanziamenti:** le start-up hanno un accesso ad investimenti iniziali e a possibilità di presentarsi agli investitori all'interno del processo dei “demo day”;

- Mentorship e Training: supporto da parte di specialisti del settore e training sui diversi aspetti dell'impresa;
- Networking: connessioni con potenziali clienti, imprenditori e altri potenziali partner;

Svantaggi:

- Cessione di Equity: per la collaborazione offerta, startup devono cedere parte del loro capitale;
- Programmi Standardizzati: la struttura predefinita dei programmi può non corrispondere ai requisiti specifici richiesti ogni volta della startup.

Gli acceleratori startup hanno un ruolo cruciale all'interno dell'ambiente imprenditoriale offrendo ai giovani imprenditori gli strumenti e le risorse necessarie.

La scelta di partecipare a un programma di accelerazione deve essere ponderata attentamente, valutando i benefici offerti e le implicazioni per la struttura e la proprietà dell'azienda¹⁵.

2.2.3 I venture builder

Il modello del Venture Builder, noto anche col termine “Startup Studio” or “Company Builder”, rappresenta un'evoluzione significativa nella cornice del supporto alle startup e dell'innovazione. Il Venture Builder non solo aiuta startup già create, ma le crea direttamente strutturando interamente il processo di ideazione, validazione e sviluppo. Tale modello mira ad attenuare il rischio e ad elevare la possibilità di successo delle startup create

¹⁵ Economyup: <https://www.economyup.it/startup/acceleratori-di-startup-che-cosa-sono-tipologie-esempi-e-vantaggi/>

Funzionamento del Venture Builder

Un Venture Builder è un'organizzazione specializzata nella creazione e validazione dell'idea, intercettando risorse e opportunità tramite un processo strutturato e analitico con lo scopo specifico di contenere il rischio imprenditoriale. Il Venture Builder creerà più startup contemporaneamente adottando un processo sistematico basato su dati e interazioni rapide con un forte impiego tra ricerca e sviluppo.¹⁶ L'obiettivo di un Venture Builder è quello di produrre bisogni del mercato reale, prodotti e servizi innovativi e offrire un'assistenza operativa e finanziaria fino ad un'exit strategica (Generalmente tramite operazioni di Spin-off), tramite un'acquisizione o un'IPO.

Evoluzione del modello

L'idea del Venture Builder ha radici negli anni '90 con la fondazione di Idealab nel 1996, una delle prime organizzazioni che ha strutturato il processo di creazione di startup in modo ripetibile e scalabile. Negli anni 2000, modelli come Rocket Internet e Betaworks hanno dimostrato il potenziale di questa metodologia, specialmente nel mercato europeo.

Negli ultimi anni la struttura ha subito un'espansione aggiuntiva con la comparsa anche di Venture Builder specializzati in specifici campi quali deeptech, AI e sostenibilità, e con l'ingresso in tale contesto anche delle corporate più grandi attraverso i Corporate Venture Building.

Caratteristiche Principali

¹⁶ Mamazen: Startup Studio_Bringing Ideas to Life_Mamazen2021 copy.pdf
<https://www.mamazen.it/scarica-bringing-ideas-to-life-startup-studio-whitepaper>

1. Approccio Strutturato: le Start-up sono create con procedure standardizzate e best practice consolidate;
2. Focus su “Need of the Market”: le idee imprenditoriali sono valutate sul mercato e con test del prodotto in anticipo rispetto alla commercializzazione;
3. Risorse Condivise: gli Startupper hanno vantaggio dalle risorse interne, networking, accesso ai fondi e ai servizi operativi;
4. Team Multidisciplinare: un Venture Builder è composto da esperti in business, tecnologia, marketing e finanza¹⁷

Il modello Venture Builder si è evoluto in numerose tipologie, ognuna con caratteristiche specifiche:

Tabella 2.9: Tipologie di Venture Builder

Agency Model	Corporate Model	Technology Transfer Model	Investor Model
Finanziato da un'agenzia che sviluppa prodotti internamente per poi effettuare lo spin-off.	Creato all'interno di imprese consolidate con lo scopo di creare nuove iniziative allineate con la strategia aziendale	Volta alla commercializzazione delle tecnologie prodotte dal sistema dei centri di ricerca.	Modello basato sui fondi di Venture Capital o investitori privati con orientamento alla crescita delle startup

Il modello Venture Builder rappresenta una delle strategie più promettenti per la creazione di start-up, combinando la riduzione del rischio con una maggiore efficienza operativa. Grazie alla sua capacità di identificare le opportunità di mercato,

¹⁷ What a Venture: <https://www.whataventure.com/guides/how-to-choose-the-right-approach-to-venture-building> how to make the right approach to venture building.pdf

aggregare le risorse e scalare le nuove imprese, il Venture Builder sta emergendo come una delle metodologie più efficaci per l'innovazione e l'imprenditorialità nel XXI secolo.¹⁸

2.2.4 I fondi di Venture Capital

Il Venture Capital rappresenta una tra fonti di finanziamento per le startup innovative ad alto potenziale e di crescita.

Definizione e Funzionamento

Il Venture Capital è un asset class del private equity in cui i fondi investono nelle imprese in fasi iniziali con alta potenzialità di crescita. L'investimento avviene generalmente in cambio di equity, permettendo ai venture capitalist di detenere una quota di partecipazione e influenzare la governance dell'azienda.

Le principali caratteristiche del VC sono:

- Elevato rischio e alto rendimento: l'esito positivo dell'investimento è legato alla crescita esponenziale della start-up
- Orizzonte di investimento lungo termine: mediamente tra 5 e 10 anni in vista dell'exit
- Gestione attiva: i fondi del VC non solo forniscono denaro ma anche networking, mentoring e supporto strategico.¹⁹

Evoluzione

¹⁸ Mamazen: ridisegnare l'imprenditoria startup studio.pdf <https://www.mamazen.it/scarica-redesigning-entrepreneurship>

¹⁹Feld B. Mendelson J., 2019, Cap. 1, *Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist* Venture Deals Book.pdf: [Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist](#)

Il Venture Capital trova origine in Stati Uniti ai primi anni '40 con la costituzione dei fondi quali la American Research and Development Corporation (ARDC). Nel decennio '80 e '90 subisce un'espansione veloce con la comparsa della Silicon Valley quale polo dell'innovazione tecnologica.

Negli ultimi decenni la branca ha subito numerose fasi di boom e recessione dovute ad elementi macroeconomici e tecnologici. Il boom delle dot-com nella seconda metà degli anni 2000 dovuto a un sovrainvestimento seguita poi da una forte recessione successiva. Ancora più di recente il settore ha subito un'ulteriore ondata di investimenti dovuti alla crescita dell'AI, del fintech e del deeptech.

Il VC viene categorizzato in diversi tipi in rapporto allo stadio evolutivo dell'impresa nei quali investe:

- Seed Capital: Investimenti nelle prime fasi per la valutazione dell'idea e lo sviluppo iniziale del prodotto
- Early-Stage VC: finanziamenti per startup con un prototipo funzionante, pronte per il go-to-market;
- Growth-Stage VC: Investimenti in start-up già consolidate con modello di business validato con necessità di nuovi capitali per scalare ulteriormente;
- Late-Stage VC: Capitale destinato a startup in vista di IPO o ad acquisizione²⁰.

Differenze tra Venture Capital, Private Equity

Le differenze tra Venture Capital, Private Equity risiede principalmente nelle strategie di investimento e negli obiettivi perseguiti.

²⁰Nanda R. Janeway W. Rhodes-Kropf M. , 2021, pag 2-6 *Venture Capital Booms and Startup Financing*, Harvard Business School https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/21-116_c8365ab5-7cad-4ba3-9e02-ddec0191413f.pdf

Il Private Equity si concentra su imprese già consolidate, spesso in difficoltà o con margini di miglioramento, con l'obiettivo di ristrutturarle, incrementarne il valore e successivamente rivenderle con un significativo ritorno economico. Al contrario, il Venture Capital investe prevalentemente in startup e aziende emergenti, sostenendone la crescita nelle fasi iniziali con capitali e competenze manageriali.

Il settore del Venture Capital offre ampie opportunità, ma è anche caratterizzato da sfide rilevanti. Una delle principali difficoltà riguarda la selezione delle startup: solo una piccolissima percentuale riesce effettivamente a generare ritorni economici significativi, rendendo il processo di investimento altamente rischioso. Inoltre, la competizione tra fondi è in costante aumento, rendendo più complessa l'individuazione di progetti veramente innovativi e profittevoli. A ciò si aggiunge la rapida evoluzione tecnologica, che se da un lato apre nuove frontiere – come l'intelligenza artificiale e la blockchain – dall'altro richiede una costante capacità di adattamento e aggiornamento da parte degli investitori.²¹

Il Venture Capital rimane un capofila in tema di innovazione e crescita economica, con gestione consapevole e investimenti efficaci, esso continuerà a svolgere un ruolo cruciale nel supportare le startup e trasformare idee rivoluzionarie in aziende di successo²².

2.2.5 I Corporate Venture Capital

Il Corporate Venture Capital (CVC) rappresenta una tra le più significative strategie adottate dalle imprese con lo scopo dell'innovazione e dell'espansione dell'attività. Il

²¹ Sequoia (David Cahn) 2024: <https://www.sequoiacap.com/article/ai-in-2025/>

²² Pitchbook: 2025 US Venture Capital Outlook.pdf <https://pitchbook.com/media/press-releases/pitchbook-releases-2025-outlooks-highlighting-key-investment-trends-across-private-markets>

CVC non investe solo in startup con lo scopo di ricavare ritorni finanziari, ma con lo scopo anche di ricavare sinergie e vantaggi strategici quali la possibilità dell'accesso ad avanzate tecnologie e mercati in evoluzione.²³

Un elemento distintivo di CVC è l'approccio di tipo strategico: le compagnie non investono soltanto per ottenere un guadagno di tipo economico, ma per acquisire competenze e soluzioni innovative che possano integrarsi nel proprio core business.. A volte le compagnie preferiscono mantenere partecipazioni di minoranza nelle startups senza voler interferire eccessivamente nella loro gestione e lasciando spazio alla creatività imprenditoriale.

L'aspetto più entusiasmante del Corporate Venture Capital è la capacità di creare relazioni di lunga durata, permettendo un'interazione di reciproco valore tra la startup e l'azienda di riferimento. Le startup ricevono fondi, know-how e un'apertura verso un network consolidato, le aziende possono invece esplorare nuove tecnologie e modelli di business senza dover necessariamente svilupparli internamente.²⁴

Evoluzione del CVC

Il concetto CVC ha subito varie fasi evolutive a partire dalla metà degli anni '60 con cicli di ascesa e declino. Il mercato ha vissuto quattro “grandi ondate”.

1. Anni '60-'70: l'industria farmaceutica e tecnologica iniziò ad investire nelle startup in cambio di vantaggi competitivi. Tuttavia la crisi bancaria del 1973 causò un declino degli investimenti.

²³ BCG Corporate Venture Capital: “Avoid the Risk, Miss the Rewards”:
<https://www.bcg.com/publications/2012/innovation-growth-mergers-acquisitions-corporate-venture-capital>

²⁴ Chesbrough H. Tucci C., 2002, Pag 3-8, *Corporate Venture Capital in the Context of Corporate Innovation*, Ecole Polytechnique Fédérale de Lausanne:
<https://infoscience.epfl.ch/entities/publication/d460ffb9-91a5-402d-9e38-5ccda2979f16>

2. Anni '80: un nuovo ciclo di investimenti con un focus sui settori biomedico-tecnologico settori, terminato in seguito alla crisi del mercato azionario del 1987.
3. Anni '90-2000: il boom delle "dot-com" causò un aumento degli investimenti, ma la crisi del 2000-2001 ridusse nuovamente il settore.
4. Dal 2005 ad oggi: : il CVC si è stabilizzato come una strategia chiave per molte aziende con un forte focus sull' innovazione.²⁵

Esistono diverse tipologie Corporate Venture Capital che possono essere categorizzate in rapporto all'obiettivo strategico dell'impresa madre in investitori strategici:

- CVC Strategico: l'obiettivo fondamentale è acquisire conoscenze, competenze e tecnologie complementari al core business.
- CVC Finanziario: l'obiettivo fondamentale è ricavare un ritorno finanziario sui fondi investiti, similmente ai fondi Venture Capital tradizionali.
- CVC Ibrido: una combinazione tra obiettivi strategici e obiettivi economici, che cercano di equilibrare i vantaggi economici con gli obiettivi operativi.

²⁵Q1_2025_PitchBook_Analyst_Note_A_Lack_of_Pathway_From_US_CVC_Investments_to_an_Eventual_MA.pdf <https://pitchbook.com/news/reports/q1-2025-pitchbook-analyst-note-a-lack-of-pathway-from-us-cvc-investments-to-an-eventual-ma>

Differenze tra Venture Capital e CVC

Tabella 2.10: Differenze tra Venture Capital e Corporate Venture Capital

	Venture Capital	Corporate Venture Capital
Obiettivo Principale	Ritorni Economici Elevati	Creazione di sinergie strategiche
Orizzonte Temporale	Compreso tra i 5 e i 10 anni	> 10 anni
Struttura decisionale	Operano in maniera indipendente	Rispondono alla strategia dell'impresa madre

Nonostante il successo del Corporate Venture Capital, il business model pone numerose sfide che le aziende devono affrontare per massimizzare il valore degli investimenti. Tra i più significativi possono esserci i conflitti interni: le divisioni di una compagnia vedono le startup non come partner strategici, ma come potenziali concorrenti,

Un'altra criticità è l'incapacità di integrazione delle startup nel contesto di una holding. Non sempre le giovani imprese sono idonee ad adattarsi ai processi, alle politiche e alla cultura di una holding, il che potrebbe ridurre la capacità di scalare e di innovare nel giusto modo.

