



Corso di laurea in Economia e Management

Cattedra Finanza Aziendale

Il ruolo del Venture Capital nelle dinamiche di crescita aziendale e nella costruzione del vantaggio competitivo

Prof. Roberto Mazzei

RELATORE

Prof. Luca De Feo

CORRELATORE

Andrea Gattulli 281281

CANDIDATO

Anno Accademico 2024/2025

Indice

Introduzione	3
Capitolo 1: Introduzione al Venture Capital.	4
1.1 Definizione e origini del venture capital.	4
1.2 L'ecosistema VC in Italia e in Europa a confronto con il mondo.....	7
1.3 La strutturazione di un fondo di investimento in capitale di rischio e la raccolta dei capitali.	13
1.4 Le fasi del processo di investimento e i relativi termini contrattuali.	18
1.5 I principali attori del mercato del capitale di rischio	21
Capitolo 2: Il contributo del Venture Capital alla creazione di valore aziendale.	24
2.1 Il sostegno alla crescita e la mitigazione del rischio.	24
2.2 Accesso a network strategici e sviluppo di nuove opportunità per le startup.	26
2.3 Governance, controllo e apporto manageriale nelle imprese partecipate da venture capital.	27
2.4 Il focus sull'innovazione e il raggiungimento del vantaggio competitivo.	32
2.5 L'Integrazione dei criteri ESG nei processi di investimento del venture capital.	34
Capitolo 3: Prospettive e applicazioni pratiche: il caso Trade Republic	38
3.1 Criteri di selezione del caso studio	38
3.2 Il percorso di Trade Republic: origini, crescita e trasformazione	39
3.3 I finanziamenti ottenuti da venture capital e l'impatto sulla scalabilità aziendale.	43
3.4 Il contesto FinTech europeo e la posizione competitiva di Trade Republic	46
3.5 Prospettive di crescita future.....	50
Conclusioni	52
Bibliografia	53
Sitografia.....	55

Introduzione

Nel contesto di un'economia globalizzata, guidata da innovazione tecnologica e trasformazioni digitali, la capacità delle imprese di generare valore e costruire un vantaggio competitivo sostenibile dipende sempre più dalla disponibilità di risorse finanziarie flessibili, intelligenti e orientate alla crescita. In questo scenario, il venture capital (VC) assume un ruolo strategico fondamentale: non solo come strumento di finanziamento per startup e imprese emergenti, ma anche come leva per promuovere innovazione, scalabilità e cambiamento strutturale nei modelli di business.

La presente tesi nasce dall'interesse per le dinamiche che legano il capitale di rischio all'evoluzione delle imprese ad alto potenziale, con l'obiettivo di analizzare in che modo il venture capital possa contribuire in maniera concreta alla costruzione del vantaggio competitivo. L'analisi si articola in tre capitoli, ciascuno composto da cinque paragrafi, che affrontano il tema con un approccio progressivo, dal quadro teorico generale fino all'applicazione pratica attraverso un caso studio. Il primo capitolo ha lo scopo di introdurre il fenomeno del venture capital sotto il profilo storico, giuridico e operativo. Dopo un excursus sulle origini del VC, viene analizzato l'attuale ecosistema a livello globale sotto un punto di vista geografico, vengono descritte le modalità di strutturazione dei fondi, le fasi del processo di investimento e i principali attori coinvolti. Questo quadro consente di comprendere la complessità del settore e la molteplicità di funzioni svolte dai fondi di venture capital, che vanno ben oltre il semplice apporto di capitale. Il capitolo seguente approfondisce le modalità attraverso cui il venture capital incide sullo sviluppo strategico delle imprese partecipate. In particolare, vengono esaminati i meccanismi attraverso cui il VC contribuisce alla creazione di valore, all'innovazione tecnologica, alla mitigazione del rischio imprenditoriale e alla costruzione di vantaggio competitivo. Ampio spazio è dedicato anche all'integrazione dei criteri ESG nei processi di investimento, tema di crescente rilevanza nell'evoluzione del settore.

Infine, il terzo capitolo è dedicato al caso studio di Trade Republic, una delle principali realtà fintech europee. L'analisi ricostruisce l'intero percorso dell'azienda, dalla fase di incubazione fino alla trasformazione in banca digitale, evidenziando il ruolo chiave svolto dal venture capital in tutte le fasi evolutive. In particolare, si analizzano le leve strategiche che hanno consentito a Trade Republic di emergere rispetto ai principali competitor nel segmento del digital brokerage, e si delineano le prospettive di crescita futura dell'impresa. Attraverso questo percorso, la tesi mira a dimostrare come il venture capital rappresenti oggi uno degli strumenti più potenti per accompagnare l'innovazione e la crescita imprenditoriale, non solo sotto il profilo finanziario, ma anche attraverso una partecipazione attiva alla creazione di strategie vincenti e sostenibili.

Capitolo 1: Introduzione al Venture Capital.

1.1 Definizione e origini del venture capital.

Il venture capital (VC) è una tipologia di investimento nel capitale di rischio, consiste nell'apporto di capitali in imprese emergenti e startup caratterizzate dalla iper-scalabilità, e da un conseguente livello di rischio significativo. Questa forma di finanziamento si distingue per la partecipazione attiva degli investitori, i quali, oltre a fornire risorse finanziarie, mettono a disposizione competenze manageriali, supporto strategico e accesso a reti di contatti qualificati.

Questa attività di investimento istituzionale è realizzata al fine di fornire le risorse necessarie alle aziende operanti nelle prime fasi del ciclo di vita, dotandole di capitale azionario che consenta loro di perseguire la propria mission strategica e sviluppare il proprio potenziale di crescita. L'ottica di medio-lungo termine e l'obiettivo di sviluppo sono ragionevolmente correlati alla realizzazione di profitto da parte dell'investitore istituzionale, che attraverso la cessione della propria partecipazione, o la quotazione in borsa dell'azienda, raggiungerà una plusvalenza derivante dalla propria attività operativa. Nonostante l'alto livello di rischio intrinseco, il venture capital rappresenta un motore economico fondamentale in grado di generare crescita occupazionale, stimolare l'innovazione e creare nuovi modelli di business capaci di trasformare interi settori. I finanziamenti offerti dai venture capitalists consentono alle imprese nascenti e ai settori emergenti di prosperare, colmando il vuoto lasciato dai mercati dei capitali e dal credito bancario tradizionale. Questo è particolarmente rilevante nelle situazioni in cui la limitata storia operativa o l'assenza di garanzie renderebbero impraticabile l'accesso a fonti di finanziamento convenzionali.

In questo contesto, i fondi di venture capital assumono un ruolo cruciale, promuovendo l'innovazione, trasformando idee promettenti in realtà imprenditoriali di successo e contribuendo a costruire un ecosistema imprenditoriale dinamico e resiliente.¹

La prima vera società di venture capital fu l'American Research and Development (ARD), fondata nel 1946 dal presidente del MIT Karl Compton, dal generale Georges F. Doriot (professore alla Harvard Business School) e da leader imprenditoriali locali. L'ARD si distinse per aver effettuato investimenti ad alto rischio in aziende emergenti che sfruttavano tecnologie belliche sviluppate durante la Seconda Guerra Mondiale. L'ARD era strutturata come un fondo chiuso quotato in borsa, raccoglieva capitale iniziale attraverso la vendita di azioni agli investitori, che successivamente

¹ Silicon Valley Bank. (n.d.). What is venture capital?

potevano negoziarle su mercati regolamentati. Tale configurazione consente di investire in asset illiquidi, evitando la necessità di rimborsare il capitale entro scadenze indeterminate.

Tuttavia, il modello presenta criticità rilevanti: la negoziabilità delle quote sul mercato secondario può mascherare la natura illiquida e rischiosa degli attivi sottostanti, inducendo gli investitori retail a percepirli come strumenti ordinari o equivalenti a titoli più liquidi. In numerosi casi, intermediari hanno collocato questi strumenti presso soggetti non idonei, come investitori anziani o con esigenze di reddito stabile, in contrasto con l'orizzonte temporale e il profilo di rischio implicito del fondo. Ciò ha sollevato interrogativi non solo sull'adeguatezza del collocamento e sulla condotta degli intermediari, ma anche sulla compatibilità della forma giuridica dei fondi chiusi quotati con la tutela del risparmio, specie quando impiegata per distribuire prodotti complessi a soggetti retail.

Nel 1958, il modello di investimento in venture capital evolse con la creazione della prima limited partnership, Draper, Gaither, Anderson. A differenza dei closed-end funds citati in precedenza, le limited partnership erano esenti dalle rigide normative dell'Investment Company Act del 1940, inclusi i requisiti di trasparenza finanziaria. Tuttavia, il numero di investitori era più limitato e riservato a istituzioni ed individui con un elevato patrimonio netto. Queste partnership seguivano un modello già collaudato in altri settori, come i progetti immobiliari e l'esplorazione petrolifera, con una durata predeterminata (solitamente dieci anni, con possibilità di estensioni). A differenza dei closed-end funds, che spesso avevano una durata indefinita, le limited partnership dovevano restituire il capitale agli investitori entro un periodo stabilito, rendendo più chiara e definita la strategia di investimento e di uscita².

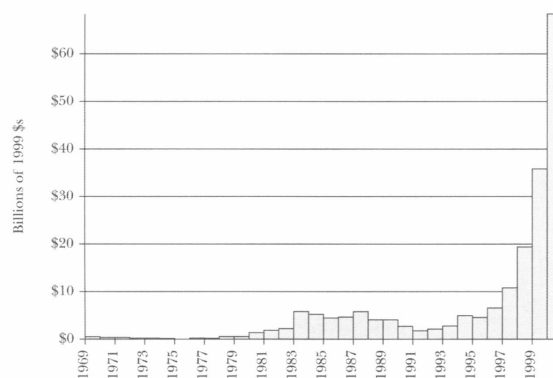
Parallelamente alla nascita delle prime limited partnership, negli anni 60'-70' si diffuse il fenomeno delle Small Business Investment Companies (SBICs). Questi istituti, posseduti da privati (sia individui che imprese), operavano sotto la supervisione del governo federale, che ne regolamentava le modalità di finanziamento e le politiche di investimento. Il programma SBICs offriva vantaggi significativi, inclusi incentivi fiscali, favorendo una rapida espansione: dalle 585 SBICs presenti nel 1962 si arrivò a circa 700 unità solo pochi anni dopo. L'attività di investimento delle SBICs si mantenne vivace per tutto il corso degli anni '70, sostenendo numerose startup e contribuendo allo sviluppo dell'ecosistema imprenditoriale. Tuttavia, l'eccessivo regime agevolativo, unito a una regolamentazione inefficace, portò all'ingresso nel mercato di operatori senza scrupoli che spesso indirizzarono i capitali verso aziende con scarse prospettive di successo. Al contempo, il massiccio intervento pubblico nel settore generò un effetto di "spiazzamento" (crowding out), limitando le

2 Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168.

opportunità per le iniziative private più solide. Questa combinazione di fattori causò il collasso del programma SBICs, anticipando in parte la crisi delle savings and loan degli anni 80' e mettendo in luce i rischi legati a un'eccessiva ingerenza pubblica nei mercati del capitale di rischio. Nel 1979, l'entrata in vigore dell'Employee Retirement Income Security Act (ERISA) rappresentò una svolta significativa per il settore del venture capital e del private equity. L'aggiornamento delle regole di "buona gestione" dei fondi pensione consentì a queste entità di investire parte delle proprie risorse in attività ad alto profilo di rischio, inclusi proprio i fondi di venture capital. Questa riforma normativa generò un afflusso massiccio di capitali verso il settore, incentivando la creazione di numerose limited partnership specificamente progettate per gestire questi nuovi investimenti.

Gli ultimi due decenni dello scorso secolo furono caratterizzati sia per particolari successi realizzativi sia per forti oscillazioni nel settore. Negli anni '80, i venture capitalists hanno sostenuto aziende tecnologiche di successo come Apple, Microsoft, Cisco Systems e Genentech, ma un eccesso di capitali e l'ingresso di investitori inesperti portarono a rendimenti deludenti. Tra il 1987 e il 1991, la raccolta fondi diminuì notevolmente, per poi invertire la tendenza nei successivi anni 90' grazie al boom delle IPO e all'uscita dei meno esperti. Gli impegni di capitale aumentarono di venti volte, trainati soprattutto dai fondi pensione pubblici e privati. Parallelamente, molte aziende tradizionali iniziarono a investire nel venture capital per innovare i propri modelli di business, spinti dal successo di investimenti come eBay e Yahoo! e dall'avvento di Internet. Il corporate venturing divenne una strategia chiave per affrontare le nuove sfide del mercato, portando a un'epoca di crescita e innovazione per l'intero settore.³

Figure 1
Commitments to the Venture Capital Industry (billions of 1999 dollars)



Note: Commitments are defined as the amount of money that is pledged to U.S. venture capital funds in that year.
Source: Venture Economics and Asset Alternatives.