Un importante fattore di successo per un CVC è la visione strategica. Le aziende rischiano di investire in startup che non apportano un reale valore aggiunto, disperdendo risorse in iniziative poco allineate agli obiettivi di crescita e innovazione. Il Corporate Venture Capital viene ormai considerato un elemento cruciale nelle strategie di innovazione aziendali, imprese in grado di elaborare un'adeguata strategia

CVC, bilanciando ritorni economici e sinergie strategiche, possono guadagnare un vantaggio competitivo a lungo termine sul mercato.²⁶

²⁶Chesbrough H. Tucci C., 2002, Pag 3-8, *Corporate Venture Capital in the Context of Corporate Innovation*, Ecole Polytechnique Fédérale de Lausanne:
<https://infoscience.epfl.ch/entities/publication/d460ffb9-91a5-402d-9e38-5ccda2979f16>

2.3 Selezione e Caratteristiche dei Fondatori nell'Ambito Imprenditoriale

La selezione del fondatore è uno dei fattori determinanti per il successo di una start-up, indipendentemente dal tipo di finanziamento e dai modelli di supporto adottati. A seconda che si tratti di un'azienda lanciata autonomamente, di una start-up costituita nel contesto di un venture builder o finanziata da un fondo di venture capital, la figura e la qualità dei fondatori giocano un ruolo decisivo nella sua capacità di espandersi, ottenere investimenti e scalare il mercato.

Un fondatore di successo deve possedere il giusto mix di competenze tecniche, gestionali e caratteriali per affrontare le sfide tipiche dell'avvio e dello sviluppo di un'azienda. Senza dubbio, la resilienza è una delle qualità più importanti: l'attività imprenditoriale è un processo coronato da parziali fallimenti, blocchi e punti di incertezza. La capacità di rispondere con determinazione e lucidità alle sfide è una caratteristica fondamentale. Non meno importante è la capacità di convertire una visione in qualcosa di concreto e soprattutto di farlo adottando un orientamento all'esecuzione. Avere una visione non basta, il fattore di successo sta nel saper realizzare le idee nel modo e nel momento giusto. Un buon fondatore deve anche possedere forti capacità di problem solving e di prendere decisioni tempestive, le start-up si sviluppano in ecosistemi altamente dinamici e ad alto rischio di fallimento, i fondatori devono prendere decisioni chiave anche con poche informazioni e dati, spesso affidandosi al loro intuito.¹

¹ Max Pog Big Venture Studio Research, 2024: <https://inniches.com/big-venture-studio-research>

Gli investitori, a seconda del tipo di modalità di finanziamento, valutano il profilo dei fondatori da diversi punti di vista. I venture capitalist cercano start-up con un elevato potenziale di sviluppo e una chiara visione di uscita. Valutano il curriculum aziendale e professionale del fondatore, la sua capacità di scalare l'azienda e il grado di apertura al controllo degli investitori. A ciò si aggiunge l'importanza attribuita alla complementarità dei membri e all'adattamento alle sfide del mercato.

Nel caso dei venture builder, la selezione dei fondatori è ulteriormente articolata, poiché la start-up viene sviluppata nel contesto di uno studio di progetto. Vengono testate la disponibilità ad adattarsi a un ambiente altamente collaborativo, l'adattabilità a rispettare processi e metodologie prestabiliti e l'adesione alla cultura del venture builder. Spesso si cerca un imprenditore con forti competenze tecniche o di leadership, in grado di adattarsi prontamente alle esigenze dell'impresa.

Per quanto riguarda il Corporate Venture Capital, gli investitori aziendali attribuiscono maggiore importanza all'allineamento strategico tra la start-up e il core business della società madre. Al fondatore viene quindi richiesto di dare garanzie, di non vacillare come leader e di gestire le relazioni commerciali, che sono solitamente più articolate rispetto a quelle di una start-up tradizionale. A questo proposito, è fondamentale che la start-up proponga un'innovazione in grado di generare sinergie con l'azienda.

2.4 Attrazione di fondatori e talenti di Eccellenza

Per attrarre talenti di alto profilo, gli investitori e le start-up devono adottare una serie di strategie specifiche. L'offerta di un supporto strutturato, di mentoring e di

investitori e risorse potrebbe essere un forte incentivo per i fondatori emergenti di talento. Offrendo inoltre condizioni di partecipazione eque e trasparenti, i talenti più qualificati potrebbero sentirsi desiderosi di partecipare e unirsi a un progetto di successo. Un track-record di successo è un ulteriore fattore di attrazione, così come l'offerta di accesso a una forte rete di contatti. Infine, l'utilizzo di processi di selezione basati su dati e test pratici consente di individuare i fondatori più adatti per un progetto di successo. Dunque la qualità dei fondatori di una start-up ne determina il successo. Prima di investire, diversi investitori valutano attentamente la capacità di resistenza, la capacità di esecuzione, la leadership e le conoscenze aziendali dei fondatori. Una selezione efficace e organizzata dei fondatori potrebbe aumentare in modo significativo le possibilità di successo e di sviluppo di un'azienda, indipendentemente da qualsiasi modello di supporto alle start-up.²

² Mamazen: recruiting_process_3, 2024 copia.pdf <https://www.mamazen.it/en>

CAPITOLO 3 - Metodologia di Ricerca

3.1 Il Multiple Case study: definizione e rilevanza metodologica

Il Multiple Case Study è un approccio metodologico qualitativo che consente di esplorare e confrontare più unità di analisi all'interno di uno stesso studio. Esso permette di osservare somiglianze e differenze tra le diverse modalità di indagine e i diversi casi, favorendo la comparazione sistematica e l'identificazione di pattern ricorrenti o dinamiche divergenti.

Si configura come una strategia di ricerca potente per analizzare fenomeni reali all'interno del loro contesto naturale. Questo approccio consente di osservare analogie e differenze tra diversi casi, migliorando la comprensione delle dinamiche ricorrenti e delle eccezioni. L'analisi comparativa rafforza la validità esterna dello studio, offrendo risultati più generalizzabili rispetto al caso singolo. In ambito imprenditoriale, permette di cogliere come diversi modelli di supporto influenzino l'evoluzione delle startup, tenendo conto delle variabili contestuali.¹ Proprio per la sua natura flessibile e approfondita, questo metodo è particolarmente adatto a esplorare fenomeni complessi per i quali non esistono ancora spiegazioni univoche o modelli teorici consolidati. Nel contesto di questa ricerca, i "casi" sono rappresentati da startup supportate da tre diversi modelli organizzativi: Venture Capital, Corporate Venture Capital e Venture Builder.

Il confronto tra questi casi consente di:

- analizzare l'efficacia comparata dei modelli di supporto;

¹ Lo studio di un caso: Pedagogia Sperimentale, (Prof. Trincherò) Università degli studi di Torino: <https://pedagogiasperimentaleonlinedfe.wordpress.com/lo-studio-di-caso/>

- individuare le caratteristiche organizzative e strategiche che favoriscono la crescita sostenibile;
- esplorare le percezioni e l'esperienza dei founder e degli investitori in relazione al supporto ricevuto.

Il Multiple Case Study si distingue inoltre per la sua flessibilità metodologica: può integrare dati qualitativi e quantitativi, permettendo una triangolazione tra fonti e metodi. In questa ricerca, ad esempio, i dati oggettivi (exit, funding, crescita post-exit) saranno analizzati in parallelo con dati soggettivi (opinioni dei founder, survey, interviste), offrendo una visione olistica e tridimensionale dei fenomeni osservati.

Un altro punto di forza di questo approccio risiede nella sua capacità di valorizzare il contesto, elemento spesso trascurato in altri disegni di ricerca quantitativi. Ogni startup, infatti, nasce in un ecosistema specifico (nazionale, settoriale, culturale) e viene influenzata da dinamiche relazionali uniche tra founder, team, advisor e investitori. Il Multiple Case Study consente di “dare voce” a queste specificità, evitando generalizzazioni affrettate e fornendo indicazioni più utili anche per i practitioner.

3.2 Metodologia qualitativa: opinioni di founder e investitori

La ricerca includerà un'analisi qualitativa attraverso la somministrazione di una survey mirata, rivolta a founder di startup. L'obiettivo di questa metodologia è raccogliere dati soggettivi sulle percezioni, preferenze e criticità dei principali attori coinvolti nei processi di investimento e crescita delle startup.

Struttura della survey per i founder

Il questionario sarà composto da domande chiuse e aperte per indagare:

- **Preferenze di finanziamento e modello di supporto:** quale modello è stato scelto e per quali ragioni.
- **Vantaggi percepiti:** quali elementi di ciascun modello contribuiscono maggiormente al successo della startup.
- **Criticità riscontrate:** quali sfide o ostacoli si sono presentati durante il percorso di crescita e investimento.
- **Supporto ricevuto:** qualità del mentoring, networking e accesso al capitale.

3.3 Metodologia quantitativa: analisi sui tre modelli di supporto

Al fine di comprendere l'efficacia dei modelli di supporto alle startup, la ricerca si avvarrà di **un'analisi quantitativa** per mappare e **prevedere** il valore e le exit da parte di fondi di Venture Capital, Venture Builder e Corporate Venture Capital. L'obiettivo principale è determinare **qualità e valore** delle exit realizzate e **l'efficienza del capitale gestito dai fondi**. L'analisi si concentrerà infatti sulla capacità di ciascun modello di generare valore in funzione del capitale allocato (AUM) e del tempo (periodo di dieci anni), valutando quali startup abbiano raggiunto specifiche **soglie di capitalizzazione**.

La metodologia prevede la raccolta e l'analisi di dati relativi a **fondi italiani** attivi nei tre modelli di supporto. Per ciascun fondo selezionato, verranno esaminati i seguenti indicatori:

- Capitale medio investito per startup
- Valore generato per startup
- Valore complessivo generato dal modello
- Efficienza per ogni euro investito

Fonti dei dati e metodi di raccolta

I dati saranno raccolti da database specializzati nel settore del venture capital e delle startup, come *Crunchbase*, *PitchBook*, *Dealroom* e rapporti di settore. Inoltre, saranno analizzati report pubblicati dai fondi di VC, VB e CVC, con particolare attenzione alle metriche finanziarie delle startup in portafoglio.

L'analisi è stata condotta attraverso strumenti statistici per valutare le differenze nei tassi di successo tra i tre modelli. Verranno utilizzati specifici indicatori per analizzare la sostenibilità a lungo termine delle startup e dei modelli di supporto anche dopo l'exit. Sarà infine condotta un'analisi comparativa tra i tre modelli presi in esame, al fine di identificare quale tra essi offra le maggiori probabilità di garantire una **crescita sostenibile nel tempo**.

L'approccio quantitativo permetterà di ottenere evidenze empiriche sui tassi di successo delle startup in funzione del modello di supporto ricevuto. Questa analisi costituirà la base per le successive valutazioni qualitative e comparazioni strategiche nel prosieguo della ricerca

CAPITOLO 4 - Analisi Comparativa e discussione dei Risultati

4.1 Contesto economico attuale, crescita dei mercati e megatrend.

Il contesto economico attuale per le startup è caratterizzato da una crescente complessità e da una maggiore selettività negli investimenti, guidata da fattori macroeconomici come l'aumento dell'inflazione, l'innalzamento dei tassi di interesse e la contrazione dei mercati di uscita. Dopo gli anni 2020-2021, in cui si era registrato un forte slancio degli investimenti, soprattutto in settori emergenti come il climate tech e l'intelligenza artificiale, a partire dal 2022 si è assistito a un rallentamento significativo delle operazioni di fundraising e a una riduzione dei tassi di "*graduation*"¹ da seed a Series A.

In questo scenario, il 2024 ha segnato una fase di fragile ripresa per il mercato del venture capital europeo, caratterizzata da un contesto macroeconomico in miglioramento ma ancora segnato da elementi di incertezza. Dopo il minimo storico toccato negli anni precedenti, l'attività di deal ha registrato segnali di ripresa, pur mantenendo un tono di cauto ottimismo tra investitori e operatori di mercato. Sebbene le condizioni generali abbiano mostrato alcuni segnali positivi, la selettività nei finanziamenti è rimasta elevata, privilegiando le aziende con modelli di business solidi, forte orientamento alla redditività e capacità di scalare.

Il valore complessivo dei deal in Europa ha raggiunto i 56,7 miliardi di euro nel 2024, in lieve calo rispetto ai 61,6 miliardi del 2023 (-7,9% YoY), mentre il numero di

¹ Graduation: il tempo mediano che una startup impiega per passare dal round di investimento seed (iniziale) al round di Series A (successivo)

operazioni si è ridotto del 23,3%. Questo riflette una chiara dinamica di **"value over volume": meno operazioni, ma su aziende di qualità più elevata** e con valutazioni in aumento grazie a una maggiore razionalizzazione del mercato.

Il segmento **venture growth** è stato il più resiliente, aumentando la sua quota sul valore complessivo dei deal del 3,8% YoY. La concentrazione dei grandi deal è evidente: il 5% delle operazioni in Europa nel 2024 ha riguardato startup in fase di crescita avanzata.

A livello macroeconomico, il taglio dei tassi da parte della BCE (quattro riduzioni nel 2024) ha favorito una graduale ripresa delle valutazioni e ridotto i costi di finanziamento. Tuttavia, la crescita economica prevista per l'area euro resta modesta, con stime riviste al ribasso all'1,1% per il 2025.²

I tassi di passaggio delle startup dal round seed al Series A variano fortemente per settore e anno. Nel 2022, i tassi di successo medi si sono drasticamente ridotti: solo il 10% delle startup seed è riuscita ad ottenere un round di Series A. Settori tradizionalmente forti come l'AI e il climate tech, che avevano registrato tassi di *graduation* superiori al 40% nel 2018-2019, hanno visto un crollo all'11%. Analogamente, fintech e healthtech hanno registrato rispettivamente solo il 9% e il 12% di *graduation rate*.³

² Pitchbook European Venture Report 2024: <https://pitchbook.com/news/reports/2024-annual-european-venture-report>

³ JP Morgan 2025 Start-up insights: <https://www.jpmorgan.com/content/dam/jpmorgan/documents/cb/insights/banking/commercial-banking/cb-insights-banking-startup-insights-report.pdf>

Tabella 4.1: Tempo mediano per il raggiungimento della maturità (in mesi), divisione per settore

Sector ¹	Median time to graduate (months)				
	2018	2019	2020	2021	2022
Big data	26	25	18	14	17
HealthTech	26	23	21	19	19
AI	28	25	19	16	17
Climate tech	29	23	20	18	21
Life sciences	28	25	17	15	16
SaaS	27	24	17	15	17
All sectors	26	24	17	15	17
Fintech	27	25	17	15	17
E-commerce	27	25	19	15	15

Fonte: JP Morgan, 2025

Dal punto di vista temporale, il "*median time to graduation*" si è stabilizzato attorno ai 17 mesi per la maggior parte dei settori, un dato che riflette sia una maggiore cautela degli investitori sia una crescente richiesta di milestone più concrete prima di procedere con nuovi round di investimento.

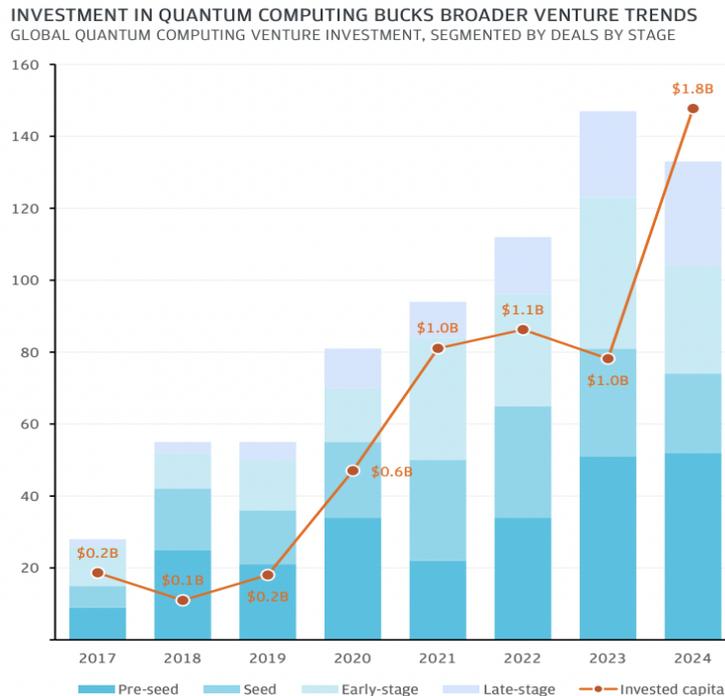
Settori emergenti e megatrend tecnologici

Nonostante la stretta selettività, alcuni megatrend tecnologici continuano a trainare l'attenzione degli investitori:

- **AI e Advanced Computing:** il settore dell'intelligenza artificiale, pur avendo visto una contrazione nei tassi di graduation, rimane uno dei principali motori di innovazione. In particolare, la combinazione di AI con ambiti come supply chain, difesa e salute ha generato nuove applicazioni e modelli di business.

- **Climate Tech:** il climate tech, che aveva raggiunto il 47% di graduation rate nel 2018, continua ad attrarre capitali, specialmente in tecnologie di cattura del carbonio, energia rinnovabile e trasporti elettrici.
- **Defense Tech:** il Dipartimento della Difesa USA ha stanziato 17,2 miliardi di dollari nel 2025 per ricerca e sviluppo in 14 tecnologie critiche, tra cui AI, microelettronica e space tech, favorendo la crescita di startup in settori come l'autonomia dei sistemi e le reti integrate.
- **Quantum Computing:** il quantum computing ha continuato ad attrarre investimenti, raggiungendo 1,8 miliardi di dollari nel 2024. Gli Stati Uniti guidano la scena globale con il 28% delle startup in questo settore.⁴

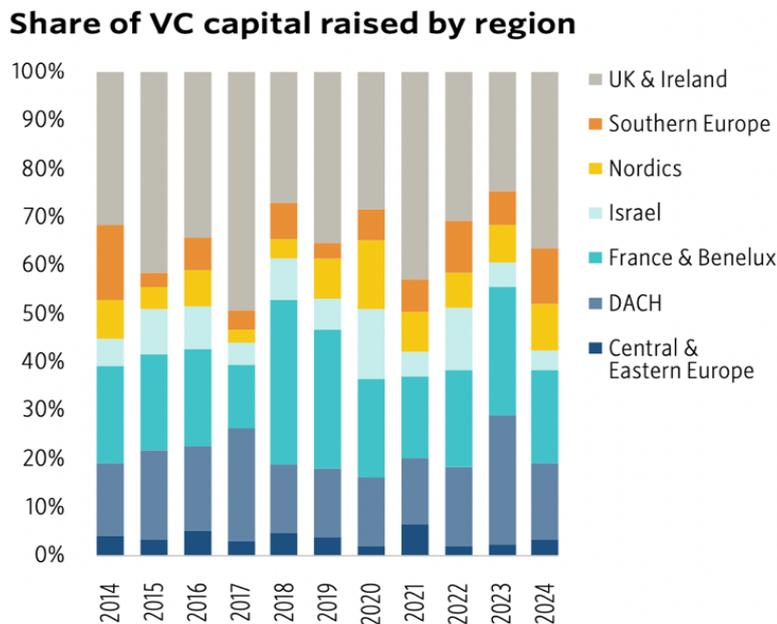
Grafico 4.2: Investimenti in Quantum computing divisi per deal by stage



Fonte: JP Morgan, 2025

⁴ JP Morgan 2025 Start-up insights:
<https://www.jpmorgan.com/content/dam/jpmorgan/documents/cb/insights/banking/commercial-banking/cb-insights-banking-startup-insights-report.pdf>

Grafico 4.3: distribuzione del capitale di venture capital raccolto per area geografica



Source: PitchBook • Geography: Europe • As of 31 December 2024

Fonte: Pitchbook, 2025

La crescente specializzazione settoriale e l'attenzione a tecnologie disruptive come quantum computing, AI affidabile, tecnologie per la sostenibilità e automazione della logistica suggeriscono che il futuro delle startup sarà sempre più legato alla **capacità di operare su nicchie ad alta complessità tecnologica e forte domanda infrastrutturale.**

Tendenze di uscita e fundraising

Il 2024 è stato anche l'anno della ripresa delle exit: il valore complessivo delle operazioni di uscita è aumentato del 23,7% YoY trainato da mega-exit nei settori AI, life sciences e SaaS.

Sul fronte del fundraising, i fondi europei hanno raccolto 20,5 miliardi di euro, sostanzialmente in linea con il 2023. Tuttavia, si segnala un aumento della dimensione media dei fondi, arrivata a 71,3 milioni di euro, il valore più alto mai

registrato. I megafondi hanno avuto un peso crescente, soprattutto nel Regno Unito, che ha rappresentato il 36,6% del capitale raccolto in Europa.

Guardando al 2025, si prevede che il calo dei tassi di interesse, l'apertura della finestra IPO e la crescente domanda di soluzioni AI e life sciences continueranno a guidare l'attività di venture in Europa. Tuttavia, la disponibilità di capitali resterà selettiva e premiante verso startup capaci di dimostrare solidità di modello di business, orientamento alla redditività e scalabilità.

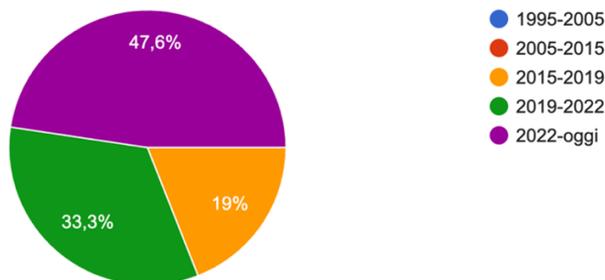
Il venture europeo, pur mantenendo una struttura frammentata rispetto agli Stati Uniti, mostra segnali concreti di maturazione, con un focus crescente sui megatrend tecnologici più promettenti per il prossimo decennio.⁵

4.2 Opinioni dei Founder: Risultati della Survey

L'analisi procederà nell'illustrare i risultati ottenuti da una survey alla quale hanno risposto **30 founder di startup** che operano in diversi settori e con start-up da fasi seed a Growth

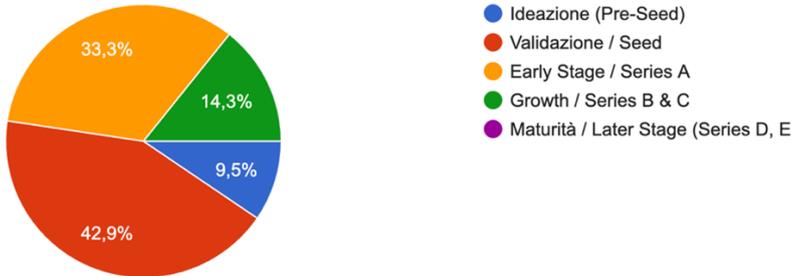
Di seguito vengono illustrate le domande e le risposte più significative che permettono di inquadrare al meglio il contesto.

In che anno è stata fondata la start-up

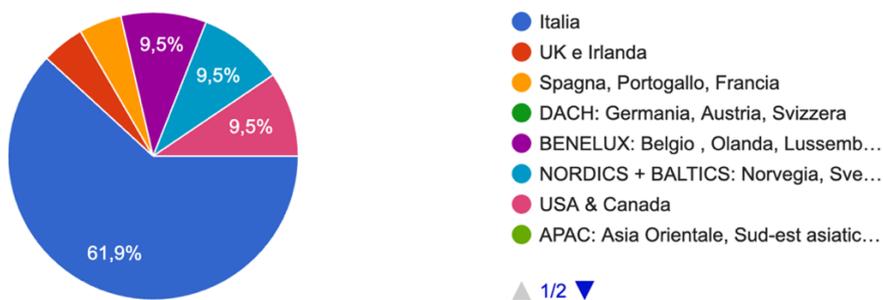


⁵ Pitchbook European Venture Report 2024: <https://pitchbook.com/news/reports/2024-annual-european-venture-report>

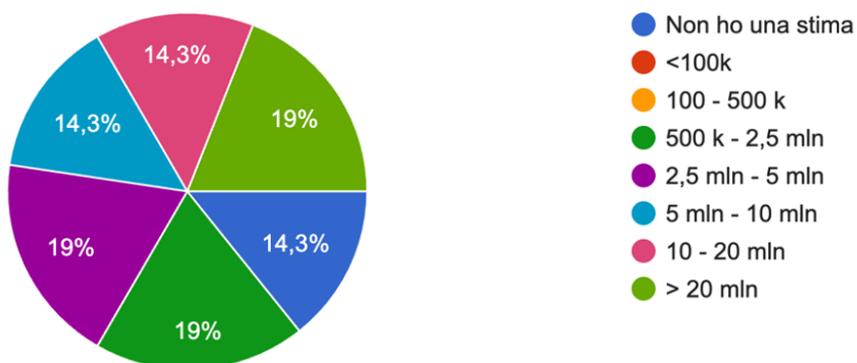
In che fase si trova la start-up



In che paese Opera principalmente



Quale è attualmente la valutazione stimata della startup?



Una volta raccolti una serie di dati e aver fornito una visione generale del contesto, si è deciso di andar più nel dettaglio indirizzando i founder sulle stesse domande ma tracciando quale fosse il modello che li ha supportati e accompagnati nel percorso, i

dati sono stati poi riportati su un documento excel per sintetizzarli e per permettere una lettura e un'analisi chiara.

“In base alla tua esperienza, quali sono i 3 fattori più importanti che un founder dovrebbe considerare nella scelta del modello di supporto?”

	Bootstrapped	Venture Capital	Corporate Venture Capital	Venture Builder
Livello di coinvolgimento strategico del support provider	22,20%	28,60%	100%	100%
Velocità di esecuzione e time-to-market	33,30%	28,60%	100%	100%
Struttura di equity e diluizione iniziale. Condizioni economiche eque e sostenibili per i founder	22,20%	42,90%	50%	100%
Supporto operativo concreto e multidisciplinare. Presenza di team esperti	44,40%	14,30%	50%	100%
Accesso a capitale e fundraising facilitato	44,40%	71,4%	50%	50%
Controllo e autonomia decisionale del founder. Grado di libertà lasciato al founder	77,80%	57,10%	0%	0%
Allineamento degli interessi tra founder e investitori.	33,30%	42,90%	100%	50%
Track record del modello e tasso di successo storico. Performance passate	0%	14,30%	0%	0%
Specializzazione verticale del support provider. Focalizzazione in un settore specifico	33,30%	0%	100%	50%
Attrattività per talenti senior e team di qualità	22,20%	42,90%	50%	0%

“Hai riscontrato limiti o criticità specifiche legate al modello di supporto?”

	Venture Capital	Corporate Venture Capital	Venture Builder
Diluizione eccessiva dell'equity	28,60%	0%	100%
Limitata autonomia decisionale	14,30%	50%	0%
Modello troppo standardizzato	0%	0%	50%
Supporto limitato post spin off-exit	0%	50%	50%
Conflitti tra visione del founder e obiettivi dell'investitore	57,10%	100%	0%
Troppa pressione sui risultati a breve termine	71,40%	0%	0%
Difficoltà nel fundraising successivo	0%	0%	100%
Supporto disomogeneo tra i diversi team	28,60%	100%	0%

“Quali sono stati, secondo te, i maggiori vantaggi del modello di supporto ricevuto?”

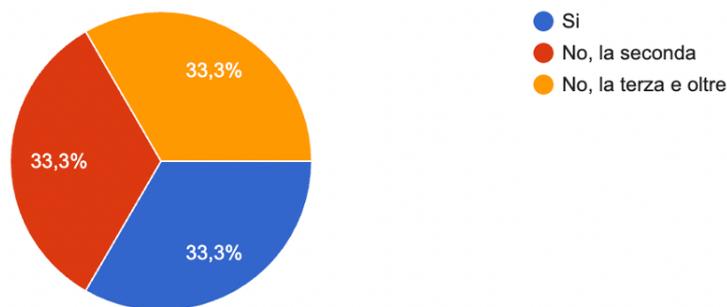
	Venture Capital	Corporate Venture Capital	Venture Builder
Accesso rapido a capitale e network	100%	50%	50%
Supporto operativo e organizzativo concreto	0%	0%	100%
Mentorship e feedback continuo	14,30%	0%	50%
Visione strutturata e metodo	14,30%	0%	100%
Validazione del business model in tempi brevi	0%	0%	50%
Reputazione e credibilità acquisita	28,60%	100%	0%
Espansione internazionale più agevole	57,10%	0%	0%
Allineamento strategico nel lungo termine	0%	50%	0%

Il Venture Builder: la concretezza operativa come pilastro del successo

Dalle risposte alla survey emerge con forte evidenza il **valore riconosciuto dai founder al supporto operativo e metodologico fornito dai Venture Builder**. I dati mostrano che **la totalità dei rispondenti** che hanno usufruito di questo modello riconosce un impatto positivo in aree come:

- Velocità di esecuzione e time-to-market (100%)
- Supporto operativo concreto e multidisciplinare (100%)
- Visione strutturata e metodo (OKR⁶, sprint, checkpoint) (100%)

È la tua prima esperienza come founder?