4

³ Gervasoni, A., & Sattin, F. L. (2020). Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio. Guerini Next.

⁴ Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168.

Dopo aver illustrato un breve excursus dello sviluppo di questa tipologia di attività di investimento, focalizzato verso il luogo in cui comparì per la prima volta, seguiranno degli accenni storici riguardanti il nostro paese.

Storicamente, in Italia, il ritardo nell'affermazione di questi investimenti può essere attribuito a diversi fattori culturali, economici e istituzionali. La tradizione economica italiana essendo stata improntata al risparmio e caratterizzata da un'avversione al rischio, sia a livello imprenditoriale che individuale, ha spesso portato le imprese italiane, per lo più a conduzione familiare a preferire l'autofinanziamento o il credito bancario tradizionale rispetto all'ingresso di investitori esterni. Infatti, in Italia l'anno di avvio del settore del capitale di rischio risale convenzionalmente al 1986, quando alcune finanziarie private e di emanazione bancaria diedero vita all'associazione di categoria, l'AIFI (Associazione del Private Equity e Venture Capital), allo scopo di dare una voce istituzionale alla volontà comune di costituire e sviluppare un mercato italiano del capitale di rischio. A partire da quella data, l'ambito istituzionale nel quale gli investitori nel capitale di rischio si sono trovati a operare ha subito una continua evoluzione, caratterizzata dall'introduzione di normative specifiche, dall'ampliamento degli strumenti finanziari disponibili e dalla progressiva apertura del mercato agli investitori internazionali. Nel 1987, con la delibera del Comitato Interministeriale per il Credito e per il Risparmio (CICR) in collaborazione con la Banca d'Italia, venne introdotta la possibilità per le società di credito e gli istituti di categoria di investire nel capitale di rischio di imprese non quotate tramite società di intermediazione finanziaria di loro emanazione, le SIF (Società di Intermediazione Finanziaria). Questa misura rappresentò un primo tentativo concreto di avvicinare il sistema finanziario italiano agli standard internazionali in termini di supporto al capitale di rischio. A questa prima apertura normativa seguì nel 1993 l'emanazione del Testo Unico in materia bancaria e creditizia, fino al 1998, dove il Testo Unico della Finanza (TUF) riformò l'intermediazione finanziaria, creando un contesto più favorevole agli investimenti in imprese non quotate e contribuendo a rendere il sistema finanziario italiano più dinamico e aperto agli investimenti nel capitale di rischio.⁵

1.2 L'ecosistema VC in Italia e in Europa a confronto con il mondo.

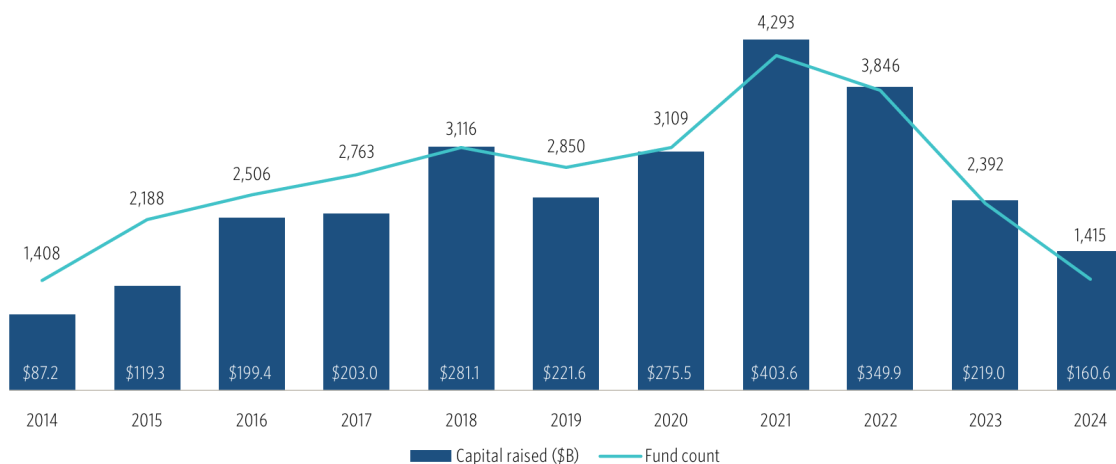
Gli accenni storici sulle origini del venture capital hanno introdotto quello che oggi rappresenta un ecosistema globale maturo e strutturato. Questo paragrafo si propone di analizzare il settore del venture capital attraverso un confronto geografico, distinguendo tra Europa, Stati Uniti e Asia.

⁵ Gervasoni, A., & Sattin, F. L. (2020). Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio. Guerini Next.

L'analisi prenderà in esame i principali dati e le differenze tra questi mercati, per poi concludere con un approfondimento sul contesto italiano, illustrando i dati più recenti, le implicazioni per il settore e alcuni aspetti di particolare interesse.

Il primo grafico che intendo analizzare mostra l'andamento globale dell'attività di raccolta fondi nel venture capital dal 2014 al 2024, evidenziando due metriche chiave: il capitale raccolto (in miliardi di dollari) e il numero di fondi istituiti.

VC fundraising activity



Source: PitchBook • Geography: Global • As of December 31, 2024

Risulta evidente, come il capitale raccolto abbia registrato un trend crescente fino al 2021, raggiungendo il picco di 403,6 miliardi di dollari con 4.293 fondi. Il periodo dal 2014 al 2021 è stato, infatti, caratterizzato da un'elevata liquidità e un forte entusiasmo per gli investimenti in startup. Negli anni successivi, fino ai dati più recenti, si osserva un calo significativo sia nel numero di fondi che nel capitale raccolto. Nel 2024, la raccolta fondi è scesa a 160,6 miliardi di dollari, pari solo al 39,8% del valore massimo del 2021. Anche il numero di fondi è drasticamente diminuito.⁶ Le cause del calo subito dal settore negli ultimi anni possono essere ricondotte ad una serie di fattori macroeconomici, finanziari e regolatori:

- Aumento dei tassi di interesse: le banche centrali, in particolare la Federal Reserve e la BCE, hanno aumentato i tassi di interesse per combattere l'inflazione. Questo ha reso il capitale più costoso e meno accessibile, riducendo la disponibilità di liquidità per gli investimenti in VC.
- Rallentamento dell'ecosistema startup: molte startup finanziate negli anni precedenti hanno avuto difficoltà a scalare e raggiungere la redditività, portando a minori exit ed a una riduzione degli investimenti in nuovi fondi VC.

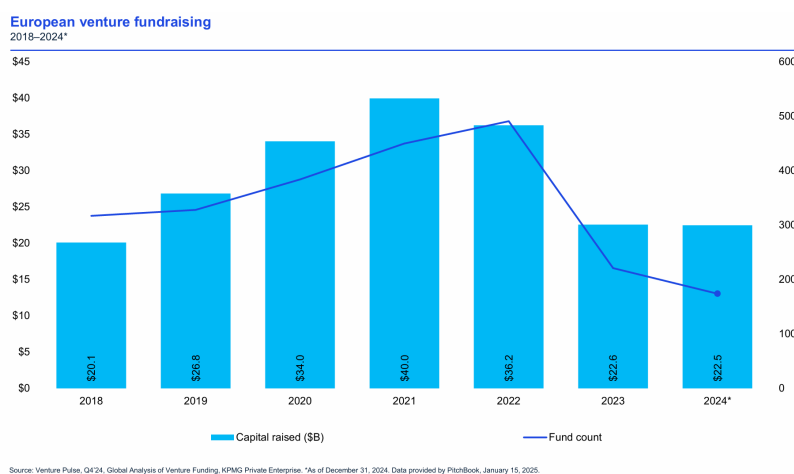
⁶ PitchBook. (2025). 2024 Annual Global Private Market Fundraising Report.

- Incertezza geopolitica e instabilità economica: le tensioni geopolitiche, come la guerra in Ucraina, quella in Medio Oriente e la crescente rivalità tra Stati Uniti e Cina, hanno aumentato l'incertezza nei mercati, rendendo gli investimenti in asset rischiosi, come il venture capital, meno attraenti.
- Minor afflusso di capitali istituzionali: i grandi investitori istituzionali (pension funds, endowment funds) hanno ridotto l'allocazione al VC, preferendo investimenti più sicuri, come obbligazioni o infrastrutture, a causa dell'aumento della volatilità di mercato.

Dopo aver delineato le dinamiche generali dell'ecosistema del venture capital a livello globale, è opportuno approfondire l'analisi distinguendo le principali aree geografiche: Europa, Stati Uniti e Asia. Ciascuna di queste regioni presenta caratteristiche peculiari in termini di capacità di raccolta fondi, settore di specializzazione e impatti delle condizioni macroeconomiche e regolatorie. L'obiettivo di questa sezione è evidenziare le differenze strutturali tra i mercati del VC e comprendere le cause della loro evoluzione nel contesto economico attuale.

Il venture capital in Europa ha vissuto una crescita costante fino al 2021, raggiungendo un picco di 40 miliardi di dollari raccolti. Tuttavia, il calo successivo è stato particolarmente evidente: nel 2024 la raccolta è scesa a circa 25 miliardi di dollari, con una riduzione significativa anche nel numero di fondi istituiti.⁷ Questa contrazione è influenzata da due elementi principali:

- Politiche monetarie restrittive: L'aumento dei tassi di interesse deciso dalla BCE ha reso il capitale più costoso, riducendo gli investimenti in asset ad alto rischio come le startup.
- Struttura frammentata del mercato: A differenza degli Stati Uniti, l'Europa è composta da ecosistemi nazionali distinti, con normative diverse che rendono più difficile per i fondi operare su larga scala.

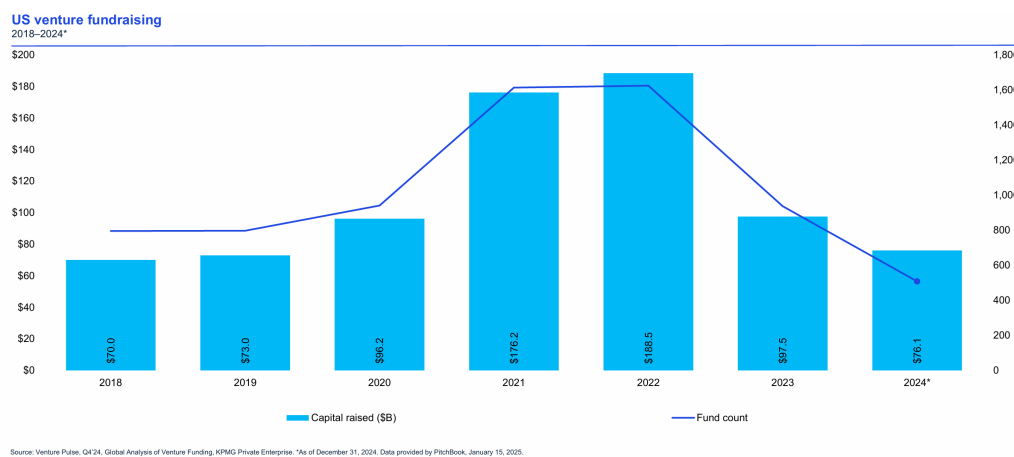


⁷ KPMG. (2025). Venture Pulse Q4 2024.

Rispetto al calo verificatosi negli ultimi anni, l'Unione Europea ha cercato di sostenere il settore con strumenti come il Fondo Europeo per il Venture Capital (EIC Accelerator): una società per azioni di proprietà della Commissione Europea, che opera come investitore istituzionale. Il Fondo segue una strategia d'investimento focalizzata sull'impatto sociale e ambientale, oltre alla redditività finanziaria. Gli investimenti diretti mirano a supportare l'espansione e la scalabilità delle imprese beneficiarie, tramite l'acquisto di azioni o altri strumenti finanziari partecipativi.

Negli Stati Uniti, il mercato del VC ha seguito una traiettoria simile ma con differenze sostanziali. Dopo il boom del 2021-2022, in cui sono stati raccolti oltre 150 miliardi di dollari l'anno, il calo è stato meno drastico rispetto all'Europa, con una raccolta ancora superiore ai 75 miliardi di dollari nel 2024.⁸ Le ragioni di questa maggiore resilienza includono:

- Maggiore maturità del mercato: Gli USA vantano alcuni dei più grandi fondi VC al mondo, che hanno continuato a raccogliere capitali anche in fasi di contrazione.
- Exit più frequenti: Il mercato azionario statunitense offre maggiori opportunità di IPO e acquisizioni rispetto all'Europa, rendendo il VC un'opzione più interessante per gli investitori.
- Concentrazione del capitale: Nel 2024, il 68% della raccolta è stato destinato a fondi consolidati, che hanno potuto continuare a investire nonostante il calo generale della liquidità.

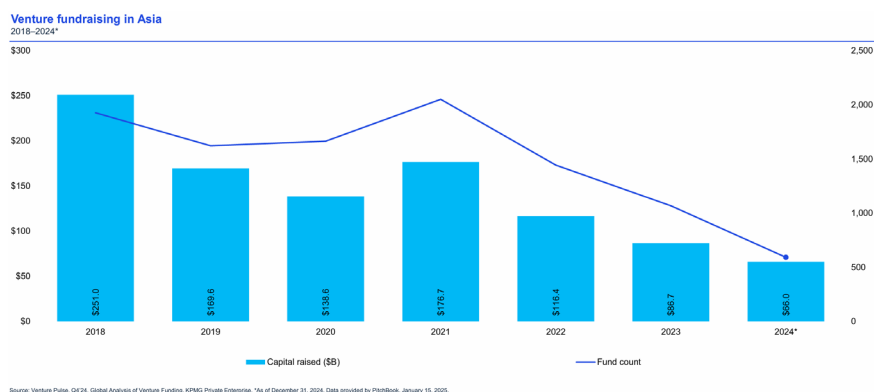


In Oriente, invece, si è registrato il calo più drastico, passando da oltre 250 miliardi di dollari raccolti nel 2018 a circa 66 miliardi nel 2024. Il numero di fondi istituiti è diminuito in modo ancora più netto, segnalando una crisi più profonda.⁹ Questo declino è dovuto a diversi fattori:

⁸ KPMG. (2025). Venture Pulse Q4 2024.

⁹ KPMG. (2025). Venture Pulse Q4 2024.

- Crisi del settore tech cinese: A partire dal 2021, il governo cinese ha imposto una regolamentazione più severa sul settore tecnologico, limitando gli investimenti VC e penalizzando le grandi piattaforme digitali.
- Diminuzione dei capitali internazionali: Le tensioni geopolitiche e le restrizioni agli investimenti stranieri in Cina hanno ridotto il flusso di capitali esteri nel mercato asiatico.
- Riduzione della liquidità: Il minor numero di exit (IPO e acquisizioni) ha reso meno attraente per gli investitori l'impegno in fondi di venture capital in Asia.

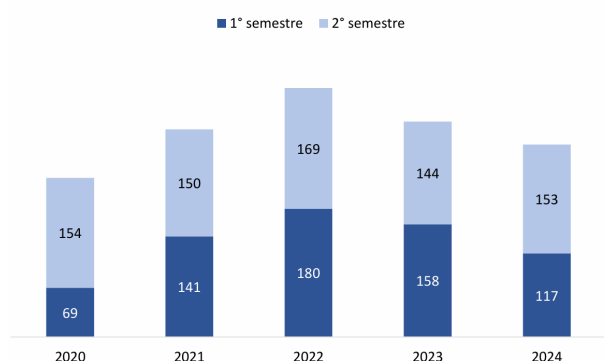
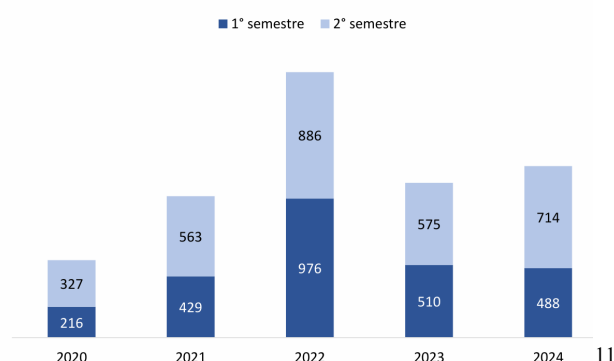


L'ultima fase dell'analisi dell'ecosistema oggetto della tesi, riguarda il mercato italiano, con un focus maggiore sui dati e tendenze più recenti.

Nel 2024, il mercato del Venture Capital in Italia ha raggiunto un totale di €1.202 milioni investiti, evidenziando un incremento del 7,5% rispetto all'anno scorso. Nonostante questo contenuto incremento delle risorse allocate a iniziative innovative e un ampio rallentamento degli investimenti a livello globale, il mercato del venture capital in Italia continua a rimanere contenuto, con investimenti che costituiscono solo lo 0,06% del PIL rispetto allo 0,20% della Germania, 0,26% della Francia e 0,12% della Spagna.

Un ulteriore elemento cruciale concerne il materiale di base su cui si focalizza l'attività di investimento, cioè le realtà tecnologiche nazionali, ed è sottolineato dalla diminuzione nel numero di startup innovative registrate nel registro delle imprese. Da 13.393 alla conclusione del 2023 si è giunti a 12.842 nel terzo trimestre del 2024, accompagnato da un rallentamento delle nuove iscrizioni, come mostrano i dati lombardi, che nel 2024 hanno registrato 479 nuove startup rispetto alle 666 del 2023, con una riduzione del 28%.¹⁰

¹⁰ EY. (2025). Venture capital barometer 2024.

Evoluzione del n. di investimenti**Evoluzione dell'ammontare investito (Euro mln)**

11

In cima alla lista tra i primi cinque settori per valore degli investimenti, che rappresentano circa il 70% degli investimenti totali del 2024, c'è il settore Health & Life Science, con 47 deal conclusi e 242 milioni di euro investiti, grazie soprattutto alle operazioni di MMI e Genespire.

Al secondo posto troviamo il settore Software & Digital Services per 171 milioni di euro, trainato dall'operazione di Bending Spoons, mentre il terzo posto del podio è occupato dal settore Technology & IoT per 151 milioni, trainato dalle operazioni di HUI e Cyber Guru. Al quarto posto troviamo il settore Fintech (113 milioni) con le operazioni di Satispay e Cardo AI, e al quinto posto l'Energy&Recycling (72 milioni) con le operazioni di Daze e HBI.¹²

Nel confronto europeo, l'ecosistema del venture capital italiano continua a mostrare ritardi strutturali significativi rispetto ai principali paesi dell'Unione. Le cause sono molteplici e si intersecano tra loro: una ridotta dimensione media dei fondi domestici, una scarsa propensione al rischio da parte degli investitori istituzionali, una cultura imprenditoriale ancora poco orientata alla scalabilità e una distribuzione geografica degli investimenti fortemente sbilanciata, con poche regioni capaci di attrarre capitali in modo sistemico. A ciò si aggiunge la flessione nel numero di nuove startup innovative e la difficoltà nel sostenere round di finanziamento di grandi dimensioni, elemento cruciale per accompagnare la crescita delle imprese più promettenti. La frammentazione del mercato, unita all'assenza di policy coordinate e di incentivi stabili, ostacola l'emersione di un ecosistema competitivo su scala europea.

Queste debolezze si riflettono chiaramente nei dati. Nel 2024 l'Italia ha raccolto circa 1,1 miliardi di euro attraverso 292 operazioni, risultando ampiamente distanziata da Germania (7,1 miliardi, 905 deal) e Francia (6,8 miliardi, 674 deal), ma anche dalla Spagna (1,6 miliardi, 293 deal), che mostra un ecosistema in progressiva espansione. Ancora più indicativo è il dato sugli investimenti pro capite,

11 AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt). (2025). Rapporto sul mercato italiano del venture capital.

12 Forbes.it (2025). Il venture capital in Italia: nel 2024 gli investimenti superano il miliardo di euro. Forbes Italia.

dove l'Italia si attesta a soli 19 euro per abitante, contro gli 83 euro in Germania, 102 in Francia e addirittura 186 nel Regno Unito. Questi numeri confermano che, pur mostrando segnali di crescita, il venture capital italiano rimane ancora marginale nel panorama europeo, con un divario che va oltre le sole dimensioni economiche, toccando la struttura e la qualità complessiva dell'ecosistema.¹³



1.3 La strutturazione di un fondo di investimento in capitale di rischio e la raccolta dei capitali.

Per comprendere l'industria del venture capital, è essenziale avere chiara l'intera dinamica del ciclo di investimento. Questo inizia con l'istituzione di un fondo di venture capital, la raccolta dei capitali, l'investimento e l'impiego di questi nelle imprese selezionate, proseguendo attraverso il monitoraggio delle partecipazioni e il supporto attivo per aumentarne il valore. Successivamente, il processo continua con l'uscita dagli investimenti di successo e la restituzione del capitale agli investitori. Infine, il ciclo si rinnova quando i venture capitalists avviano una nuova raccolta fondi.¹⁵

Un fondo di venture capital è costituito come una partnership a durata limitata, generalmente con un orizzonte temporale decennale, in cui si distinguono due sottoperiodi: investment period e disinvestment period ognuno di circa cinque anni. In molti casi sono previsti altri due anni di proroga

13 EY. (2025). Venture capital barometer 2024.

14 EY. (2025). Venture capital barometer 2024.

15 Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. Journal of Economic Perspectives, 15(2), 145-168.

dalla scadenza del fondo (grace period), nel caso in cui i gestori non siano riusciti a concludere in tempo la seconda fase del ciclo di investimento descritta in precedenza.¹⁶

Ai fini di una comprensione maggiormente consapevole è importante distinguere due modelli organizzativi largamente adottati nel settore del venture capital: il modello anglosassone della “Limited Partnership”, e quello europeo, comprendente la forma giuridica più utilizzata anche in Italia (SGR), per lo svolgimento di tale attività. Tuttavia dal punto di vista operativo, entrambi i modelli seguono la stessa logica e le maggiori divergenze emergono in termini di struttura giuridica, normativa e governance. Illustrerò inizialmente le modalità operative del modello anglosassone, in quanto rispecchiano quelle adottate anche in Europa e nel mondo, per approfondire in seguito le principali differenze accennate in precedenza, e fornire una visione completa di quella che è la struttura organizzativa/operativa di un fondo di investimento nel capitale di rischio.

La Limited Partnership (LP) è il modello più utilizzato e consolidato a livello anglosassone ed internazionale, per svolgere l'attività di investimento nel capitale di rischio. Basti pensare che già nel 1988, la tipica società di venture capital era strutturata come una limited partnership, in cui i venture capitalists assumevano il ruolo di general partners e gli investitori contribuivano come limited partners. Secondo Venture Economics (1989), nel 1987 circa 500 fondi avevano raccolto complessivamente 20 miliardi di dollari attraverso questa struttura. Il modello fu fin da allora adottato perché garantiva maggiore flessibilità nella gestione del capitale e nelle operazioni di investimento.¹⁷ Questo distingue due attori principali:

- General Partners (GPs): Sono i gestori attivi del fondo, o venture capitalists. Si occupano di raccogliere capitali, individuare opportunità di investimento, negoziare i termini di finanziamento, supportare le startup nel portafoglio e gestire le strategie di uscita (exit).
- Limited Partners (LPs): Sono soggetti, investitori individuali o istituzionali, che forniscono il capitale al fondo, ma non partecipano alla gestione operativa. I sottoscrittori ai quali si rivolge un venture capital sono in grado di assumersi un elevato rischio, in attesa di un altrettanto elevato rendimento, da realizzarsi comunque nel medio-lungo termine. Tra questi figurano fondi pensione, compagnie assicurative, family office, università e investitori istituzionali.

Con riferimento alla struttura, è fondamentale la natura del rapporto fra società di gestione, fondo e partecipanti. La società di gestione ha azionisti propri e un patrimonio distinto da quello del fondo,

¹⁶ Gervasoni, A., & Sattin, F. L. (2020). Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio. Guerini Next.

¹⁷ Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 473-521.

ha il compito di gestirlo in maniera trasparente e professionale. A fronte di ciò riceve una commissione annuale (management fee), che varia generalmente, tra il 2% e il 3% dell'ammontare committed, inoltre ha diritto anche a una quota dei proventi derivanti dall'attività del fondo (carried interest), generalmente pari al 20% dei guadagni realizzati in conto capitale.

In Europa e in particolare in Italia, la gestione dei fondi di venture capital è spesso affidata alle Società di Gestione del Risparmio (SGR), entità regolamentate che operano sotto la supervisione della Banca d'Italia e della Consob. Le SGR sono società per azioni che gestiscono fondi di investimento collettivo, inclusi quelli dedicati al venture capital, e devono rispettare requisiti stringenti in termini di capitale sociale minimo (pari a 1 milione di euro), trasparenza e vigilanza prudenziale. Le principali differenze rispetto al modello anglosassone emergono dal punto di vista normativo e della governance.¹⁸

A tal proposito, la governance nei fondi LP è regolata da accordi privati tra investitori e gestori, senza l'obbligo di rispettare requisiti normativi stringenti come quelli imposti alle SGR europee. In Europa e in Italia, invece, la maggiore regolamentazione introduce vincoli più severi per la gestione dei fondi, imponendo:

- Maggiore trasparenza e requisiti di compliance, con obbligo di reporting agli enti di vigilanza.
- Restrizioni sugli investimenti, che limitano la possibilità di operare in settori ad alto rischio o non regolamentati.
- Maggiore tutela degli investitori, con regole più rigide su conflitti di interesse e remunerazione dei gestori.