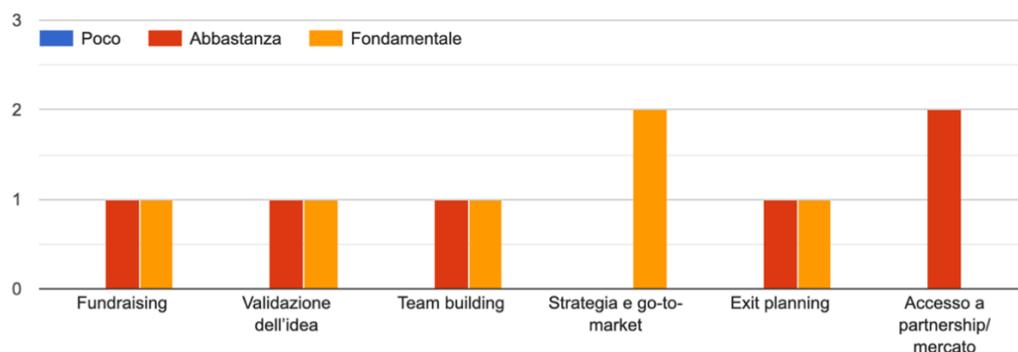
Questi elementi rappresentano **vantaggi chiave per i *first/second-time founder***, che spesso non dispongono di esperienza sufficiente per affrontare l'intero processo di costruzione della startup in autonomia. Il Venture Builder si configura quindi come una "palestra imprenditoriale", in cui la struttura rigida e il supporto multidisciplinare permettono di ridurre drasticamente l'incertezza e lo stress tipico della fase early-stage.

⁶ OKR: Objectives and Key Results

Tuttavia, emerge anche un evidente punto critico: **la diluizione eccessiva dell'equity iniziale**, che in più di un caso è percepita come una zavorra al fundraising successivo rendendo difficile attrarre nuovi investitori. Questo aspetto evidenzia un **paradosso tipico del Venture Builder**: da un lato, il modello accelera e struttura lo sviluppo; dall'altro, limita la capacità dei founder di “negoziare il proprio futuro” in termini di ownership e attrattività equity-based.

È significativo che molti founder abbiano riportato **supporto disomogeneo tra i team interni del Venture Builder**, con un divario tra mentor molto competenti e altri poco coinvolti. Questo suggerisce che, se da un lato la macchina operativa del Venture Builder è potente, dall'altro richiede una **forte attenzione alla qualità delle risorse umane**, altrimenti il rischio è quello di uno standard "copia-incolla" (come percepito da alcuni rispondenti) poco adattabile ai contesti locali o settoriali.

In che misura il modello ha aiutato nei seguenti ambiti?



Il Venture Capital: fundraising e pressione sui risultati come arma a doppio taglio

Il Venture Capital si conferma il **modello più bilanciato** in termini di benefici distribuiti su più aree:

- Accesso al capitale (100%)
- Fundraising facilitato grazie a network consolidati (71,4%)
- Controllo decisionale relativamente alto (57,1%)
- Attrattività per talenti senior (42,9%)

Tuttavia, è anche il modello che porta con sé le tensioni maggiori: **il 71,4% dei founder segnala una pressione eccessiva sui KPI a breve termine e il 57,1% rileva conflitti tra visione del founder e obiettivi del fondo.** Questo dato è cruciale: se il Venture Builder soffre di problemi legati alla diluizione eccessiva dell'equity, il Venture Capital tende a generare frizioni strategiche, soprattutto in termini di orizzonte temporale. L'obiettivo dell'exit in 3–5 anni, tipico dei fondi VC, entra in contrasto con la costruzione di startup con visione a lungo termine.

Queste tensioni sembrano più gestibili da founder esperti, come confermato da un dato rilevante: **nessuno dei founder intervistati che ha ricevuto supporto da VC era alla sua prima esperienza imprenditoriale.**

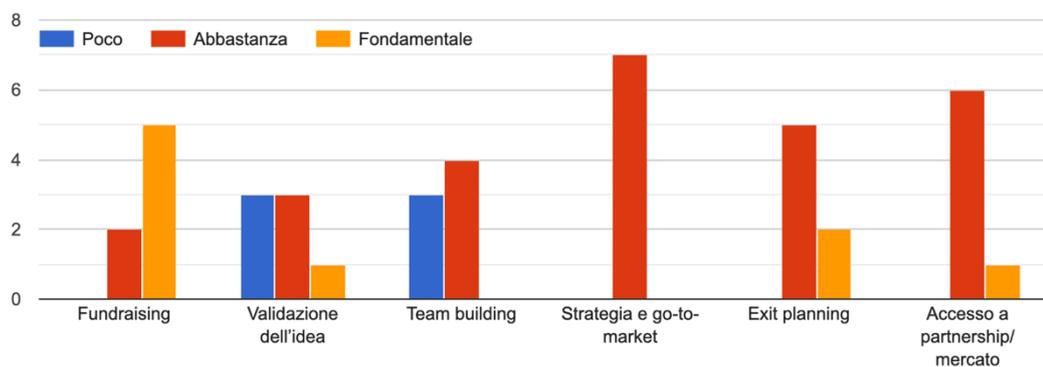
È la tua prima esperienza come founder?



Questo suggerisce che **l'approccio VC non è adatto a profili junior o alle prime armi**, ma richiede competenze di execution consolidate e una certa consapevolezza delle logiche di governance imposte dal capitale esterno.

Un ulteriore punto critico emerso è l'**influenza eccessiva sulla strategia aziendale**, segnalata in più di un caso come **limitazione alla libertà imprenditoriale**. Il rischio è che la startup **perda la propria autenticità** e si adatti eccessivamente alla logica dell'investitore, con effetti negativi sulla cultura aziendale e sulla differenziazione competitiva.

In che misura il modello ha aiutato nei seguenti ambiti?



Il Corporate Venture Capital: sinergie e visione strategica, ma con lentezze operative

Il CVC si conferma il modello che meglio supporta la **creazione di partnership industriali e sinergie di lungo periodo**. I founder riconoscono al CVC un vantaggio competitivo sul piano dell'**accesso a clienti enterprise**, della **credibilità nel mercato** e, in alcuni casi, anche dell'**espansione internazionale**. Tuttavia, è anche il modello percepito come meno flessibile:

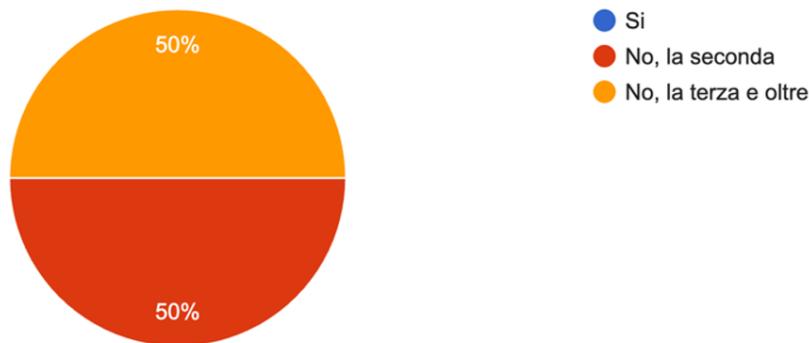
- Il 100% dei founder segnala **conflitti strategici con il corporate sponsor**

Ciò che emerge è che il CVC funziona meglio quando **la startup è già in una fase di consolidamento ed è alla ricerca di sbocchi di mercato o di integrazione industriale**. Inoltre, il CVC è percepito come un supporto “per pochi”, dato che

spesso richiede già un buon posizionamento competitivo da parte della startup per poter accedere al supporto.

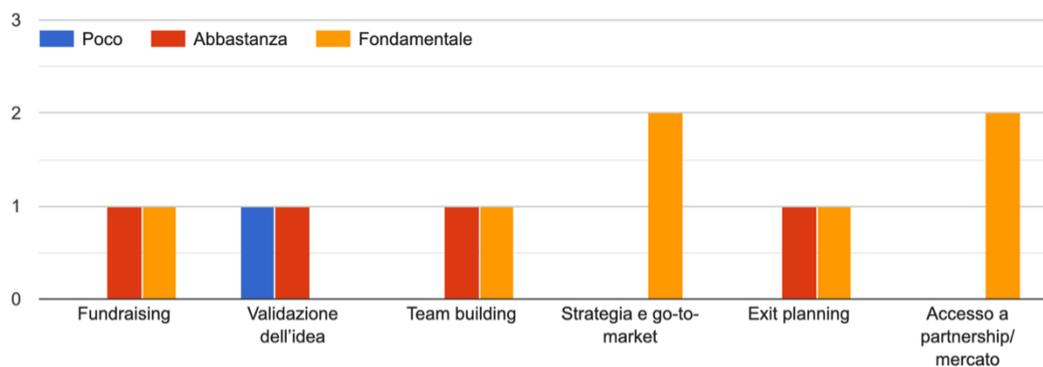
Un elemento importante è che **il CVC non è mai stato scelto come modello da founder alla prima esperienza.**

È la tua prima esperienza come founder?



Ciò rafforza l'idea che il CVC operi come una sorta di *scalatore finale*, utile per consolidare il business e massimizzare sinergie, ma non adatto a fornire l'incubazione iniziale.

In che misura il modello ha aiutato nei seguenti ambiti?



Insight trasversali: founder esperti vs first-time founder

Un elemento molto interessante emerso dalla survey è la netta distinzione tra **founder esperti e founder alle prime armi**.

I founder esperti scelgono/vengono scelti prevalentemente da modelli VC o CVC, perché possono negoziare con maggiore forza e **hanno competenze operative** per gestire in autonomia il business, al contrario I first/second-time founder tendono a preferire/esser scelti **da modelli di VB o il bootstrapping**, poiché mancano delle competenze gestionali e relazionali per interagire con stakeholder esigenti come i VC. Questo dato suggerisce che **la scelta del modello di supporto dipende tanto dal mercato quanto dal profilo imprenditoriale del founder**.

4.3 Mappatura delle exit e stima delle performance, timing e modalità

Tabella 4.4: analisi sui principali player dell'ecosistema italiano

Nome fondo	Categoria	AUM (MLN€)	Numero di start-up in portafoglio	% IRR medio italiano	Capitale medio investito per startup (CIS)	Valore generato medio per start-up dopo 5 anni (MLN€) (VAS)	Valore generato medio per start-up dopo 10 anni (MLN€) (VAS)	Valore totale generato dal modello dopo 5 anni (MLN) (VTM)	Valore totale generato dal modello dopo 10 anni (MLN) (VTM)
P101 SGR	VC	500,00 €	40	19,1%	12,50 €	29,95 €	71,78 €	1.198,20 €	2.871,36 €
Innogest Capital	VC	200,00 €	30	19,1%	6,67 €	15,98 €	38,28 €	479,28 €	1.148,54 €
United Ventures	VC	200,00 €	25	19,1%	8,00 €	19,17 €	45,94 €	479,28 €	1.148,54 €
Indaco VP	VC	350,00 €	30	19,1%	11,67 €	27,96 €	67,00 €	838,74 €	2.009,95 €
360 Capital Partners	VC	500,00 €	60	19,1%	8,33 €	19,97 €	47,86 €	1.198,20 €	2.871,36 €
Vertis SGR	VC	100,00 €	25	19,1%	4,00 €	9,59 €	22,97 €	239,64 €	574,27 €
TIM Ventures	CVC	150,00 €	15	19,1%	10,00 €	23,96 €	57,43 €	359,46 €	861,41 €
Neva SGR	CVC	250,00 €	20	19,1%	12,50 €	29,95 €	71,78 €	599,10 €	1.435,68 €
Eni Next	CVC	300,00 €	15	19,1%	20,00 €	47,93 €	114,85 €	718,92 €	1.722,82 €
Angelini Ventures	CVC	300,00 €	20	19,1%	15,00 €	35,95 €	86,14 €	718,92 €	1.722,82 €
Exor Ventures	CVC	800,00 €	100	19,1%	8,00 €	19,17 €	45,94 €	1.917,12 €	4.594,18 €
e-Novia	VB	40,00 €	30	34,7%	1,33 €	5,92 €	26,27 €	177,56 €	788,16 €
H-Farm	VB	50,00 €	50	34,7%	1,00 €	4,44 €	19,70 €	221,95 €	985,20 €
Mamazen (H1)	VB	7,00 €	8	34,7%	0,88 €	3,88 €	17,24 €	31,07 €	137,93 €

Analisi comparativa delle performance dei modelli di supporto alle startup: VC, CVC e VB

Nel presente lavoro sono stati considerati esclusivamente operatori Venture Capital, Corporate Venture Capital e Venture Builder caratterizzati da un track record di successo. Tra i criteri generali per definire il successo ci baseremo sul superamento

di un *hurdle rate*⁷ minimo dell'8% annuo. Tra i fondi selezionati rientrano, ad esempio, P101 SGR, United Ventures, Indaco VP per il VC, Exor Ventures, Eni Next per il CVC e e-Novia, H-Farm, Mamazen per il Venture Building. Questo filtro ci consente di **effettuare valutazioni comparabili tra modelli, stimando il valore generato dai portafogli e mettendolo in relazione con il numero di startup finanziate.**

Stima proporzionale dell'IRR⁸ dei Venture Builder in Italia

Al fine di ottenere una stima attendibile dell'IRR medio dei Venture Builder italiani, è stata adottata una proporzione tra IRR medio mondiale e IRR italiano nel settore VC, assumendo che la stessa dinamica si applichi al settore VB. I dati di partenza sono:

- IRR medio mondiale per i fondi VC: 33%⁹
- IRR medio italiano per i fondi VC: 19,1%¹⁰
- IRR medio mondiale per i Venture Builder: 60%

Applicando la proporzione:

$$\text{IRR VB Italia} = 60\% \times (19,1\% / 33\%) = 34,7\%$$

Capitale medio investito per startup (CIS)

⁷ tasso minimo di rendimento che un investimento deve garantire per essere considerato accettabile da un investitore o da un fondo

⁸ Internal Rate of Return: Tasso Interno di Rendimento ovvero il rendimento annuo composto atteso da un investimento, tenendo conto dei flussi di cassa futuri

⁹ Max Pog Big Venture Studio Research 2024: <https://inniches.com/big-venture-studio-research>

¹⁰ KPMG Rapporto KPMG & AIFI sui rendimenti dei Private Equity e Venture Capital nel mercato italiano: <https://kpmg.com/it/it/home/media/press-releases/2024/06/private-equity--rendimenti-al-18-2---nel-2023.html>

La prima metrica calcolata è il **capitale medio investito per ciascuna startup (CIS)**, che fornisce un'indicazione del livello di esposizione finanziaria media per singola partecipazione. La formula utilizzata è:

$$CIS = \frac{AUM\ Totale}{Numero\ di\ Startup}$$

Tabella 4.5: analisi sui principali player dell'ecosistema italiano (divisione per categoria)

Categoria	AUM (MLN€)	Numero di start-up in portafoglio	% IRR medio italiano	Capitale medio Investito per startup (CIS)	Valore generato medio per start-up dopo 5 anni (MLN€) (VAS)	Valore generato medio per start-up dopo 10 anni (MLN€) (VAS)	Valore totale generato dal modello dopo 5 anni (MLN) (VTM)	Valore totale generato dal modello dopo 10 anni (MLN) (VTM)
VC	1.850,00 €	210,00	19,1%	51,17 €	122,62 €	293,84 €	4.433,33 €	10.624,03 €
CVC	1.800,00 €	170,00	19,1%	65,50 €	156,96 €	376,15 €	4.313,51 €	10.336,90 €
VB	97,00 €	88,00	34,7%	3,21 €	14,24 €	63,22 €	430,58 €	1.911,29 €

- **Per i Venture Capital (VC):**

$$CIS_{VC} = \frac{1850}{210} = 8,81\ M€$$

- **Per i Corporate Venture Capital (CVC):**

$$CIS_{CVC} = \frac{1800}{170} = 10,59\ M€$$

- **Per i Venture Builder (VB):**

$$CIS_{VB} = \frac{97}{88} = 1,10\ M€$$

Valore medio generato per startup dopo 5 anni (VAS)

Per stimare l'impatto dell'investimento in termini di crescita di valore, si è calcolato il valore medio generato per ciascuna startup (VAS) dopo 5 anni, assumendo che gli IRR si mantengano costanti. La formula adottata è:

$$VAS = CIS \times (1 + IRR)^5$$

Applicando i valori:

$$VAS_{VC} = 8,81 \times (1 + 0,191)^5$$

- **VC:** $VAS_{VC} \approx 8,81 \times 2,336 = 20,57$ Milioni €

$$VAS_{CVC} = 10,59 \times (1 + 0,191)^5$$

- **CVC:** $VAS_{CVC} \approx 10,59 \times 2,336 = 24,73$ Milioni €

$$VAS_{VB} = 1,10 \times (1 + 0,347)^5$$

- **VB:** $VAS_{VB} \approx 1,10 \times 4,165 = 4,58$ Milioni €

Ne risulta che, nonostante l'elevato IRR dei Venture Builder, **il valore assoluto generato** resta contenuto rispetto agli altri modelli, a causa del minor capitale investito per startup.

Valore totale generato dal modello (VTM) dopo 5 e 10 anni

Si procede l'analisi calcolando il valore totale generato dal modello che rappresenta **la proiezione del valore complessivo dell'intero portafoglio dopo 5 e 10 anni**. È stato calcolato mediante:

$$VTM = AUM \times (1 + IRR)^n$$

VC: AUM: 1.850 M€

IRR: 19,1%

$$(1 + IRR)^5 = 2,396$$

$$VTM = 1.850 \times 2,396 = \mathbf{4.433,3 \text{ M€}}$$

CVC AUM: 1.800 M€

IRR: 19,1%

$$(1 + IRR)^5 = 2,396$$

$$VTM = 1.800 \times 2,396 = \mathbf{4.313,5 \text{ M€}}$$

VB AUM: 97 M€

IRR: 34,7%

$$(1 + IRR)^5 = 4,438$$

$$VTM = 97 \times 4,438 = \mathbf{430,6 \text{ M€}}$$

Tabella 4.6: Proiezioni del valore totale generato dal modello dopo 5 e 10 anni (divisione per categoria)

Modello	VTM a 5 anni (M€)	VTM a 10 anni (M€)
VC	4.433,30 €	10.624,00 €
CVC	4.313,50 €	10.336,90 €
VB	430,60 €	1.911,30 €

I modelli VC e CVC, grazie ad un AUM superiore, riescono a generare un valore complessivo significativamente più alto, pur mantenendo un'efficienza minore rispetto ai VB.

Efficienza per euro investito

Infine, si è analizzata l'efficienza complessiva del modello, intesa come ritorno complessivo per ogni euro investito. L'efficienza per euro investito rappresenta il moltiplicatore del capitale iniziale in un determinato orizzonte temporale. È una metrica fondamentale per valutare **quale modello generi il maggior ritorno relativo sul capitale gestito**. La formula utilizzata è:

$$\text{Efficienza} = \text{VTM} / \text{AUM} = (1 + \text{IRR})^n$$

Dove:

- **VTM** è il valore totale generato dal modello dopo un certo numero di anni
- **AUM** è il capitale complessivamente gestito
- **n** è il numero di anni considerato (in questo caso 5 e 10 anni)

Tabella 4.7: Ritorno per capitale investito

5 anni:	10 anni:
VC:	
IRR = 19,1%	
$(1 + \text{IRR})^5 = (1 + 0,191)^5 = 2,396$	$(1 + 0,191)^{10} = 5,74$
Efficienza = $4.433,3 / 1.850 = 2,40x$	Efficienza = $10.624 / 1.850 = 5,74x$
CVC:	
IRR = 19,1%	
$(1 + \text{IRR})^5 = 2,396$	$(1 + 0,191)^{10} = 5,74$
Efficienza = $4.313,5 / 1.800 = 2,40x$	Efficienza = $10.336,9 / 1.800 = 5,74x$
VB:	
IRR = 34,7%	
$(1 + \text{IRR})^5 = 4,438$	$(1 + 0,347)^{10} = 19,71$
Efficienza = $430,6 / 97 = 4,44x$	Efficienza = $1.911,3 / 97 = 19,71x$

4.3.1 I Venture Builder e le strategie di disinvestimento: Spin-off, Sell off e Equity Carve out

Il disinvestimento, nel contesto dei Venture Builder, non rappresenta solo una fase conclusiva del ciclo di vita di una startup, ma è anche un momento cruciale per la creazione di valore. Le modalità di uscita devono essere pensate non solo in funzione del ritorno finanziario, ma anche dell'impatto sull'ecosistema imprenditoriale costruito.

Il modello di disinvestimento di un Venture Builder può includere diverse opzioni, ciascuna con peculiarità specifiche:

1. **Spin-off:** Tra le modalità più frequenti vi è lo spin-off, ovvero la creazione di una nuova entità giuridica autonoma a partire da un progetto interno. Questo approccio permette di valorizzare tecnologie o business model nati all'interno del builder, consentendo alla startup di attrarre capitali esterni e di costruire una governance autonoma.

Il processo di spin-off è caratterizzato da una fase di incubazione interna, seguita dalla costituzione di una nuova società, alla quale vengono trasferiti asset, tecnologie, know-how e risorse umane. Il Venture Builder può mantenere una partecipazione azionaria nella nuova entità, favorendo una continuità strategica e beneficiando dell'eventuale rivalutazione futura. Questo modello è particolarmente efficace quando l'obiettivo è stimolare l'autonomia imprenditoriale del team fondatore e posizionare la startup per future operazioni di raccolta capitali o exit.

2. **Equity Carve-Out (IPO/Cessione parziale)** Nel caso in cui la startup abbia raggiunto una significativa maturità e visibilità sul mercato, una modalità di uscita è rappresentata dall'Equity Carve-Out, ovvero l'offerta pubblica iniziale di una parte minoritaria del capitale. Questo tipo di operazione consente di raccogliere risorse

finanziarie per la crescita mantenendo il controllo dell'azienda ed è utile anche per valorizzare l'intero portafoglio del Venture Builder.

In pratica, la casa madre (il VB) conferisce una parte del capitale della controllata (la startup) in una società veicolo che viene quotata in borsa. La società builder può decidere di collocare sul mercato solo una quota limitata (tipicamente inferiore al 20%) per testare l'interesse degli investitori e creare un **benchmark di valutazione**. In seguito, potrà procedere a ulteriori dismissioni o a un eventuale spin-off completo. L'Equity Carve-Out offre vantaggi in termini di visibilità, accesso ai mercati dei capitali e attrazione di nuovi stakeholder, mantenendo al contempo un forte controllo sulla governance societaria.

3. M&A e Corporate Sell-Off Una delle vie più comuni di disinvestimento consiste nella vendita della startup ad una grande azienda. In questo scenario, il builder monetizza il valore creato cedendo la partecipazione ad una corporate che intende integrare le competenze, tecnologie o mercati della startup.

Le motivazioni per una corporate possono includere sinergie di costo (es. ottimizzazione della supply chain), time-to-market più rapidi per l'introduzione di innovazioni, accesso a talenti e know-how specifici, oppure l'espansione in nuovi mercati. L'operazione di sell-off può avvenire tramite trattativa privata o attraverso processi strutturati.

Dal punto di vista del Venture Builder, l'M&A rappresenta una delle soluzioni più attrattive in termini di ritorno sull'investimento, soprattutto se la startup ha sviluppato una tecnologia proprietaria o ha validato un business model scalabile. Inoltre, le operazioni M&A permettono di consolidare la reputazione del builder, aumentandone la capacità di attrarre nuovi progetti e talenti.

4. **Management Buyout (MBO)** Una ulteriore opzione è rappresentata dal management buyout, dove il team imprenditoriale interno (spesso composto dai founder stessi) acquista la quota del Venture Builder, talvolta con il supporto di investitori finanziari. Questa modalità garantisce continuità gestionale e può essere preferita in contesti dove l'allineamento valoriale è particolarmente rilevante.

Per un Venture Builder, la scelta della modalità di disinvestimento deve essere coerente con la strategia complessiva dell'organizzazione e con gli obiettivi di medio-lungo termine. La priorità non è solo economica, ma anche reputazionale e relazionale, un disinvestimento efficace rafforza la credibilità del builder verso nuovi founder, investitori e partner.

Inoltre, è essenziale sviluppare ex ante una exit strategy per ciascun progetto incubato, stabilendo criteri di maturità, readiness al mercato e metriche di valutazione. In questo senso, l'adozione di strumenti di monitoraggio e governance solida fin dalle prime fasi consente al Venture Builder di massimizzare il valore alla fase di uscita e di facilitare l'interesse di potenziali acquirenti o investitori di follow-on.

Il disinvestimento, lungi dall'essere una mera fase conclusiva, è dunque parte integrante della strategia di crescita dei Venture Builder, e il suo successo determina la sostenibilità e la capacità di attrarre nuovi progetti e talenti imprenditoriali.

4.3.2 I Venture Capital: Metodi di Valutazione Finanziaria e delle Strategie

Di seguito analizzeranno due dimensioni cardine nel rapporto tra venture capitalist e startup: da un lato, **i metodi di valutazione e il processo di due diligence** adottati dagli investitori per selezionare le opportunità; dall'altro, **le strategie che le startup devono mettere in campo per massimizzare il proprio valore nel tempo.**

Il Processo di Valutazione e Due Diligence nel Venture Capital

Valutare una startup non equivale a valutarne semplicemente il patrimonio o i ricavi attuali. Al contrario, l'essenza dell'investimento in capitale di rischio risiede nella capacità di anticipare e scommettere sul potenziale futuro di crescita e di scalabilità del business. In tal senso, i metodi di valutazione applicati dai venture capitalist devono necessariamente adattarsi all'alta incertezza, alla scarsità di dati storici affidabili e alla presenza di intangibili critici come la qualità del team o la novità della tecnologia.

Uno dei metodi più emblematici è il cosiddetto *Venture Capital Method* (VCM).

Questo approccio si fonda su una *logica backward*: il punto di partenza è la stima del valore atteso dell'impresa al momento dell'exit (che può essere una quotazione in borsa o l'acquisizione da parte di un incumbent), tipicamente tra 5 e 7 anni dopo l'investimento. Questo *terminal value*¹¹ viene scontato a un tasso di rendimento molto elevato, tra il 30% e l'80%, per riflettere il rischio specifico del settore e dello stadio di sviluppo della startup. La *valutazione pre-money*¹² dell'impresa è quindi data dalla sottrazione dell'ammontare investito dal valore post-money ottenuto dal calcolo.