Questa struttura più rigida garantisce maggiore protezione agli investitori e una supervisione più stretta, ma può anche rendere i fondi europei meno flessibili rispetto a quelli anglosassoni, dove la libertà contrattuale e la rapidità decisionale sono fattori chiave per il successo degli investimenti in startup.

Dopo aver costituito l'attività secondo la struttura giuridica adatta e costituito il team, l'investitore istituzionale necessita di reperire i fondi necessari ai propri investimenti. Questo, nella maggior parte dei casi, avviene attraverso una strategia di fund raising che dipende dalle competenze e dal background, in termini di fama ed esperienza, che l'investitore ha maturato nelle passate operazioni

¹⁸ Gervasoni, A., & Sattin, F. L. (2020). Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio. Guerini Next.

di investimento. Secondo l'EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association) è possibile suddividere il processo di raccolta fondi in sette fasi: ¹⁹

- Identificazione del mercato target;
- Pre-marketing;
- Strutturazione del fondo;
- Preparazione e distribuzione del materiale di marketing;
- Incontri con i potenziali investitori;
- Preparazione della documentazione legale;
- Chiusura.

Il primo passo consiste nell'identificazione del mercato target, momento in cui il promotore individua i contesti geografici e i profili di investitori maggiormente in linea con gli obiettivi del fondo. È fondamentale, in questa fase, ottenere visibilità e fiducia nel mercato domestico prima di rivolgersi a investitori internazionali: la reputazione consolidata a livello nazionale rappresenta infatti una premessa essenziale per attrarre capitali esteri, spesso più cauti nei confronti di operatori sconosciuti. Una volta definito il mercato di riferimento, si passa alla fase di pre-marketing, durante la quale il gestore inizia a costruire relazioni con investitori chiave e soggetti influenti, come i cosiddetti gatekeepers. Questi ultimi, grazie al loro ruolo di intermediari e alla loro esperienza nei processi di selezione e due diligence, fungono da veri e propri certificatori di qualità, contribuendo ad aumentare la credibilità del fondo presso altri potenziali sottoscrittori.

Segue la strutturazione vera e propria del fondo, un momento delicato in cui il promotore definisce tutti gli aspetti tecnici, legali e fiscali dell'iniziativa, predisponendo una struttura organizzativa solida, trasparente ed efficiente. Questa fase richiede una chiara strategia di investimento, la definizione delle modalità di governance e l'eliminazione di eventuali conflitti d'interesse, così da rispondere alle aspettative degli investitori più esigenti. A questo punto si procede con la preparazione e la distribuzione del materiale di marketing, il cui elemento centrale è il *placement memorandum*. Questo documento, simile a un business plan, rappresenta il biglietto da visita del fondo e deve essere redatto in modo sintetico ma esaustivo, includendo informazioni su strategia, dimensioni, durata, performance passate, composizione del team, struttura dei costi e modalità di distribuzione dei proventi. Un memorandum chiaro ed efficace è spesso decisivo nel generare interesse e fiducia nei confronti del fondo.

19 EVCA. (1995). Fund raising and investor relations. Pubblicazione interna. Zaventem.

La fase successiva è quella degli incontri con i potenziali investitori, durante i quali il team di gestione ha l'opportunità di presentare il progetto, rispondere alle domande e superare eventuali dubbi. Si tratta di un passaggio cruciale, in cui le competenze tecniche e relazionali del management possono fare la differenza tra il successo e il fallimento della raccolta. Parallelamente, si avvia la preparazione della documentazione legale necessaria alla formalizzazione dell'investimento: questa comprende tutti gli accordi contrattuali tra il fondo e i sottoscrittori, e segna il momento in cui la raccolta si concretizza con l'impegno formale di capitale da parte degli investitori. Infine, si giunge alla chiusura del processo di fund raising. Raggiunto il target di raccolta previsto, il fondo entra nella fase operativa, avviando le attività di investimento e gestione. Questa fase sancisce non solo l'efficacia del processo di raccolta, ma anche il consolidamento della reputazione del gestore, aspetto fondamentale per eventuali fondi successivi.

Negli ultimi anni, un ruolo crescente è stato assunto dai *funds of funds*, ovvero fondi che investono in altri fondi di Private Equity e Venture Capital. Questi soggetti istituzionali, grazie alla loro struttura e al profilo professionale, forniscono risorse finanziarie significative e contribuiscono in modo sostanziale alla diversificazione del portafoglio complessivo. Dall'analisi empirica risulta che tendono a suddividere i propri investimenti secondo tre modalità principali:

- Primary partnership: quote iniziali in fondi di nuova costituzione;
- Secondary partnership: acquisto di quote da investitori in uscita dai fondi;
- Co-investimenti: partecipazioni dirette in imprese, spesso in collaborazione con i fondi target.

Questa strategia consente una gestione più efficiente del rischio e la possibilità di ottenere ritorni più prossimi nel tempo, grazie all'inclusione di fondi già maturi nel portafoglio. I funds of funds si inseriscono strategicamente anche nel processo di fund raising, partecipando spesso già nelle fasi di pre-marketing o durante gli incontri con i potenziali investitori, in virtù della loro capacità di attrarre ulteriori sottoscrittori. La loro presenza genera un effetto leva reputazionale per il gestore, aumentando la credibilità del fondo e agevolandone la chiusura, specialmente nei casi in cui si tratti di veicoli di investimento di nuova costituzione. Inoltre, la natura diversificata e professionale del loro approccio li rende partner particolarmente apprezzati da parte degli investitori istituzionali, che vedono in essi un canale efficace per accedere al capitale privato riducendo al contempo l'esposizione al rischio.

1.4 Le fasi del processo di investimento e i relativi termini contrattuali.

Il finanziamento delle startup segue un percorso suddiviso in varie fasi, che rispecchiano il grado di sviluppo dell'impresa e le sue esigenze di crescita e sviluppo. Ogni fase del processo di investimento si rivolge a necessità specifiche, dalla verifica iniziale di un'idea fino alla preparazione per una possibile quotazione in borsa o acquisizione. Le startup non si formano come aziende organizzate, ma seguono un percorso di sviluppo in cui devono dimostrare progressivamente la solidità del loro modello di business. Per tale ragione, gli investitori segmentano il loro intervento in vari round di finanziamento, ciascuno dei quali comporta valutazione del rischio diversa, orizzonti temporali alternativi e aspettative di rendimento distinte.

In genere, il percorso di sviluppo supportato dal venture capital può essere suddiviso in quattro fasi principali: Seed, Early Stage, Growth e Late Stage.²⁰ Ognuna di queste presenta peculiarità distintive riguardo a obiettivi, grado di rischio e tipo di investitori interessati, come sarà esaminato di seguito. Oltre agli scopi e ai metodi di finanziamento per ciascuna fase, è essenziale comprendere le condizioni contrattuali che disciplinano le operazioni di investimento. Questi accordi stabiliscono diritti, responsabilità e tutele per gli investitori e i fondatori, definendo la struttura della proprietà e le dinamiche di governo della startup.

Il Seed Stage rappresenta la fase iniziale del ciclo di finanziamento, in cui la startup è ancora in una fase di sperimentazione e validazione del modello di business. Questa fase include i round Pre-seed e Seed, in cui i fondatori lavorano per sviluppare un primo prototipo, testare il mercato e raccogliere le risorse necessarie per avviare l'attività. Gli obiettivi principali del Seed Stage sono:

- Validazione dell'idea imprenditoriale e sviluppo di un Minimum Viable Product (MVP).
- Ricerca di mercato per testare il potenziale di crescita.
- Costruzione del team iniziale e definizione del modello di business.
- Raccolta dei primi finanziamenti, solitamente provenienti da angel investors, acceleratori e micro-VC.

La fase di Early Stage, che coincide con il round di Serie A, segna il primo round significativo di investimento istituzionale. L'azienda ha già validato il proprio product-market fit, generato flussi di ricavi iniziali e si prepara a scalare il business. Gli obiettivi principali dell'Early Stage sono:

- Affinamento del prodotto o servizio e miglioramento delle funzionalità.
- Espansione del team e delle operazioni per supportare la crescita.

²⁰ Silicon Valley Bank. (n.d.). Stages of venture capital financing.

- Implementazione di strategie di marketing e vendita per consolidare la base clienti.
- Dimostrazione di una crescita stabile dei ricavi.

La fase di Growth Stage, che comprende i round di Serie B e Serie C, è caratterizzata da una forte espansione e consolidamento del business. In questa fase, la startup ha già dimostrato il proprio modello di crescita ed è pronta a entrare in nuovi mercati e rafforzare la propria posizione competitiva.

Gli obiettivi principali del Growth Stage sono:

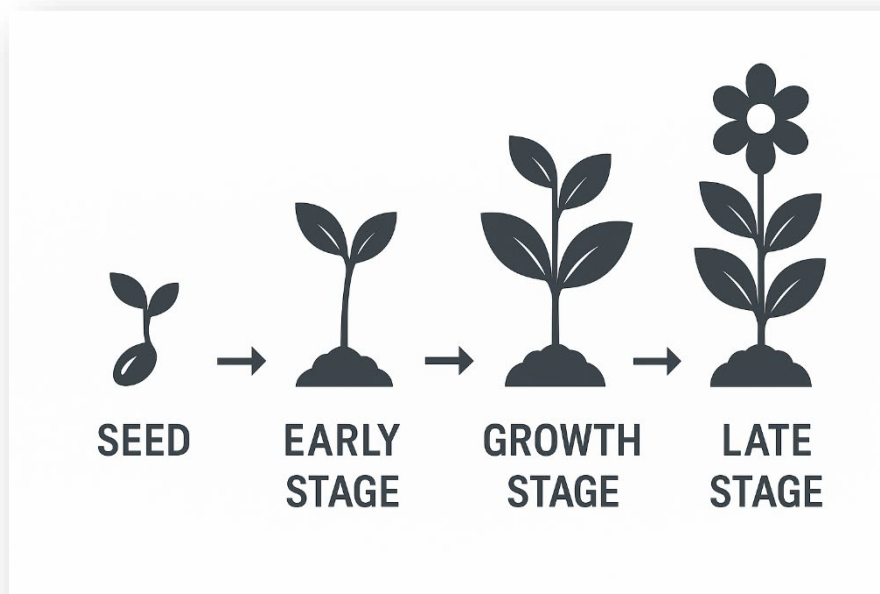
- Espansione delle operazioni e aumento della capacità produttiva.
- Soddisfare la crescente domanda dei clienti.
- Entrare in nuovi mercati e diversificare l'offerta.
- Rafforzare la competitività con strategie di marketing e acquisizione clienti più sofisticate.

Il Late Stage comprende i round di Serie D e successivi, nonché le operazioni finalizzate a un'IPO (Offerta Pubblica Iniziale) o a una M&A (fusione o acquisizione). Le aziende in questa fase sono ormai consolidate, con metriche finanziarie stabili e una chiara strategia di exit. Gli obiettivi principali del Late Stage sono:

- Consolidare la leadership di mercato.
- Prepararsi per un'IPO o un'acquisizione.
- Dimostrare una crescita sostenibile e una redditività scalabile.
- Attrarre investitori istituzionali e grandi fondi.

Generalmente, quando un investitore istituzionale decide di finanziare un'azienda, la controparte derivante dall'apporto di capitale, riguarda una percentuale di equity dell'azienda stessa. L'accordo è mirato a conseguire un profitto economico tramite l'espansione dell'azienda e una futura exit. Tuttavia, le condizioni contrattuali di tali accordi non sono fisse, ma cambiano a seconda della fase di finanziamento e delle necessità particolari della startup e degli investitori. Un seed round, per esempio, avrà clausole molto differenti rispetto a un round di finanziamento in fase avanzata, dove le dinamiche di controllo, tutela e ritorno economico diventano più significative.

A tal fine, i contratti di investimento comprendono diversi strumenti che superano la mera cessione di quote societarie, introducendo meccanismi che equilibrano il rischio tra imprenditori e investitori, assicurando agli investitori istituzionali una certa protezione e un'influenza sulla futura gestione aziendale. Di seguito, verranno esposti ed analizzati gli strumenti convenzionali utilizzati dai fondi di investimento durante i round di finanziamento.