1. Data di exit: si stima quando il VC uscirà dall'investimento (tipicamente tra 4 e 7 anni).

2. Flussi di cassa: si prevede il cash flow per gli azionisti (EFCF), spesso inizialmente negativo.

3. Terminal value: si calcola usando un multiplo su EBIT/EBITDA o utile netto al termine dell'orizzonte.

¹¹ valore finale di una start-up o di un progetto al termine del periodo di proiezione, viene usato nelle valutazioni finanziarie per stimare quanto varrà oltre l'orizzonte temporale previsto

¹² valutazione di una startup prima dell'ingresso di nuovi capitali da parte di investitori

4. Tasso di sconto: elevato (30–80%), per riflettere rischi e illiquidità tipici delle startup.

5. Attualizzazione: si attualizzano flussi e terminal value per ottenere la valutazione pre-money.

6. Quota del VC: si determina il valore post-money sommando l'investimento del VC alla valutazione pre-money.

Il Venture Capital Method (VCM) ¹³

Il VCM si basa su un approccio retroattivo: si parte dalla stima del valore che la startup potrà raggiungere al momento dell'exit (IPO o acquisizione) e si attualizza tale valore al presente, tenendo conto del ritorno atteso dell'investitore.

$$\text{Post-money valuation} = \frac{\text{Terminal Value}}{\text{ROI}}$$

$$\text{Pre-money valuation} = \text{Post-money valuation} - \text{Investment}$$

$$\text{VC Ownership} = \frac{\text{Investment}}{\text{Post-money valuation}}$$

Calcolo del Terminal Value: Il terminal value (TV) rappresenta il valore atteso della startup al momento dell'exit e può essere calcolato in due modi principali:

Metodo dei Multipli: $TV = \text{EBITDA}_{\text{exit}} \times \text{Multiplo}$ oppure $TV = \text{Ricavi}_{\text{exit}} \times \text{Multiplo}$

Il multiplo è generalmente derivato da transazioni comparabili o aziende quotate simili.

Metodo della crescita perpetua: $TV = \frac{FCF_{n+1}}{r-g}$

Dove FCF_{n+1} è il flusso di cassa previsto per l'anno successivo all'orizzonte esplicito di valutazione, r è il tasso di sconto, e g il tasso di crescita atteso a regime.

¹³ LSE (The London School of Economics): [Valuation VC Edition](#)

Esempio pratico con Metodo dei Multipli: Supponiamo che una startup preveda un EBITDA di 4 milioni al quinto anno. Il multiplo di settore è 5x.

$$TV = 4.000.000 \times 5 = 20.000.000$$

Il VC richiede un ROI di 10x: $\text{Post-money valuation} = \frac{20.000.000}{10} = 2.000.000$

Se l'investimento è 500.000 euro: Pre-Money Valuation: $2.000.000 - 500.000 = 1.500.000$
Ownership = $500.000 / 2.000.000 = 25\%$

Un'alternativa parzialmente più tradizionale, ma ancora utilizzata soprattutto in fase di growth o per imprese che generano flussi di cassa prevedibili, è il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF), declinato però con opportune correzioni per tenere conto del rischio. In particolare, si ricorre a tassi di sconto sensibilmente più alti del *WACC*¹⁴ standard, e si fa attenzione a includere scenari prudenziali nell'elaborazione dei piani industriali.

Il metodo del Discounted Cash Flow (DCF)

Il DCF rappresenta un approccio più tradizionale e si basa sulla proiezione dei flussi di cassa futuri attesi, che vengono scontati a un tasso che riflette il rischio dell'investimento. Questo metodo è usato soprattutto per startup in fase di crescita che iniziano a generare flussi di cassa prevedibili.

$$\text{Enterprise Value}^{15} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^n}$$

$$\text{Calcolo del Terminal Value nel DCF: } TV = \frac{FCF_{n+1}}{r-g} \quad 16$$

¹⁴ tasso medio ponderato che un'azienda paga per finanziare le proprie attività

¹⁵ valore complessivo di un'azienda, che tiene conto non solo del capitale proprio (equity), ma anche del debito netto

¹⁶ Private Company Valuation (Aswath Damodaran) NYU Stern:
<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/ovhds/inv2E/PvtFirm.pdf>

Esempio: Supponiamo che una startup generi FCF di 200.000 euro all'anno per 5 anni e un FCF previsto per il sesto anno pari a 220.000 euro, con un tasso di sconto (r) del 30% e tasso di crescita (g) del 5%

$$TV = \frac{220.000}{0,30-0,05} = 880.000$$

$$EV = \sum_{t=1}^5 \frac{200.000}{(1+0,30)^t} + \frac{880.000}{(1+0,30)^5} \approx 577.000 \text{ euro}$$

Accanto a questi approcci quantitativi, trovano applicazione anche **metodi più qualitativi** e basati su benchmark, come lo *Scorecard Method* o il *Risk Factor Summation Method*.

Scorecard Method

Lo Scorecard Method confronta la startup target con una media di riferimento di startup simili, modificando la valutazione base in base a criteri ponderati.

Esempio: Valutazione media di mercato: 1.000.000 euro

Ponderazione e performance:

- Team: 30% → eccellente (1,2)
- Prodotto: 25% → buono (1,1)
- Mercato: 20% → medio (1,0)
- Competizione: 10% → debole (0,8)
- Stage e traction: 15% → buono (1,1)

Descrizione del punteggio:

> **1.0** La startup è **sopra la media** nel criterio considerato

= **1.0** La startup è **in linea con la media**

< **1.0** La startup è **sotto la media**

Punteggio medio ponderato = $0,3*1,2+0,25*1,1+0,2*1,0+0,1*0,8+0,15*1,1= 1,07$

Valutazione Finale = $1.000.000*1,07 = 1.070.000$

Risk Factor Summation Method

Questo metodo parte da una valutazione media e somma/sottrae un valore in base ai rischi percepiti. I fattori di rischio possono includere tecnologia, concorrenza, team, capitale, marketing, legale, etc.

Esempio: Valutazione iniziale: 1.000.000 euro

- Team: +\$100.000 (molto forte)
- Tecnologia: +\$50.000 (innovativa)
- Concorrenza: -\$100.000 (mercato affollato)
- Legale/IP: -\$50.000 (brevettabilità dubbia)

Valutazione Finale: $1.000.000+100.000+50.000-100.000-50.000= 1.000.000$

Tali metodologie, spesso adottate nella **fase seed**, consentono di stimare una valutazione iniziale a partire da elementi come la **composizione del team**, il livello di innovazione del prodotto, la dimensione del mercato potenziale o i rischi percepiti. In alcuni casi, si utilizzano multipli derivati da transazioni comparabili o da aziende quotate simili, adattati però alla specificità della startup.

A monte del processo valutativo, il venture capitalist avvia una fase rigorosa di *due diligence*, articolata in dimensioni complementari. La due diligence strategica analizza la coerenza tra il modello di business proposto, la struttura del mercato target e la sostenibilità del vantaggio competitivo. Il product-market fit, ovvero il grado di aderenza tra la proposta di valore della startup e i bisogni concreti dei clienti, rappresenta uno dei principali indicatori considerati.

In parallelo, la due diligence organizzativa si concentra sulla composizione del team, valutando non solo le competenze tecniche, ma anche l'allineamento tra i fondatori, la capacità di leadership e il commitment nel medio-lungo termine. La mancanza di

ruoli chiave o la presenza di conflitti latenti tra co-founder possono rappresentare cause di esclusione dall'investimento.

Segue poi la due diligence legale e finanziaria, con la verifica della titolarità della proprietà intellettuale, l'analisi del cap table e delle clausole statutarie, la ricostruzione della struttura dei costi e dei flussi finanziari e la valutazione della *burn rate*¹⁷ e del *cash runway*¹⁸. In tal senso, anche se la startup non ha ancora bilanci consolidati, viene richiesto un minimo di struttura amministrativa e trasparenza informativa.

Nel caso di startup ad alto contenuto tecnologico, la due diligence può includere anche una dimensione tecnica, con assessment su software, algoritmi, scalabilità dell'infrastruttura o robustezza dell'hardware sviluppato. Il processo di valutazione è un esercizio olistico e iterativo, che combina metodi quantitativi e qualitativi, e che mira a ridurre l'asimmetria informativa tra imprenditore e investitore.

Strategie delle Startup per la Crescita del Valore

Per risultare attrattive agli occhi di un investitore in capitale di rischio, le startup devono saper articolare una strategia di crescita coerente, credibile e adattiva. È essenziale considerare come ogni decisione aziendale abbia un impatto prospettico sulla generazione di valore e sulla percezione dello stesso da parte del mercato e degli investitori.

Un primo pilastro strategico risiede nella definizione di un modello di business scalabile, che consenta di trasformare un input incrementale (capitale, lavoro, marketing) in output esponenziali (clienti, ricavi, marginalità). I modelli SaaS, le

¹⁷ velocità con cui una startup consuma liquidità ogni mese

¹⁸ quanti mesi di operatività restano prima che la cassa si esaurisca, dati i soldi attualmente disponibili e il burn rate

piattaforme digitali e le soluzioni B2B ricorrenti sono esempi di architetture di business che meglio si prestano a questo tipo di scalabilità. L'adozione di strategie "asset-light" consente inoltre di ridurre la struttura fissa e aumentare la flessibilità operativa, elemento molto apprezzato dai VC.

In secondo luogo, è cruciale dimostrare traction. Questo termine, spesso abusato, indica in realtà la presenza di metriche concrete e validate dal mercato che attestano la bontà dell'intuizione imprenditoriale. Tra le metriche più utilizzate troviamo: il tasso di crescita utenti, il livello di retention, il customer acquisition cost (CAC), il valore del ciclo di vita del cliente (CLTV) e la quota di mercato potenziale già acquisita. La presenza di partnership strategiche, prime vendite significative o feedback strutturati da parte degli utenti rappresentano elementi differenzianti.

La terza dimensione riguarda il **posizionamento competitivo**. In un contesto in cui l'imitabilità dei prodotti è elevata, la capacità di costruire vantaggi competitivi sostenibili nel tempo fa la differenza. Tali vantaggi possono derivare da barriere tecnologiche (IP brevettato), effetti di rete (network effects), ecosistemi chiusi (lock-in) o **economie di apprendimento** (learning curve). Inoltre, un posizionamento distintivo sul piano della brand identity o della user experience può rafforzare ulteriormente il profilo competitivo della startup. La struttura organizzativa e la governance rappresentano un ulteriore ambito strategico. I fondi di investimento preferiscono **team ben bilanciati**, con una chiara ripartizione dei ruoli e responsabili del prodotto e del mercato. Un *cap table*¹⁹ pulito, senza eccessiva diluizione o situazioni opache legate a equity passate, facilita l'ingresso di nuovi investitori e migliora la leggibilità finanziaria della startup. È altresì importante costruire fin da

¹⁹ composizione della proprietà di una startup o azienda

subito una cultura aziendale orientata alla trasparenza, alla rendicontazione e alla misurazione dei risultati.

Infine, le startup più avanzate sul piano strategico stanno integrando nelle proprie metriche anche parametri ESG (Environmental, Social, Governance), in risposta a una crescente sensibilità degli investitori verso modelli di business sostenibili. L'adozione di pratiche responsabili in termini di impatto ambientale, parità di genere, inclusione e governance etica non solo migliora la reputazione della startup, ma può aprire l'accesso a fondi specifici e agevolazioni pubbliche.

La creazione di valore in una startup non è frutto del caso, ma della sistematica implementazione di strategie fondate su ipotesi validate, misurabili e adattabili. La combinazione di visione imprenditoriale, **execution rigorosa** e allineamento con le aspettative degli investitori rappresenta la chiave per attrarre investimenti e sostenere un percorso di crescita credibile nel tempo.

4.3.3 I Corporate Venture Capital e l'importanza delle sinergie

Come già dimostrato, il valore distintivo dei CVC si manifesta soprattutto nella possibilità di attivare sinergie strategiche e operative tra la corporate e la startup partecipata. Tali sinergie possono costituire un fattore critico di successo sia per l'impresa madre sia per la startup, accelerandone la crescita, migliorandone l'efficienza operativa e favorendo l'accesso a nuove risorse e mercati.

La letteratura manageriale individua diverse tipologie di sinergie, fra cui le sinergie di vendita (condivisione di canali distributivi e strumenti promozionali), le sinergie operative (ottimizzazione dell'utilizzo di personale, know-how o input produttivi comuni), le sinergie da investimento (utilizzo congiunto di impianti o infrastrutture)

e le sinergie manageriali (condivisione di competenze gestionali e strategiche). I CVC, grazie alla vicinanza con la casa madre, sono in grado di attivare tutte queste forme di sinergia con una rapidità e un'intensità difficilmente replicabili da altri modelli di supporto.

Dal punto di vista della corporate, la partecipazione in startup permette di acquisire *know-how*²⁰ tecnologico, esplorare nuovi mercati e migliorare l'agilità organizzativa.

Le startup, a loro volta, possono beneficiare di asset infrastrutturali, visibilità commerciale e credibilità derivante dall'associazione con un brand affermato.

Esempi concreti aiutano a comprendere il potenziale trasformativo delle sinergie generate dai CVC.

Uno dei primi esempi di sinergie è rappresentato dall'investimento di **BMW i Ventures** (CVC dell'omonima casa automobilistica) nella startup ChargePoint²¹, specializzata in stazioni di ricarica per veicoli elettrici. In questo caso, la sinergia ha avuto natura strategico-commerciale (**sinergia da ricavo**), ChargePoint ha potuto accedere ai canali distributivi e all'ecosistema di partner di BMW, ampliando significativamente la propria base clienti e rafforzando la propria posizione sul mercato. Allo stesso tempo, BMW ha accelerato la transizione verso una mobilità elettrica più diffusa, integrando le soluzioni ChargePoint nei suoi modelli elettrici.

Un altro esempio di Sinergia (in questo caso **di Costo**) e innovazione industriale, è la recente mossa di **ABB nell'acquisizione di Coolbrook**²²

²⁰ insieme di competenze tecniche, operative e organizzative acquisite attraverso l'esperienza, che consentono di svolgere attività complesse in modo efficace

²¹ Corporate Venture Capital 101: <https://umbertoliaci.substack.com/p/bmw-i-ventures-come-guidare-linnovazione>

²² The Wall street Journal "ABB's Divisions Are Also Startup Investors" https://www.wsj.com/articles/abbs-divisions-are-also-startup-investors-ea6f3fba?mod=Searchresults_pos1&page=1

ABB, multinazionale svizzero-svedese specializzata in tecnologie per l'energia e l'automazione, ha adottato un approccio decentralizzato agli investimenti in startup, permettendo a ciascuna delle sue 19 divisioni di investire direttamente in aziende emergenti. Un esempio significativo è l'investimento nella startup finlandese Coolbrook, che sviluppa macchine elettriche per processi industriali ad alta temperatura, come la produzione di acciaio e la cracking del vapore.