21

Uno degli strumenti chiave è la clausola di liquidazione preferenziale (Liquidation Preference), che stabilisce l'ordine di distribuzione dei proventi in caso di exit o liquidazione della società. L'investitore può avere diritto a recuperare il capitale investito prima degli altri soci o, in alcuni casi, ottenere una percentuale aggiuntiva. La preferenza può essere non participating, quando l'investitore riceve solo l'importo iniziale investito (eventualmente moltiplicato per un coefficiente concordato), oppure participating, se l'investitore partecipa alla distribuzione dei proventi insieme agli altri soci dopo aver recuperato il capitale investito.²² Un altro strumento rilevante è la clausola anti-dilution, che protegge l'investitore in caso di un successivo round di finanziamento a una valutazione inferiore (down round). Esistono diverse formule, tra cui il weighted-average e il full ratchet, che regolano in che misura l'investitore riceverà ulteriori azioni per compensare la diluizione. Per garantire un certo controllo sulla gestione aziendale, i fondi di investimento negoziano diritti di governance, che possono includere la nomina di amministratori nel consiglio di amministrazione, il diritto di veto su operazioni strategiche e l'obbligo di approvazione per modifiche statutarie, aumenti di capitale o operazioni di finanziamento superiori a una soglia prestabilita.²³

21 Le fasi di sviluppo di un'impresa nel ciclo di vita del venture capital: dalla fase seed alla late stage. Elaborazione personale.

22 Metrick, A., & Yasuda, A. (2021). *Venture Capital and the Finance of Innovation*. Wiley.

23 Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2003). Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *The Review of Economic Studies*, 70(2), 281–315.

Nell'ottica della futura exit, i contratti di investimento prevedono spesso meccanismi di co-vendita (tag-along) e trascinamento (drag-along). Il tag-along garantisce ai soci di minoranza la possibilità di vendere la propria quota alle stesse condizioni offerte ai soci di maggioranza in caso di vendita della società. Il drag-along, invece, consente ai soci di maggioranza o agli investitori principali di obbligare gli altri soci a vendere la propria quota a un acquirente terzo, favorendo la cessione dell'intera società a condizioni più vantaggiose. Inoltre, nei round di finanziamento più avanzati si utilizzano strumenti come le stock option per il management e i dipendenti, per incentivare la retention dei talenti chiave, e le convertible notes, che consentono di posticipare la valutazione della società, convertendo un prestito in equity in un successivo round di finanziamento.

L'utilizzo combinato di questi strumenti consente di equilibrare gli interessi tra investitori e imprenditori, riducendo i rischi per i finanziatori e creando un incentivo condiviso alla crescita dell'azienda e al raggiungimento di un'exit redditizia nel medio-lungo termine.

1.5 I principali attori del mercato del capitale di rischio

Nel panorama dell'attività istituzionale di investimento nel capitale di rischio, operano diversi attori con ruoli specifici, che variano in funzione del ciclo di vita dell'impresa, delle esigenze di finanziamento e degli obiettivi strategici perseguiti.

Dalle prime fasi, incubatori e acceleratori forniscono sostegno alle startup, mettendo a disposizione risorse, mentorship e accesso a reti di contatti per agevolare lo sviluppo del modello di business. In modo parallelo, i business angels, investitori privati con competenze imprenditoriali, apportano capitale proprio per supportare l'espansione delle aziende in fase seed e early stage.

Con la crescita dell'azienda, il venture capital (VC) gioca un ruolo fondamentale, indirizzando capitale istituzionale e privato verso imprese con elevato potenziale, in cambio di azioni e con un approccio proattivo nella supervisione. In certe situazioni, i corporate venture capital (CVC) supportano i fondi VC, costituendo divisioni di investimento di aziende di grandi dimensioni che finanziano startup con sinergie strategiche legate al loro core business.

Nelle fasi avanzate, quando le aziende necessitano di risorse per rafforzare la loro posizione o affrontare operazioni straordinarie, entrano in gioco i fondi di private equity (PE), utilizzando strategie di acquisizione e ristrutturazione finalizzate alla valorizzazione. Ogni soggetto gioca un ruolo, con metodi e finalità diversi, nel supportare il progresso e la competitività delle aziende, assistendole nel loro cammino di espansione e innovazione.

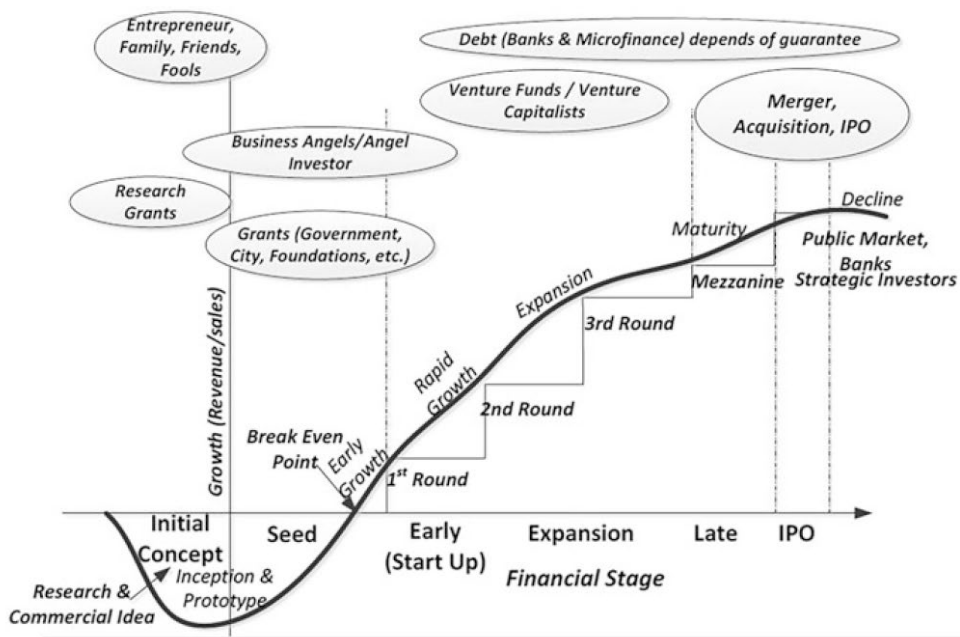


Fig. 2.1 Main typologies of funds. Source: Lasrado [3]

24

Nel contesto dell’ecosistema del capitale di rischio, è fondamentale comprendere non solo la funzione dei singoli attori, ma anche le loro interazioni lungo le diverse fasi di vita delle imprese target. L’investimento in startup e PMI innovative richiede una pluralità di competenze e risorse, e ogni tipologia di investitore risponde a specifiche esigenze in termini di capitale, know-how e orizzonte temporale.

Gli incubatori, per esempio, rappresentano un elemento cruciale nella fase pre-seed. Secondo la definizione fornita dalla National Business Incubation Association, gli incubatori sono strutture che forniscono supporto fisico, manageriale e infrastrutturale alle imprese emergenti, aiutandole a superare la fase di vulnerabilità iniziale attraverso servizi come mentorship, assistenza legale, marketing e accesso a network strategici. Il loro obiettivo è quello di ridurre il time-to-market e favorire la sopravvivenza e l’autonomia delle aziende incubate, che successivamente potranno accedere a capitali più strutturati come quelli offerti dal venture capital. In parallelo, i business angels costituiscono una fonte fondamentale di “patient capital”. Si tratta di investitori privati, spesso ex imprenditori o manager con elevata esperienza e capitale proprio, che decidono di finanziare startup in fase seed ed early-stage, contribuendo anche con competenze, rete di contatti e supporto strategico. Questi attori colmano un gap importante tra il finanziamento informale (friends and family) e il venture capital istituzionale, investendo in media tra il 5% e il 15% del loro patrimonio personale,

infatti la loro importanza nel panorama europeo è testimoniata da un investimento annuo di oltre 8 miliardi di euro, che rappresenta circa il 60% del mercato early-stage europeo.²⁵

Una volta superata la fase embrionale, le startup che dimostrano trazione sul mercato e potenziale di crescita diventano target appetibili per i fondi di venture capital (VC). Questi ultimi si caratterizzano per un approccio più strutturato e istituzionale, con una forte enfasi sulla iper-scalabilità del modello di business e una gestione attiva delle partecipazioni. Questa tipologia di investitori istituzionali non offre solo risorse finanziarie, ma anche un contributo attivo alla governance dell'impresa, supportandola nell'elaborazione della strategia, nell'internazionalizzazione e nella preparazione all'exit. Il capitale apportato proviene tipicamente da investitori istituzionali come fondi pensione, banche, assicurazioni e funds of funds. Accanto a questi, oggetto discusso nella tesi, troviamo una forma ibrida e crescente di attore, rappresentata dal Corporate Venture Capital (CVC), ossia le divisioni di investimento delle grandi aziende, soggetti che non operano con l'unico obiettivo del ritorno economico, ma cercano anche sinergie strategiche con le startup in cui investono, in termini di innovazione tecnologica, acquisizione di know-how o accesso a nuovi mercati. Il CVC, sebbene più selettivo, è cresciuto notevolmente negli ultimi anni, soprattutto nei settori high-tech, farmaceutico ed energetico.

Infine, quando le imprese raggiungono una maturità tale da giustificare operazioni di espansione, consolidamento o ristrutturazione, entrano in gioco i fondi di private equity (PE). Questi attori operano prevalentemente su aziende consolidate, spesso attraverso operazioni di buy-out, con l'obiettivo di aumentarne il valore e realizzare un'exit entro un arco temporale predefinito. A differenza del venture capital, che si concentra su minoranze qualificate, il private equity tende ad acquisire quote di controllo o intere partecipazioni, modificando in profondità la struttura e la strategia aziendale.

Il mercato del capitale di rischio si configura come un ecosistema articolato, dove ogni attore, dagli incubatori ai PE, svolge un ruolo determinante e sinergico. Comprendere le loro funzioni e complementarità è essenziale per analizzare l'efficacia complessiva del sistema nel sostenere l'innovazione e la crescita imprenditoriale.

25 Gallo, M., & Verdoliva, V. (2023). *Venture capital and private equity: Theory, evolution, and valuation*. Springer.

Capitolo 2: Il contributo del Venture Capital alla creazione di valore aziendale.

2.1 Il sostegno alla crescita e la mitigazione del rischio.

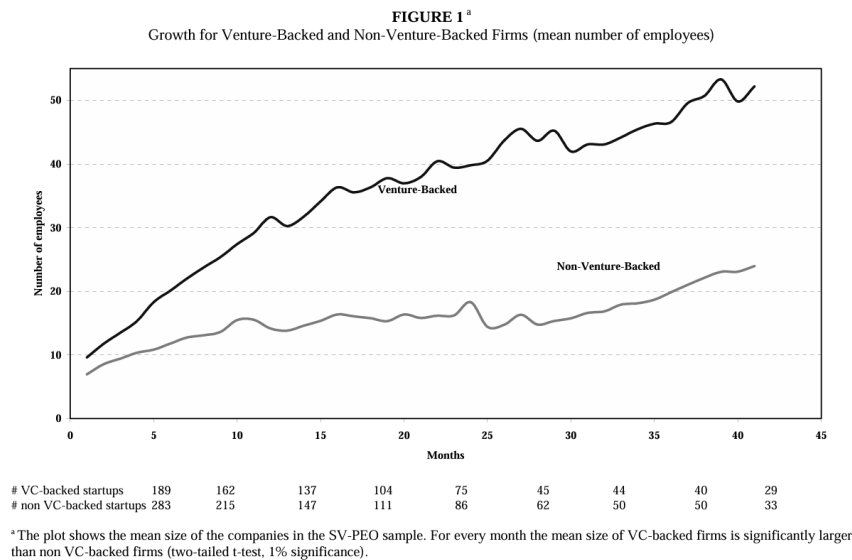
Nel primo capitolo sono stati approfonditi i concetti fondamentali legati al venture capital e alle modalità operative che caratterizzano questo tipo di attività istituzionale, evidenziando come si tratti di fondi di investimento specializzati nel finanziare aziende nelle prime fasi del loro ciclo di vita. In questa sezione, l'attenzione si concentra sul contributo che il venture capital apporta alla crescita delle startup e alla mitigazione dei rischi derivanti dall'incertezza. L'obiettivo è sostenere l'idea che il VC non si limiti al semplice ruolo di finanziatore, ma agisca come un investitore attivo, fornendo una molteplicità di risorse strategiche, operative e relazionali che possono costituire un importante vantaggio competitivo.

Nel contesto imprenditoriale iniziale, i fondatori di un'azienda si confrontano con una molteplicità di rischi che nella maggior parte dei casi potrebbero condurre il progetto di business verso il fallimento, di seguito vengono esposti:

- **Rischio di liquidità:** si riferisce alla possibilità che una startup non riesca a far fronte ai propri impegni finanziari nel breve termine, a causa dell'insufficienza di risorse liquide. Nelle fasi iniziali, in cui le entrate sono spesso limitate o inesistenti, può diventare critico sostenere le spese operative, pagare fornitori o retribuire il personale, mettendo a rischio la continuità aziendale.
- **Rischio operativo:** riguarda i problemi legati alla gestione interna e allo sviluppo del prodotto o servizio innovativo. Include difficoltà nell'organizzazione delle attività quotidiane, nella costruzione di processi efficienti e nella realizzazione di soluzioni tecnologiche funzionanti, affidabili e scalabili. Errori in queste aree possono compromettere seriamente la capacità dell'impresa di crescere o anche solo di entrare sul mercato.
- **Rischio finanziario:** associato alla mancanza di capitali sufficienti per sostenere attività cruciali come lo sviluppo del prodotto, il marketing e la crescita. Le startup, soprattutto nelle fasi iniziali, incontrano spesso difficoltà ad accedere a forme di credito tradizionali, a causa dell'assenza di garanzie o storicità aziendale.

L'investitore istituzionale in considerazione è in grado di mitigare questi rischi attraverso un'iniezione di capitale mirata, che consente ai founder di superare la fase di incertezza iniziale e pianificare lo sviluppo del business nel medio-lungo termine. Infatti, durante la fase cosiddetta pre-seed, il VC è in grado di accelerare il go-to-market, dotando la startup delle risorse per la creazione

del Minimum Viable Product (MVP), la validazione dell'idea di business e l'acquisizione dei primi clienti. Come mostrato nello studio di Foster, Dávila e Gupta (2000), le startup finanziate da venture capital mostrano un tasso di crescita significativamente superiore rispetto a quelle autofinanziate (bootstrapped), soprattutto in termini di occupazione e velocità di ingresso nel mercato.



26

Il grafico, infatti, confronta startup VC-backed con startup non VC-backed nei primi 45 mesi di vita, in funzione del numero di dipendenti (metrica riconosciuta dato che riflette una buona salute e sviluppo dell'impresa). Il grafico mostra due andamenti molto divergenti, con le venture backed nettamente superiori in termini di tasso di crescita. E' intuibile come i capitali raccolti possano permettere alle startup di investire precocemente in ricerca e sviluppo, marketing e internazionalizzazione, riducendo i tempi per l'ingresso sul mercato e aumentando la competitività.

Ulteriori studi, come quello di Engel (2002), dimostrano che l'accesso alle risorse apportate dal venture capital è associato a un aumento della capacità di attrarre capitale umano qualificato e partner strategici, grazie a una percezione di minore rischio e maggiore solidità del progetto imprenditoriale. Lo studio si distingue per la robustezza metodologica, basata su tecniche econometriche che controllano per due ordini di selezione: da un lato, la selezione osservabile, legata alla disponibilità e qualità dei dati; dall'altro, la selezione non osservabile, riconducibile alla tendenza dei venture capitalists a investire in imprese con elevato potenziale di successo. Attraverso questo duplice controllo, Engel riesce a isolare l'effetto causale dell'intervento del venture capital, evitando che i risultati siano distorti da bias di selezione. I risultati sono significativi: le imprese che hanno ricevuto

26 Foster, G., Dávila, A., & Gupta, M. (2000). Venture-capital financing and the growth of startup firms (Working Paper No. 1667). Stanford Graduate School of Business.

finanziamenti da fondi di venture capital registrano tassi di crescita dell'occupazione nettamente superiori rispetto alle controparti non finanziate, con una differenza che supera il 110% sia nei settori high-tech che low-tech. Questo dimostra che il valore aggiunto del venture capital non è confinato all'industria tecnologica, ma si estende trasversalmente a diversi comparti economici. Sebbene approfondito nei paragrafi successivi, è utile ricordare che il venture capitalist non apporta esclusivamente capitale, ma spesso affianca la startup come active owner. Porta con sé esperienza settoriale, accesso a network qualificati, capacità di indirizzare strategicamente le decisioni e, nei casi più strutturati, un'influenza diretta nei momenti critici della gestione aziendale. Questi elementi, pur se trattati in modo più approfondito nei successivi paragrafi 2.2 e 2.3, contribuiscono sin da subito a creare le condizioni per una mitigazione del rischio strategico e un'accelerazione della crescita.

Il venture capital rappresenta quindi uno strumento fondamentale per superare la fragilità iniziale delle startup, non solo in termini finanziari, ma anche come leva per ridurre e mitigare i rischi strutturali e abilitare la crescita. I capitali pazienti, uniti a un supporto attivo e competente, permettono ai founder di concentrarsi sull'esecuzione della propria visione imprenditoriale avendo a disposizione i capitali necessari al raggiungimento dei propri obiettivi.

2.2 Accesso a network strategici e sviluppo di nuove opportunità per le startup.

Come evidenziato nella letteratura di riferimento, uno degli elementi che differenzia maggiormente il venture capital da altre forme di finanziamento è la capacità di offrire, oltre al capitale finanziario, un accesso privilegiato a risorse relazionali e network strategici. Questo insieme di connessioni rappresenta un asset fondamentale per la crescita delle startup, soprattutto nelle prime fasi del ciclo di vita, quando l'impresa non dispone di credibilità, visibilità e capacità di instaurare relazioni commerciali solide.

Oltre a mettere a disposizione una serie di contatti strategici per migliorare l'operatività aziendale, un ulteriore elemento che contribuisce alla creazione di valore per le startup finanziate da venture capital è rappresentato dalla capacità dei venture capitalists di attivare dinamiche di collaborazione tra investitori, attraverso la pratica della sindacazione degli investimenti. Come evidenziato dallo studio di Lerner (1994), la sindacazione risponde all'esigenza di ridurre i rischi legati agli investimenti in imprese con alto potenziale di crescita, consentendo ai VC di condividere le informazioni raccolte durante la due diligence e di validare reciprocamente le proprie decisioni di investimento. Lo studio di Lerner mette in risalto un tema di fondamentale importanza: i fondi più affermati tendono a

sindacare tra loro nelle fasi iniziali, facilitando l'accesso delle startup a una pluralità di capitali e competenze e aumentando la probabilità di successo dei round successivi.²⁷

La qualità e l'estensione delle relazioni tra investitori sono positivamente correlate con le performance delle startup partecipate. Attraverso la collaborazione con altri investitori, ogni fondo VC amplia la propria base di competenze settoriali e geografiche, creando un ambiente favorevole allo sviluppo della startup e facilitando l'accesso a ulteriori opportunità di crescita e finanziamento. La presenza di un venture capitalist tra gli investitori iniziali è percepita come un segnale positivo dal mercato e dagli investitori istituzionali, incrementando così le possibilità di raccolta di capitali addizionali.

Bottazzi, Da Rin e Hellmann (2008) dimostrano, attraverso un modello econometrico che tiene conto di effetti di causalità inversa, che l'attivismo dei venture capitalists è positivamente correlato con la probabilità di successo della startup, misurata attraverso eventi di exit come IPO o acquisizioni. Inoltre, il loro studio evidenzia che la presenza di investitori con esperienza imprenditoriale aumenta la probabilità che questi si impegnino attivamente nello sviluppo della startup, anche supportandola nella raccolta di nuovi capitali, con un incremento stimato tra il 21% e il 46% rispetto agli investitori privi di tale esperienza.

Queste ricerche dimostrano come l'intervento del venture capitalist vada ben oltre il semplice apporto di capitale, configurandosi come un vero e proprio facilitatore di relazioni strategiche e di sviluppo di nuove opportunità per le imprese partecipate. I venture capitalists, in virtù della loro esperienza settoriale e della posizione che occupano nell'ecosistema imprenditoriale, mettono a disposizione delle startup un vero e proprio capitale relazionale che può essere declinato in diversi ambiti. Il VC facilita l'accesso a clienti e mercati, accelerando la fase di commercializzazione del prodotto e favorendo l'acquisizione di early adopters, i VC possono presentare le startup a potenziali clienti, partner strategici e talenti chiave. Queste connessioni possono accelerare l'ingresso nel mercato, espandere la base clienti e stabilire collaborazioni che offrono vantaggi competitivi.

2.3 Governance, controllo e apporto manageriale nelle imprese partecipate da venture capital.

Nella tradizionale operatività dei fondi di venture capital, successivamente alle fasi di screening, due diligence e apporto di capitali, prende avvio il processo finalizzato alla gestione e alla valorizzazione delle partecipazioni detenute in portafoglio. Nei paragrafi precedenti è stato evidenziato come

27 Lerner, J. (1994). The syndication of venture capital investments. *Financial Management*, 23(3), 16–27.

l'intervento dei fondi istituzionali contribuisca a mitigare i rischi affrontati dagli imprenditori e a favorire l'accesso a network e risorse strategiche funzionali alla crescita e allo sviluppo dell'impresa. In questo paragrafo, l'analisi si propone di assumere una prospettiva intermedia tra quella degli investitori e quella dei fondatori, con l'obiettivo di inquadrare in maniera oggettiva uno degli aspetti più delicati e controversi delle operazioni di venture capital: il tema della corporate governance e dell'influenza esercitata dai fondi nelle dinamiche decisionali attraverso la partecipazione al consiglio di amministrazione.²⁸

L'elevato ammontare di risorse finanziarie impiegate dai fondi di venture capital nelle startup rende indispensabile l'attivazione di strumenti di monitoraggio e controllo, finalizzati alla tutela dell'investimento e alla valorizzazione delle partecipazioni acquisite. In quest'ottica, risulta prassi consolidata da parte dei venture capitalists richiedere un posto nel consiglio di amministrazione dell'impresa finanziata, al fine di esercitare un'influenza diretta sulle decisioni strategiche e sulla gestione operativa. La necessità di una supervisione costante deriva da una molteplicità di fattori economici e organizzativi che caratterizzano gli investimenti in capitale di rischio. Tra questi, assume particolare rilevanza il rischio di comportamenti opportunistici da parte del management o degli amministratori della startup, dovuto alla presenza di potenziali conflitti di interesse tra i diversi soggetti coinvolti, infatti la presenza di amministratori interni con interessi "privati" può generare una crescente sfiducia da parte degli investitori istituzionali, i quali reagiscono intensificando la propria attività di monitoraggio attraverso la partecipazione diretta agli organi di governance.

Una ricerca effettuata da Rosenstein, Bruno e Bygrave ha evidenziato dal punto di vista empirico l'impatto sui Consigli di Amministrazione delle aziende partecipate da fondi di Venture Capital. Come si può vedere nella tabella seguente, con l'ingresso dell'investitore nella compagine azionaria si ha un incremento dei membri del consiglio di amministrazione: la media passa dai 3 membri prima del finanziamento ai 4,8 dopo il finanziamento.²⁹

	Prima del finanziamento	Dopo il finanziamento
N. aziende nel campione	134	154
Membri del CdA (media)	3	4,8
Membri interni (media)	n.d.	1,7

Un ulteriore elemento che giustifica la presenza dei venture capitalists negli organi di governance dell'impresa è riconducibile alla gestione del problema delle asimmetrie informative. Il documento

²⁸ Gervasoni, A., & Sattin, F. L. (2020). Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio. Guerini Next.

²⁹ Rosenstein, J., Bruno, A. V., Bygrave, W. D., & Taylor, N. T. (1993). The CEO, venture capitalists, and the board. *Journal of Business Venturing*, 8(2), 99–113. (La tabella)

redatto dalla Commissione Corporate Governance di AIFI (Associazione Italiana del Private equity, Venture Capital e Private Debt) evidenzia come l'investitore istituzionale, proprio in ragione della natura temporanea e di minoranza del proprio intervento, richieda l'adozione di un insieme di regole e strumenti societari volti a garantire la trasparenza della gestione e un costante accesso alle informazioni aziendali. Tali esigenze trovano attuazione nella previsione di diritti di rappresentanza del Socio Investitore all'interno del consiglio di amministrazione e nella definizione di obblighi di reporting periodico sull'andamento dell'attività, nonché nella possibilità di esercitare diritti di veto su decisioni strategiche. Attraverso tali meccanismi, l'investitore istituzionale intende riequilibrare lo squilibrio informativo esistente tra capitale imprenditoriale e capitale finanziario, riducendo l'incertezza legata alla gestione e prevenendo possibili comportamenti opportunistici da parte del management.³⁰

L'intervento dei venture capitalists nella governance delle startup non si esaurisce nell'ottenimento di un posto nel consiglio di amministrazione e nella gestione delle asimmetrie informative. Una volta acquisita una partecipazione nell'impresa, gli investitori istituzionali assumono un ruolo attivo nella gestione e nello sviluppo dell'attività aziendale, apportando un contributo significativo in tre principali ambiti: il supporto finanziario e il monitoraggio della performance, la pianificazione strategica e il supporto decisionale, e la gestione operativa con la selezione del management. Uno dei principali studi empirici sul tema, condotto da Gorman e Sahlman (1989), analizza l'effettivo coinvolgimento dei venture capitalists nelle imprese partecipate, l'analisi viene condotta attraverso un'indagine basata su interviste a 49 professionisti del settore: i risultati evidenziano come i venture capitalists dedichino in media circa il 60% del loro tempo lavorativo alla gestione e al monitoraggio delle imprese in portafoglio, confermando la natura proattiva del loro intervento. Tale contributo si concretizza in un insieme articolato di attività, che possono essere suddivise nelle tre categorie sopra menzionate.