La sinergia tra ABB e Coolbrook ha permesso di combinare le macchine elettriche innovative di Coolbrook con i motori, l'elettronica di potenza e i sistemi di automazione di ABB. Questa collaborazione ha portato a una riduzione significativa dei costi energetici e delle emissioni di CO₂ nei processi industriali ad alta intensità energetica, rappresentando una sinergia di costo e un passo avanti verso la sostenibilità industriale.

4.4 I Driver di successo e l'analisi di regressione

Nel contesto dinamico e sempre più competitivo dell'innovazione imprenditoriale, le modalità attraverso cui ciascuno di questi modelli contribuisce al successo di una startup dipendono da specifici driver, che si riflettono nei dati emersi dall'analisi teorica e dalla survey qualitativa condotta con i fondatori.

Per quanto riguarda il **Venture Capital**, i principali fattori di successo risiedono nella **combinazione tra esperienza degli investitori e capacità di offrire una quantità capitale superiore alla media**. Inoltre, dall'indagine risulta evidente come i founder apprezzino in modo particolare i fondi specializzati verticalmente, in grado di fornire una **comprensione più profonda del settore** in cui operano e supporto mirato nella definizione delle strategie di sviluppo. Infine, la costruzione di una solida reputazione

nel tempo permette ai fondi più riconosciuti di attrarre i migliori team imprenditoriali, innescando un circolo virtuoso che alimenta ulteriormente il loro successo.

Nel caso del **Corporate Venture Capital**, il driver principale è rappresentato **dall'allineamento strategico tra la startup target e gli obiettivi industriali della corporate madre**. Il CVC può generare valore non solo in termini finanziari, ma anche strategici, agevolando l'accesso a risorse chiave come infrastrutture, brevetti, dati e reti commerciali. Tuttavia, come emerso dalle analisi, questi benefici si manifestano in modo significativo solo quando il CVC opera con un elevato grado di autonomia gestionale rispetto alla struttura corporate tradizionale. I modelli più efficaci sono infatti quelli in cui il team del CVC è composto da professionisti con esperienza in venture capital e capacità decisionale indipendente, pur mantenendo un allineamento con la visione industriale del gruppo. Un altro elemento chiave è la pazienza finanziaria: a differenza dei VC tradizionali, i CVC possono tollerare orizzonti temporali leggermente più lunghi, privilegiando talvolta ritorni di tipo strategico (come l'innovazione interna o l'acquisizione mirata) rispetto al semplice IRR.

Infine, il **Venture Builder** si distingue per un approccio radicalmente diverso, incentrato sulla creazione endogena di startup a partire da idee interne o da sfide di mercato identificate ex ante. Il driver centrale di successo in questo modello è rappresentato dalla **capacità di strutturare un processo sistematico di validazione**, incubazione e scaling, riducendo sensibilmente i rischi connessi alla fase iniziale dell'impresa. Come evidenziato nei dati empirici, il VB è particolarmente apprezzato per il supporto operativo continuo che fornisce ai founder: dall'accesso a team legali e marketing già consolidati, fino al supporto nella costruzione del prodotto e nella

ricerca di partner strategici. In particolare, per profili imprenditoriali alla prima esperienza o privi di capitale iniziale, il Venture Builder rappresenta un acceleratore di competenze e di opportunità. **La rapidità nell'execution** e la capacità di lanciare più progetti in parallelo costituiscono, elementi distintivi che ne alimentano l'efficacia nei contesti ad alta intensità di innovazione.

Modello

Punti di forza

VC	<ul style="list-style-type: none">- Maggiore capacità di attrarre fondatori seriali ed esperti- Più flessibilità nei diversi settori- Forte focus sulla scalabilità e sulla massimizzazione del ritorno finanziario
CVC	<ul style="list-style-type: none">- Accesso a risorse aziendali strategiche- Più pazienza nel ciclo di ritorno- Possibilità di exit "in-house" (acquisizione diretta)- Riduzione del fallimento nelle fasi early-stage
VB	<ul style="list-style-type: none">- Forte assistenza operativa- Modello ideale per founder senza capitale iniziale o con profilo tecnico non manageriale

Analisi di Regressione

Per rendere i dati qualitativi analizzabili in una regressione, si sono trasformate alcune caratteristiche dei modelli di supporto in variabili binarie: questo significa che sono stati assegnati il **valore 1** se la caratteristica è **presente**, **0** se è **assente**. In questo modo, con il supporto del programma Excel si possono trattare i concetti come numeri, e capire se una caratteristica influenza o meno il valore generato dalle startup.

L'obiettivo di questa sezione è analizzare, in chiave quantitativa, se e in che misura alcune caratteristiche dei modelli di supporto alle startup (Venture Capital, Corporate Venture Capital e Venture Builder) possano influenzare la capacità delle stesse di generare valore nel lungo periodo. A tale scopo, si è scelto di utilizzare come **variabile dipendente il valore generato medio per startup dopo 10 anni (VAS**

10Y), stimato sulla base di dati disponibili relativi all'AUM dei fondi, al numero di startup in portafoglio e all'IRR medio.

I dati sono stati raccolti da fonti pubbliche e integrati con stime coerenti di capitale medio investito (CIS) e valore generato, riferiti a un campione rappresentativo dei tre modelli analizzati. In particolare, sono stati considerati:

- sei fondi di Venture Capital
- cinque Corporate Venture Capital
- tre Venture Builder

Le medie emerse sono le seguenti:

- VC: CIS = €51,17M; VAS 10Y = €293,84M;
- CVC: CIS = €65,50M; VAS 10Y = €376,15M;
- VB: CIS = €3,21M; VAS 10Y = €63,22M.

A queste informazioni quantitative **sono state aggiunte alcune variabili qualitative**, codificate in forma binaria (0/1), derivate dalla **survey somministrata ai founder**. Queste variabili includono: presenza di supporto operativo, livello di diluizione dell'equity, presenza di sinergie industriali con l'investitore, presenza di tensioni strategiche e grado di esperienza del founder. Inoltre, sono state costruite due variabili di interazione: una tra founder inesperto e supporto operativo, l'altra tra sinergia e diluizione.

- Founder Esperto = 0 (è usato anche da founder junior)
- Supporto Operativo = 1 (c'è supporto operativo)
- Tensione Strategica = 0 (non ci sono conflitti)
- Sinergia = 1 (c'è allineamento strategico)
- Diluizione Elevata = 1 (la quota founder si riduce molto)

- FounderJunior_x_Supporto = 1 (fondatore inesperto con supporto)
- Sinergia x Diluizione = 1 (Sinergia con Diluizione)

Variabile	Valore = 1 se...	Valore = 0 se...
FounderEsperto	Il modello è scelto solo da founder con esperienza precedente	È usato anche da founder alla prima esperienza
SupportoOperativo	È previsto un affiancamento operativo strutturato (es. OKR, sprint, team VB)	Non è presente un supporto operativo costante
TensioneStrategica	Ci sono conflitti tra founder e investitore, o pressione sui KPI	La gestione è flessibile e più founder-friendly
Sinergia	Il modello prevede collaborazione strategica o accesso a risorse del partner	Non ci sono sinergie rilevanti
DiluizioneElevata	Il modello comporta alta diluizione dell'equity (es. nei VB)	La diluizione è contenuta o negoziabile
FounderJunior_x_Supporto	Il founder è inesperto e riceve supporto operativo	Qualsiasi altra combinazione
Sinergia_x_Diluizione	C'è sia sinergia che alta diluizione	Una o nessuna delle due condizioni

Data la natura esplorativa dell'indagine e il numero ridotto di osservazioni (3 casi aggregati), ogni regressione ha incluso un massimo di 2 o 3 variabili indipendenti per volta, al fine di evitare l'overfitting²³.

Tabella 4.8: Variabili della prima analisi di regressione

Categoria	VAS 10Y	CIS	Supporto Operativo
VC	293,84	51,17	0
CVC	376,15	65,5	1
VB	63,22	3,21	1

La prima regressione, **costruita su CIS e supporto operativo**, ha mostrato due effetti interessanti. Il primo riguarda il capitale investito: per ogni milione di euro investito,

²³ eccessivo adattamento del modello ai dati disponibili che ne comprometterebbe la capacità di generalizzazione

si genera mediamente un valore di 5 milioni di euro a 10 anni. Il secondo riguarda il supporto operativo strutturato, che risulta incidere positivamente generando in media un aumento di oltre 10 milioni di euro nel valore creato. Questo conferma quanto emerso anche nella parte qualitativa, ovvero **che l'execution e l'affiancamento operativo rappresentano leve chiave per il successo.**

Tabella 4.9: Risultati della prima analisi di regressione

OUTPUT RIEPILOGO								
<i>Statistica della regressione</i>								
R multiplo	1							
R al quadrato	1							
R al quadrato corretto	65535							
Errore standard	0							
Osservazioni	3							
ANALISI VARIANZA								
	<i>gdl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>Significatività F</i>			
Regressione	2	52628,56847	26314,28423	#NUM!	#NUM!			
Residuo	0	0	65535					
Totale	2	52628,56847						
Coefficienti								
	<i>Coefficienti</i>	<i>Errore standard</i>	<i>Stat t</i>	<i>Valore di significatività</i>	<i>Inferiore 95%</i>	<i>Superiore 95%</i>	<i>Inferiore 95,0%</i>	<i>Superiore 95,0%</i>
Intercetta	36,77420934	0	65535	#NUM!	#VALORE!	#VALORE!	36,77420934	36,77420934
CIS	5,023759833	0	65535	#NUM!	5,023759833	5,023759833	5,023759833	5,023759833
Supporto Operativo	10,31952159	0	65535	#NUM!	10,31952159	10,31952159	10,31952159	10,31952159

Una seconda regressione ha analizzato le variabili founder esperto, tensione strategica, sinergia e l'interazione sinergia × diluizione.

Tabella 4.10: Variabili della seconda analisi di regressione

Categoria	VAS 10Y	Founder Esperto	Tensione Strategica	Sinergia	Sinergia x Diluizione
VC	293,84	1	1	0	0
CVC	376,15	1	1	1	0
VB	63,22	0	0	1	1

In questo caso, la sinergia con il support provider ha mostrato un impatto molto positivo (+82 milioni di euro circa), mentre la tensione strategica ha assunto un coefficiente sorprendentemente alto e positivo (+312 milioni). Tale risultato va interpretato con cautela: è possibile che i modelli che generano più tensione (VC e CVC) siano anche quelli che supportano startup già più consolidate e, dunque, già posizionate per generare valore. L'interazione tra sinergia e diluizione non ha invece mostrato effetti significativi.

Tabella 4.11: Risultati della seconda analisi di regressione

OUTPUT RIEPILOGO								
<i>Statistica della regressione</i>								
R multiplo	1							
R al quadrato	1							
R al quadrato corretto	65535							
Errore standard	0							
Osservazioni	3							
<i>ANALISI VARIANZA</i>								
	<i>gdl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>Significatività F</i>			
Regressione	4	52628,56847	13157,14212	#NUM!	#NUM!			
Residuo	0	0	65535					
Totale	4	52628,56847						
	<i>Coefficienti</i>	<i>Errore standard</i>	<i>Stat t</i>	<i>Valore di significatività</i>	<i>Inferiore 95%</i>	<i>Superiore 95%</i>	<i>Inferiore 95,0%</i>	<i>Superiore 95,0%</i>
Intercetta	-19,09	0	65535	#NUM!	#VALORE!	#VALORE!	-19,09	-19,09
Founder Esperto	0	0	65535	#NUM!	0	0	0	0
Tensione Strategica	312,93	0	65535	#NUM!	312,93	312,93	312,93	312,93
Sinergia	82,31	0	65535	#NUM!	82,31	82,31	82,31	82,31
Sinergia x Diluizione	0	0	65535	#NUM!	0	0	0	0

In una terza regressione, è stato confermato il ruolo del supporto operativo (+82 milioni) e della tensione strategica, con risultati in linea con il modello precedente.

Tabella 4.12: Variabili della terza analisi di regressione

Categoria	VAS 10Y	Founder Esperto	Tensione Strategica	Supporto Operativo	Sinergia x Diluizione
VC	293,84	1	1	0	0
CVC	376,15	1	1	1	0
VB	63,22	0	0	1	1

Anche in questo caso, si rafforza l'idea che **l'organizzazione interna del supporto e la pressione esercitata dal fondo possano, paradossalmente, coincidere con contesti ad alto potenziale.**

Tabella 4.13: Risultati della terza analisi di regressione

OUTPUT RIEPILOGO								
<i>Statistica della regressione</i>								
R multiplo	1							
R al quadrato	1							
R al quadrato corretto	65535							
Errore standard	0							
Osservazioni	3							
<i>ANALISI VARIANZA</i>								
	<i>gdl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>Significatività F</i>			
Regressione	4	52628,56847	13157,14212	#NUM!	#NUM!			
Residuo	0	0	65535					
Totale	4	52628,56847						
	<i>Coefficienti</i>	<i>Errore standard</i>	<i>Stat t</i>	<i>Valore di significatività</i>	<i>Inferiore 95%</i>	<i>Superiore 95%</i>	<i>Inferiore 95,0%</i>	<i>Superiore 95,0%</i>
Intercetta	-19,09	0	65535	#NUM!	#VALORE!	#VALORE!	-19,09	-19,09
Founder Esperto	0	0	65535	#NUM!	0	0	0	0
Tensione Strategica	312,93	0	65535	#NUM!	312,93	312,93	312,93	312,93
Supporto Operativo	82,31	0	65535	#NUM!	82,31	82,31	82,31	82,31
Sinergia x Diluizione	0	0	65535	#NUM!	0	0	0	0

La quarta regressione ha considerato CIS, sinergia, diluizione e l'interazione tra founder inesperto e supporto.

Tabella 4.14: Variabili della quarta analisi di regressione

Categoria	VAS 10Y	Diluizione	Sinergia	CIS	Founder Junior x Supporto
VC	293,84	0	0	51,17	0
CVC	376,15	0	1	65,5	0
VB	63,22	1	1	3,21	1

I risultati hanno nuovamente evidenziato l'importanza di **CIS e sinergia**, mentre l'interazione tra founder junior e supporto operativo non ha mostrato effetti significativi, forse a causa del numero limitato di osservazioni.

Tabella 4.15: Risultati della quarta analisi di regressione

OUTPUT RIEPILOGO									
Statistica della regressione									
R multiplo	1								
R al quadrato	1								
R al quadrato corretto	65535								
Errore standard	0								
Osservazioni	3								
ANALISI VARIANZA									
	<i>gdl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>Significatività F</i>				
Regressione	4	52628,56847	13157,14212	#NUM!	#NUM!				
Residuo	0	0	65535						
Totale	4	52628,56847							
	<i>Coefficienti</i>	<i>Errore standard</i>	<i>Stat t</i>	<i>Valore di significatività</i>	<i>Inferiore 95%</i>	<i>Superiore 95%</i>	<i>Inferiore 95,0%</i>	<i>Superiore 95,0%</i>	
Intercetta	36,77420934	0	65535	#NUM!	#VALORE!	#VALORE!	36,77420934	36,77420934	
Diluizione	0	0	65535	#NUM!	0	0	0	0	
Sinergia	10,31952159	0	65535	#NUM!	10,31952159	10,31952159	10,31952159	10,31952159	
CIS	5,023759833	0	65535	#NUM!	5,023759833	5,023759833	5,023759833	5,023759833	
Founder Junior x Supporto	0	0	65535	#NUM!	0	0	0	0	

Complessivamente, **le regressioni suggeriscono tre conclusioni principali**. Primo, il capitale investito per startup (**CIS**) ha un **impatto costante e positivo sulla capacità di generare valore**. Secondo, **la presenza di un supporto operativo strutturato risulta un fattore abilitante cruciale**, soprattutto per startup in fase iniziale o con founder meno esperti. Terzo, **la sinergia tra startup e investitore (tipicamente nei modelli CVC) si conferma un vantaggio competitivo rilevante nel lungo periodo**.

Naturalmente, l'analisi presenta alcuni limiti. Il numero estremamente ridotto di osservazioni impedisce qualsiasi generalizzazione statistica. Le variabili qualitative sono state semplificate in forma binaria, e i valori di VAS sono frutto di stime e non di dati effettivi di mercato. Tuttavia, l'obiettivo dell'analisi è **esplorativo e coerente**

con la parte qualitativa: **mostrare che il successo di una startup non dipende solo dal capitale investito, ma anche dalla qualità e dal tipo di supporto ricevuto**, nonché dalla presenza o meno di allineamento strategico con l'investitore.

La combinazione di capitale finanziario, affiancamento operativo e sinergie strategiche si rivela la più promettente per generare valore sostenibile. I modelli che integrano questi elementi, come **i CVC più strutturati e alcuni Venture Builder**, mostrano il potenziale di diventare incubatori di crescita efficaci anche in contesti ad alta incertezza.

CAPITOLO 5 - Conclusioni

Nel corso di questa ricerca, attraverso un'analisi combinata di dati quantitativi, indagine qualitativa condotta tramite survey e approfondimenti metodologici, si è giunti a una valutazione comparata dei tre principali modelli di supporto all'imprenditoria innovativa. Ogni modello presenta specifiche caratteristiche strutturali, punti di forza, criticità ricorrenti e livelli differenziati di efficacia in funzione del tipo di startup supportata. In questa conclusione, si intende fornire una sintesi organica dei risultati emersi, ordinata per modello e mirata a delineare in quali contesti ciascun modello può generare **il maggiore valore**, individuando per ognuno **le startup più adatte a beneficiarne**.

Venture Capital

Il modello VC si è confermato il più performante in termini di valore assoluto generato per startup, grazie all'elevata disponibilità di capitale investito medio e alla sua capacità di attrarre fondatori seriali ed esperti. I dati quantitativi hanno evidenziato un valore medio generato dopo 10 anni molto alto, supportando l'idea che il VC sia **il modello più efficace per startup con elevate ambizioni di crescita e forte scalabilità**.

Tra i principali driver di successo del VC emergono: l'accesso a capitale e fundraising consolidati, un buon equilibrio tra supporto finanziario e controllo decisionale, l'attrattiva per talenti senior e team di qualità.

Tuttavia, è importante notare alcune criticità: la pressione sui KPI a breve termine e i conflitti tra visione strategica del founder e obiettivi del fondo rappresentano fattori di frizione, soprattutto in fasi di sviluppo non ancora consolidate. Inoltre, la totale

assenza di founder alla prima esperienza nel campione VC suggerisce che questo modello **richieda competenze di execution** e gestione già strutturate.

Pertanto, il VC si configura come il modello più adatto a Startup in fase di growth con metriche validate, fondatori seriali o con background manageriali forti, modelli di business scalabili e a trazione finanziaria.

Corporate Venture Capital

Il CVC mostra una dinamica differenziata. Pur partendo da un IRR analogo al VC (19,1%), genera un valore medio per startup dopo 10 anni ancora più elevato, grazie a un capitale medio investito superiore. **Le sinergie strategiche** con l'impresa madre costituiscono il vantaggio competitivo chiave, permettendo l'accesso a clienti enterprise, infrastrutture, dati e mercati internazionali.

Tra i principali punti di forza emersi ci sono un elevato potenziale di integrazione industriale, maggiore pazienza finanziaria rispetto al VC e possibilità di exit tramite acquisizione diretta.

D'altro canto, le criticità evidenziate sono: conflitti tra visione del founder e obiettivi dell'investitore, complessità burocratica e lentezze operative e limitato accesso a founder alle prime esperienze.

Il CVC può esser quindi particolarmente indicato per: Startup in fase di consolidamento o scale-up, team con un buon posizionamento competitivo, modelli di business B2B o deeptech compatibili con l'industry della corporate.

Venture Builder

Il VB rappresenta un modello radicalmente diverso, caratterizzato da un IRR molto elevato ma su capitali contenuti. Di conseguenza, il valore assoluto generato per

startup dopo 10 anni è inferiore, ma **l'efficienza per euro investito risulta la più alta**. Questo modello si contraddistingue per il **supporto operativo intenso e strutturato**, risultando cruciale per founder senza esperienze pregresse.

I dati qualitativi hanno evidenziato come la maggior parte dei founder assistiti da VB abbia riscontrato benefici nella velocità di esecuzione, il supporto multidisciplinare sia percepito come altamente efficace e la struttura rigida e metodologica favorisca l'apprendimento imprenditoriale.

Tra le principali criticità principali riguardano invece la forte diluizione dell'equity iniziale, il rischio di standardizzazione del supporto e talvolta la qualità disomogenea dei team interni al VB.

Il VB si presenta quindi come il modello più adatto per founder alla prima esperienza o **con profilo tecnico non manageriale**, Startup in fase pre-seed e Progetti ad alta incertezza ma con forte potenziale innovativo e necessità di esecuzione concreta mirata.

L'analisi evidenzia dunque come non esista un "miglior modello" in senso assoluto, ma piuttosto una **corrispondenza ottimale tra le caratteristiche del modello di supporto e le esigenze specifiche della startup**. La tabella seguente sintetizza le raccomandazioni:

Modello	Fase ideale della startup	Founder ideale	Capitale necessario	Supporto principale
VC	Growth	Esperto	Medio/Alto	Finanziario + network
CVC	Scale-up / consolidamento	Esperto	Alto	Strategico + accesso mercato
VB	Pre-seed / early-stage	Inesperto	Basso	Operativo + metodologico

Dall'indagine emergono alcune implicazioni comuni e trasversali di particolare rilevanza. Anzitutto, la **compatibilità culturale tra i founder e investitori** si configura come un fattore critico di successo, influenzando significativamente la qualità della collaborazione e l'efficacia degli interventi. Inoltre, in contesti caratterizzati da elevata incertezza, **l'efficienza nell'impiego del capitale** si rivela determinante, suggerendo la **necessità di approcci prudenti e strategicamente orientati alla gestione delle risorse finanziarie**.

Di rilievo risulta anche il ruolo del supporto umano: la presenza di figure esperte, quali consulenti, mentor e advisor, esercita un impatto spesso superiore rispetto alla mera disponibilità di capitale, evidenziando il valore aggiunto derivante dal **trasferimento di competenze**, esperienze e network relazionali.

Appare dunque auspicabile lo **sviluppo di strumenti ibridi** in grado di integrare efficacemente le caratteristiche distintive dei modelli esaminati. Tali strumenti dovrebbero garantire un **bilanciamento ottimale tra risorse finanziarie, accompagnamento operativo e allineamento strategico**, al fine di promuovere un ecosistema dell'innovazione maggiormente resiliente, inclusivo e capace di sostenere la crescita imprenditoriale in Italia e in Europa.

Bibliografia

AA.VV, Auricchio M. Cantamessa M. Colombelli A. Cullino R. Orame A.

Paolucci E., 2014 , pag 5-8/pag 18-22, *Gli incubatori d'impresa in Italia* Banca d'Italia https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2014-0216/QEF_216.pdf

AA.VV, 2019, *Incubatori di startup: cosa sono, come funzionano* BancoBPM:

<https://www.bancobpm.it/magazine/impres/sviluppa-il-tuo-business/incubatori-di-startup-cosa-sono-come-funzionano-e-come-aiutano-le-nuove-impres-a-nascere/>

AA.VV, Bielesch F. Brigl M. Khanna D. Roos A. Schieg F., 2012, *Corporate*

Venture Capital: "Avoid the Risk, Miss the Rewards" Boston Consulting Group

<https://www.bcg.com/publications/2012/innovation-growth-mergers-acquisitions-corporate-venture-capital>

AA.VV, 2025, *BMW i Ventures: come guidare l'innovazione con investimenti,*

clienting e accelerazione Corporate Venture Capital 101:

<https://umbertoliaci.substack.com/p/bmw-i-ventures-come-guidare-linnovazione>

AA.VV, Dealroom: [Dealroom.co Stats & Insights](https://dealroom.co)

AA.VV, 2025, *Acceleratori di startup: che cosa sono, tipologie, esempi e vantaggi*

Economyup: <https://www.economyup.it/startup/acceleratori-di-startup-che-cosa-sono-tipologie-esempi-e-vantaggi/>

AA.VV, 2021, *Incubatori di startup: che cosa sono, le tipologie e la situazione in Italia* Economyup: <https://www.economyup.it/startup/incubatori-di-startup-che-cosa-sono-le-tipologie-e-la-situazione-in-italia/>

AA.VV, 2024, *Cresce l'ecosistema di incubatori e acceleratori*, Innovationisland: <https://innovationisland.it/incubatori-acceleratori-italia-2023-report-sim/>

AA.VV, Fiani M. Gervasoni A., 2024, *KPMG Rapporto KPMG & AIFI sui rendimenti dei Private Equity e Venture Capital nel mercato italiano*: <https://kpmg.com/it/it/home/media/press-releases/2024/06/private-equity--rendimenti-al-18-2---nel-2023.html>

AA.VV. Hebel A. Candy N. Tsang J. Harrison V., 2025, *Start-up insights 2025* JP Morgan: <https://www.jpmorgan.com/content/dam/jpmorgan/documents/cb/insights/banking/commercial-banking/cb-insights-banking-startup-insights-report.pdf>

AA.VV, *Valuation: VC edition* LSE (The London School of Economics): [Valuation VC Edition](#)

AA.VV, Mohammadi Farhad A., 2024, *Recruiting process* Mamazen copia.pdf <https://www.mamazen.it/en>

AA.VV, 2024, *ridisegnare l'imprenditoria* Mamazen startup studio

<https://www.mamazen.it/scarica-redesigning-entrepreneurship>

AA.VV, 2021, *Dare vita alle idee* Mamazen Startup Studio

<https://www.mamazen.it/scarica-bringing-ideas-to-life-startup-studio-whitepaper>

AA.VV, Rajan N. Ladwig C. O'Malley J., 2025, *Pitchbook European Venture*

Report 2024: <https://pitchbook.com/news/reports/2024-annual-european-venture-report>

AA.VV, 2024, *2025 Outlooks Highlighting Key Investment Trends Across Private*

Markets, Pitchbook <https://pitchbook.com/media/press-releases/pitchbook-releases-2025-outlooks-highlighting-key-investment-trends-across-private-markets>

AA.VV, Stanford K. Zheng E., 2025, *US VC Valuations and Returns Report*

<https://pitchbook.com/news/reports/q1-2025-pitchbook-analyst-note-a-lack-of-pathway-from-us-cvc-investments-to-an-eventual-ma>

AA.VV, 2022, *Incubatori di startup: cosa sono, come funzionano* Sprintx:

<https://sprintx.it/blog/incubatori-startup/>

AA.VV, Statista: <https://www.statista.com/topics/4733/startups-worldwide/>

AA.VV, Garcia L, 2024 *ABB's Divisions Are Also Startup Investors* The Wall street Journal: https://www.wsj.com/articles/abbs-divisions-are-also-startup-investors-ea6f3fba?mod=Searchresults_pos1&page=1

AA.VV, Ditzel M., 2024, *how to make the right approach to venture building*, What a Venture: <https://www.whataventure.com/guides/how-to-choose-the-right-approach-to-venture-building>

Cahn D., 2024, *AI in 2025: Building Blocks Firmly in Place*, Sequoia: <https://www.sequoiacap.com/article/ai-in-2025/>

Chesbrough H. Tucci C., 2002, Pag 3-8 *Corporate Venture Capital in the Context of Corporate Innovation*, Ecole Polytechnique Fédérale de Lausanne: <https://infoscience.epfl.ch/entities/publication/d460ffb9-91a5-402d-9e38-5ccda2979f16>

Damodaran A., *Private Company Valuation*, NYU Stern: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/ovhds/inv2E/PvtFirm.pdf>

Feld B. Mendelson J., 2019, Cap. 1, *Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist* Venture Deals Book.pdf: [Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist](#)

Pog M., 2024, *Big Venture Studio Research*: <https://inniches.com/big-venture-studio-research>

Nanda R. Janeway W. Rhodes-Kropf M. , 2021, pag 2-6, *Venture Capital Booms and Startup Financing*, Harvard Business School

https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/21-116_c8365ab5-7cad-4ba3-9e02-ddec0191413f.pdf

Trincherò R., 2004, *Lo studio di un caso: Pedagogia Sperimentale*, Università degli studi di Torino: <https://pedagogiasperimentaleonlinedfe.wordpress.com/lo-studio-di-caso/>