Il primo contributo riguarda la fornitura di capitale e il monitoraggio continuo delle performance aziendali. Lo studio evidenzia che i venture capitalists non si limitano a un investimento iniziale, ma mantengono un coinvolgimento attivo durante l'intero ciclo di vita dell'investimento, spesso partecipando a successivi round di finanziamento. Tale supporto finanziario è strettamente condizionato al monitoraggio dell'andamento dell'impresa e al raggiungimento di specifici obiettivi, secondo una logica di milestone financing. Dai dati raccolti emerge che i venture capitalists dedicano in media oltre 80 ore all'anno di presenza fisica presso le imprese in portafoglio, oltre a circa 30 ore

30 AIFI – Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital. (2005). Private equity e corporate governance delle imprese.

di interazione telefonica o a distanza. Questo impegno è motivato dalla necessità di garantire una supervisione costante sull'uso delle risorse finanziarie e sull'avanzamento operativo dell'impresa, riducendo i rischi connessi alla gestione imprenditoriale. Il secondo ambito di intervento riguardante la partecipazione alla definizione della strategia aziendale e al processo decisionale, trova conferma in quanto lo studio di Gorman e Sahlman (1989) mostra come il 67% dei venture capitalists intervistati considera il supporto strategico tra le attività più rilevanti svolte nei confronti delle imprese partecipate. Tale contributo si manifesta attraverso il confronto periodico con i founder e il management team, l'analisi di opportunità di sviluppo (come l'espansione in nuovi mercati o la realizzazione di acquisizioni) e il supporto nei momenti critici, come la necessità di un pivot del modello di business. In tal senso, la partecipazione al consiglio di amministrazione costituisce per i venture capitalists uno strumento privilegiato per esercitare tale funzione, consentendo loro di influenzare le decisioni strategiche e di indirizzare l'impresa verso traiettorie di crescita sostenibile.

Il terzo fattore indicato precedentemente riguarda la gestione operativa dell'impresa e la composizione del team manageriale. La stessa indagine rileva che il 62% degli intervistati dichiara di essere attivamente coinvolto nella ricerca e selezione di figure manageriali per le imprese in portafoglio. Tale attività si concretizza spesso nella sostituzione dei founder o di membri del management team ritenuti non adeguati alla fase di sviluppo dell'impresa. Lo studio riporta, infatti, che i venture capitalists intervistati avevano sostituito, in media, circa tre CEO nel corso della loro carriera, confermando la centralità della costruzione di un management team competente e allineato agli obiettivi di crescita. Questo intervento, sebbene talvolta percepito dai founder come una limitazione dell'autonomia imprenditoriale, rappresenta uno strumento essenziale per garantire la professionalizzazione e la strutturazione aziendale.³¹

Il coinvolgimento attivo dei venture capitalists nella gestione e nella governance delle startup rappresenta uno degli elementi distintivi del modello di business del venture capital. Tuttavia, se da un lato questo contributo può favorire la crescita e la professionalizzazione dell'impresa, dall'altro è spesso percepito dai fondatori come una potenziale interferenza nella propria autonomia imprenditoriale. La presenza degli investitori istituzionali, infatti, implica inevitabilmente una ridefinizione degli equilibri decisionali interni, con effetti talvolta ambivalenti sul rapporto fiduciario tra imprenditori e finanziatori. Uno dei principali motivi di tensione tra fondatori e venture capitalists è rappresentato dalla progressiva perdita di autonomia decisionale da parte dei primi. A riguardo, uno studio accademico di Sapienza e Gupta (1994) rileva come l'intensità dell'interazione tra venture

31 Gorman, M., & Sahlman, W. A. (1989). What do venture capitalists do? *Journal of Business Venturing*, 4(4), 231-247.

capitalists e CEO tenda ad aumentare nei contesti caratterizzati da maggiore incertezza operativa, minore esperienza manageriale e maggiore rischio percepito. Se queste assunzioni sussistono i venture capital intensificano il monitoraggio e l'intervento gestionale per ridurre i rischi legati alla relazione d'agenzia, ma ciò può essere percepito dai founder come una forma di controllo eccessivo, tale da limitare la libertà di attuare la propria visione imprenditoriale.³²

Le tensioni tra imprenditori e venture capitalists emergono spesso da un conflitto strutturale di obiettivi e orizzonti temporali. Come spiegano Cable e Shane (1997), la relazione tra le due parti può essere interpretata come un dilemma del prigioniero, in cui entrambi i soggetti trarrebbero beneficio da una cooperazione stabile, ma sono spinti da interessi divergenti che li portano a comportamenti difensivi o opportunistici. I founder, ad esempio, possono temere che i VC esercitino pressioni eccessive sul raggiungimento di risultati di breve termine o che intervengano direttamente nella selezione del management, alterando gli equilibri originali dell'organizzazione.³³ A ciò si aggiunge il rischio, concreto, di una sostituzione forzata dell'imprenditore, soprattutto nei casi in cui i VC detengano diritti di controllo rafforzati nel consiglio di amministrazione. Gli imprenditori si trovano spesso costretti ad accettare contratti che attribuiscono ampi diritti di controllo ai venture capitalists, pur essendo consapevoli del rischio di perdere il controllo dell'impresa. Questo avviene soprattutto nei casi in cui il capitale esterno è indispensabile alla sopravvivenza del progetto, e il fondatore è in una posizione negoziale debole. Il rapporto tra questi due attori è segnato da un delicato equilibrio tra supporto strategico e invasività gestionale. Sebbene l'intervento dei VC possa generare valore significativo per la startup, è essenziale che tale collaborazione si fondi su trasparenza, fiducia reciproca e allineamento di lungo periodo, solo in questo modo è possibile trasformare un potenziale conflitto in una leva di sviluppo sostenibile.

L'analisi condotta fino a questo punto ha evidenziato come l'intervento attivo dei venture capitalists nella governance e nella gestione delle startup possa rappresentare, per i fondatori, un elemento ambivalente: da un lato, fonte di risorse, competenze e network strategici; dall'altro, motivo di tensione e di progressiva perdita di autonomia imprenditoriale. Tuttavia, l'evidenza empirica disponibile suggerisce che la presenza dei venture capitalists negli organi di governance non si limiti a un esercizio di controllo, ma contribuisca concretamente allo sviluppo e alla professionalizzazione dell'impresa.

32 Sapienza, H. J., & Gupta, A. K. (1994). Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist-CEO interaction. *Academy of Management Journal*, 37(6), 1618–1632.

33 Cable, D. M., & Shane, S. (1997). A prisoner's dilemma approach to entrepreneur–venture capitalist relationships. *Academy of Management Review*, 22(1), 142–176.

Uno studio condotto da Wijbenga, Postma e Strätling (2005) su un campione di 93 imprese finanziate da venture capital conferma che l'apporto degli investitori istituzionali in termini di governance genera un forte orientamento al controllo, in particolare sui costi, da parte del management, contribuendo in modo significativo al miglioramento delle performance economico-finanziarie delle startup partecipate. Tali risultati evidenziano che l'influenza esercitata dai venture capitalists non si traduce esclusivamente in una limitazione dell'autonomia imprenditoriale, ma rappresenta un fattore determinante per l'efficienza gestionale e il consolidamento organizzativo dell'impresa.³⁴

Questi risultati trovano ulteriore conferma nello studio più recente di Amornsiripanitch, Gompers e Xuan (2019), che, analizzando un ampio campione di imprese venture capital-backed, rilevano che la presenza dei venture capitalists nel consiglio di amministrazione è positivamente associata a iniziative volte a rafforzare la governance aziendale, quali il reclutamento di manager e membri indipendenti del board attraverso il network degli investitori, nonché a un incremento della probabilità di operazioni straordinarie come fusioni o acquisizioni. Tale coinvolgimento, pur comportando un'intensificazione del controllo, risulta funzionale alla creazione di valore e alla crescita sostenibile dell'impresa.³⁵ Sebbene il rapporto tra venture capitalists e fondatori possa generare tensioni e divergenze, le evidenze disponibili suggeriscono che un intervento attivo e strutturato da parte degli investitori istituzionali rappresenti, nella maggior parte dei casi, un catalizzatore per lo sviluppo manageriale e il successo delle startup partecipate.

2.4 Il focus sull'innovazione e il raggiungimento del vantaggio competitivo.

Nei giorni in cui si scrive questa tesi, le principali economie mondiali stanno investendo ingenti risorse nella ricerca e nello sviluppo di tecnologie legate all'intelligenza artificiale. Tali investimenti riflettono una visione in cui l'innovazione tecnologica, e in particolare l'interazione sempre più stretta tra uomo e tecnologia, viene considerata leva strategica per aumentare la produttività sistemica e generare benefici tangibili per l'intera società.

In questo contesto, il venture capital si conferma uno strumento fondamentale non solo per sostenere le fasi iniziali di sviluppo delle startup, ma soprattutto per accelerare l'innovazione e rafforzare la competitività delle imprese partecipate. Il presente paragrafo intende esplorare il ruolo del capitale di rischio come catalizzatore dell'innovazione e fattore abilitante del vantaggio competitivo, analizzando alcune delle dinamiche che legano in modo diretto l'attività dei fondi VC al successo

34 Wijbenga, F. H., Postma, T. J. B. M., & Strätling, R. (2005). The influence of venture capitalists on the strategic direction of portfolio companies. *Corporate Governance: An International Review*, 13(3), 222–233.

35 Amornsiripanitch, N., Gompers, P. A., & Xuan, Y. (2019). More than money: Venture capitalists on boards. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 35(3), 513-542.

delle imprese tecnologiche emergenti. Attraverso il riferimento a studi accademici e dati empirici, verranno esaminate le correlazioni tra venture capital, numero di brevetti depositati, investimenti in ricerca e sviluppo e capacità di scalabilità. L'obiettivo è quello di rafforzare ulteriormente la tesi secondo cui il venture capital non si limita a finanziare l'innovazione, ma rappresenta un attore chiave nella costruzione del vantaggio competitivo delle startup, in un mondo in cui il progresso tecnologico costituisce una condizione necessaria per la crescita e la sopravvivenza nel lungo periodo.

Il venture capital (VC) è riconosciuto come un potente catalizzatore per l'innovazione nelle startup, contribuendo in modo significativo al loro vantaggio competitivo. Infatti, Kortum e Lerner (2000) hanno stimato che un dollaro investito da fondi VC è circa tre volte più efficace nel generare brevetti rispetto a un dollaro speso in R&D tradizionale: pur rappresentando in media meno del 3% della spesa privata in R&D negli USA negli anni '80, il VC ha contribuito a circa l'8% delle innovazioni industriali.³⁶ Evidenze più recenti confermano ed espandono questo impatto, una ricerca della Federal Reserve Bank of St. Louis rileva infatti, che le imprese USA finanziate da VC hanno assunto un ruolo crescente nell'innovazione nazionale: la quota di brevetti detenuta da aziende che hanno ricevuto VC è aumentata costantemente, avvicinandosi al 40% di tutti i brevetti detenuti da società quotate intorno al 2015. Parallelamente, le startup sostenute da venture capital investono proporzionalmente di più in ricerca e sviluppo: entro la metà degli anni 2010 esse contribuivano a circa il 20-30% della spesa totale in R&D delle società pubbliche statunitensi, nonostante costituissero una minoranza di tali aziende.

Le startup VC-backed, come descritto nei paragrafi precedenti della tesi, godono di un'accelerazione nel ciclo di sviluppo e scale-up, riflettendosi in performance superiori rispetto a imprese simili prive di tali finanziamenti. Questo avviene principalmente dato che il capitale di rischio non fornisce solo risorse finanziarie, ma anche mentorship, competenze manageriali e accesso a network commerciali che aiutano le nuove imprese a scalare rapidamente e ad espandersi su nuovi mercati.

Uno dei contributi più rilevanti sul ruolo del venture capital nell'accelerazione dell'innovazione è fornito dallo studio di Hellmann e Puri (2000), i quali analizzano un campione di oltre 170 startup tecnologiche della Silicon Valley dimostrando che le imprese finanziate da venture capital mostrano una maggiore probabilità di adottare strategie orientate all'innovazione, come l'introduzione di un CEO esterno e una più rapida transizione verso la fase di commercializzazione del prodotto. In

36 Kortum, S., & Lerner, J. (2000). Assessing the contribution of venture capital to innovation. *RAND Journal of Economics*, 31(4), 674-692.

particolare, le startup VC-backed impiegano significativamente meno tempo per portare sul mercato il proprio prodotto, anche a parità di settore e dimensioni iniziali.³⁷

Ulteriori conferme derivano da ricerche analoghe, si stima che le società quotate che hanno ricevuto finanziamento da venture capital mostrano una maggiore crescita post-IPO su più dimensioni: in media il rapporto R&D/fatturato è più alto di 5,2 punti percentuali rispetto alle aziende non VC-backed, il tasso di crescita annuale dell'occupazione è maggiore di 4,9 punti percentuali e quello delle vendite di 7,0 punti percentuali, controllando per settore e anno. Queste performance si traducono in un consistente vantaggio competitivo sul mercato: le imprese con passaggio da venture capital presentano valutazioni di mercato superiori del 37% rispetto alle controparti senza VC.³⁸

Accanto ai dati quantitativi, sono le storie di successo concrete a rendere evidente l'impatto trasformativo del venture capital. Aziende oggi iconiche come Airbnb e Uber ne sono esempi emblematici: nate da idee ambiziose ma con risorse limitate, sono riuscite in pochi anni a imporsi su scala globale proprio grazie al sostegno dei fondi VC ricevuto nelle fasi iniziali. I capitali raccolti, uniti al supporto strategico degli investitori, hanno permesso loro di crescere rapidamente, ampliare il proprio raggio d'azione e conquistare quote di mercato in tempi impensabili con i soli mezzi tradizionali. In definitiva, ciò che emerge sia dall'esperienza concreta che dalla letteratura accademica è che il venture capital agisce come un vero e proprio catalizzatore per le startup: accelera l'innovazione, favorisce lo sviluppo di nuovi prodotti e consente di scalare con velocità e ambizione. È questo mix di visione imprenditoriale, capitale paziente e supporto strategico che rende possibile la costruzione di un vantaggio competitivo solido e duraturo nel contesto economico globale di oggi.

2.5 L'Integrazione dei criteri ESG nei processi di investimento del venture capital.

Negli ultimi anni il ruolo del venture capital si è esteso oltre la semplice crescita economica, abbracciando in misura crescente i principi ESG (Environmental, Social & Governance) e la sostenibilità aziendale. Si possono distinguere due approcci: i fondi VC tradizionali, orientati principalmente al rendimento finanziario, che tuttavia iniziano ad integrare criteri ESG nei propri processi di investimento; e i fondi impact VC, nati con l'esplicito obiettivo di coniugare ritorni economici con impatti sociali e ambientali positivi. Mentre in passato il venture capital prestava scarsa attenzione formale a questi aspetti, oggi stiamo assistendo a un cambiamento di paradigma:

37 Hellmann, T., & Puri, M. (2000). The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital. *Review of Financial Studies*, 13(4), 959-984.

38 Greenwood, J., Han, P., & Sánchez, J. M. (2022). Venture Capital: A Catalyst for Innovation and Growth. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 104(2), 127-150.

secondo un'indagine di PitchBook (2024), circa il 64% dei gestori di fondi di private equity e venture capital dichiara di incorporare fattori ESG nelle decisioni di investimento.³⁹

Questa evoluzione è in parte trainata dalle richieste dei Limited Partners (LPs) istituzionali: i grandi investitori in fondi (come fondi pensione, fondazioni, etc.) vedono sempre più l'ESG come parte integrante della due diligence e della gestione, reputandolo uno strumento per mitigare i rischi e migliorare i rendimenti di lungo periodo. In parte è legata alla crescita del fenomeno degli impact VC specializzati: secondo un'analisi di Different Funds, già l'11% dei venture capitalist USA adotta una strategia esplicita o implicita orientata all'ESG/impact, percentuale che, pur rappresentando ancora una nicchia, è in rapido aumento. Il numero di nuovi fondi VC dedicati a investimenti sostenibili è quadruplicato, passando da pochi più di 10 fondi nel 2015 a circa 40 nel 2019, e la raccolta annua di capitale da parte di questi fondi è salita di pari passo da circa \$0,5 miliardi a oltre \$2,4 miliardi nello stesso periodo. Sebbene i fondi VC ESG tendano ad avere dimensioni medie ancora più piccole rispetto ai fondi tradizionali (in media \$65M contro \$124M negli USA), la loro incidenza sul mercato è cresciuta: la quota di capitale totale del venture capital raccolta con tesi ESG/impact è passata dal 2% nel 2015 al 4% nel 2019, fino a sfiorare l'8% nel 2020. Questo trend indica che, pur essendo l'impact investing nel VC ancora emergente, esso sta diventando una componente importante dell'ecosistema finanziario dell'innovazione, sostenuto dalla domanda di soluzioni alle sfide climatiche e sociali e dall'interesse di investitori orientati al lungo termine.

Un punto centrale del dibattito è se l'integrazione dei criteri ESG supporti o penalizzi le performance delle startup e dei fondi VC. La visione prevalente, suffragata da evidenze crescenti, è che sostenibilità e rendimento non siano obiettivi in conflitto, anzi possono rafforzarsi a vicenda. Molti investitori istituzionali ritengono che considerare i fattori ESG migliori il profilo di rischio-rendimento: in un sondaggio globale 2023, ben il 93% degli investitori professionali ha affermato che incorporare fattori ESG migliora i rendimenti corretti per il rischio nel lungo termine.

Questo perché le startup attente alla sostenibilità spesso gestiscono meglio i rischi normativi, reputazionali e di mercato, e colgono opportunità legate a nuovi trend (es. tecnologie pulite, prodotti etici) che possono tradursi in vantaggi competitivi. Antler, un importante fondo VC internazionale, ha analizzato il proprio portafoglio e trovato risultati illuminanti: le startup che integrano la sostenibilità nelle loro operazioni tendono ad ottenere maggiore traction di mercato, valutazioni più elevate e ad attirare più capitali di follow-on rispetto alle altre. In altri termini, dall'esperienza di Antler la sostenibilità appare una leva strategica che favorisce la crescita precoce delle imprese, invece che un semplice costo o vincolo etico. Anche sul piano accademico iniziano ad emergere

39 PitchBook. (2024). Sustainable Investment Survey: ESG integration in private equity and venture capital.

evidenze positive: sebbene gli studi sul VC siano ancora limitati, ricerche sui mercati pubblici mostrano una correlazione positiva tra buone pratiche ESG e performance finanziaria, e i primi segnali nel mondo delle startup indicano che quelle a impatto sociale/ambientale non performano peggio delle altre, anzi in alcuni casi conseguono risultati migliori.

Un rapporto di Morgan Stanley e BCG ha rilevato che le nuove imprese focalizzate su soluzioni sostenibili (es. energie rinnovabili, economia circolare) registrano tassi di crescita e valutazioni comparabili o superiori alle controparti tradizionali, sfatando il mito di un “sacrificio del rendimento” nell’impact investing. Inoltre, i fondi impact VC di maggior successo dimostrano che è possibile ottenere rendimenti di mercato insieme a impatti misurabili: ad esempio, Rise Fund (TPG) e Generation Investment Management hanno generato IRR (Internal Rate of Return) competitivi investendo in istruzione, sanità e tecnologie pulite, segnalando che l’attenzione agli ESG può coesistere con la creazione di valore economico.⁴⁰ Va comunque notato che permangono differenze nelle strategie: alcuni impact fund adottano un approccio “impact-first”, accettando orizzonti di ritorno più lunghi o rendimenti leggermente inferiori in cambio di impatto sociale maggiore, mentre i VC tradizionali tendono a seguire un approccio “finance-first” integrando l’ESG solo se allineato coi ritorni attesi.

In generale, la convergenza tra venture capital e criteri ESG è ormai avviata: questi ultimi stanno diventando parte integrante del mainstream, spinti sia dall’alto – ovvero da investitori istituzionali (LPs) e regolatori – sia dal basso, grazie alla crescente diffusione di imprenditori “mission-driven” e a una domanda di mercato sempre più orientata verso soluzioni sostenibili. A livello operativo, questo si traduce in pratiche concrete come l’integrazione di checklist ESG nei processi di due diligence, l’adozione di policy per la diversità e l’inclusione all’interno dei team fondatori, e un supporto attivo dei VC nello sviluppo responsabile delle startup. Queste azioni non si limitano a produrre risultati positivi sul piano ambientale e sociale, ma sembrano anche correlarsi a una maggiore solidità e resilienza delle imprese finanziate, con benefici tangibili sulla performance nel medio-lungo termine.

In questo scenario, il venture capital si configura come uno dei motori potenzialmente più efficaci per promuovere l’innovazione sostenibile. Se da un lato i fondi tradizionali iniziano a incorporare i criteri ESG per ridurre i rischi e intercettare nuove opportunità, dall’altro i fondi “impact” spingono ancora oltre, finanziando attivamente progetti orientati al raggiungimento degli SDGs (Sustainable Development Goals). Le evidenze finora disponibili suggeriscono che questi approcci non solo non penalizzano i rendimenti, ma in molti casi li migliorano, delineando una possibile sinergia tra obiettivi economici e obiettivi di impatto. Man mano che l’ecosistema evolve, sarà fondamentale affinare gli

40 Morgan Stanley & Boston Consulting Group. (2023). The growing importance of sustainability in venture investing.

strumenti di misurazione e rendicontazione dell'impatto, per valutare con rigore i risultati sia in termini finanziari che di sostenibilità. Tuttavia, i trend attuali lasciano intravedere con chiarezza una traiettoria: il futuro del venture capital sarà sempre più orientato alla responsabilità, alla trasparenza e allo sviluppo sostenibile.

Capitolo 3: Prospettive e applicazioni pratiche: il caso Trade Republic

3.1 Criteri di selezione del caso studio

La scelta di Trade Republic come caso studio nasce dall'esigenza di approfondire in chiave applicativa il ruolo del venture capital nello sviluppo di una startup ad alto potenziale. Dopo aver esplorato nei capitoli precedenti i fondamenti teorici e le evidenze empiriche sul contributo strategico del capitale di rischio, questo intende offrire una verifica concreta di tali assunti ponendo l'attenzione su un caso reale, documentato e rappresentativo. L'obiettivo non è soltanto descrivere il percorso di crescita di Trade Republic, ma comprendere come l'intervento dei fondi di venture capital abbia contribuito in modo determinante alla costruzione del vantaggio competitivo ottenuto nel settore fintech. Questo è avvenuto attraverso il supporto finanziario, ma soprattutto grazie alla partecipazione attiva nella governance, nella definizione della strategia e nello sviluppo operativo, i fondi hanno accompagnato l'azienda in un processo di trasformazione profonda, che ha reso possibile il percorso di Trade Republic da broker emergente a piattaforma bancaria digitale paneuropea.

L'azienda oggetto del caso studio si presenta dunque come un caso paradigmatico per osservare non solo l'impatto del venture capital sulla iper-scalabilità, ma anche la sua capacità di attivare meccanismi di differenziazione, posizionamento e sostenibilità competitiva nel lungo periodo. Questo capitolo analizza tali dinamiche con l'intento di inquadrare le teorie e i modelli presentati finora in una prospettiva pratica e coerente con l'evoluzione di Trade Republic.

La selezione di questo determinato caso studio è stata guidata da una serie di criteri qualitativi, individuati per garantire coerenza con l'obiettivo del capitolo: analizzare in che modo il venture capital possa contribuire concretamente alla costruzione di un vantaggio competitivo. I principali fattori considerati sono stati:

- Rilevanza settoriale: Trade Republic opera nel settore fintech, un ambito particolarmente esposto a dinamiche di innovazione, pressione competitiva e trasformazione digitale. La capacità di costruire un vantaggio competitivo in questo contesto implica necessariamente una combinazione di risorse finanziarie, tecnologiche e strategiche, rendendo il caso particolarmente significativo.
- Intensità e qualità dell'intervento VC: L'azienda ha raccolto oltre un miliardo di euro in capitali di rischio attraverso molteplici round, coinvolgendo fondi di primo piano come Sequoia Capital, Accel, Founders Fund e altri. La dimensione e la composizione degli investimenti rendono il caso esemplare per analizzare l'impatto concreto del venture capital non solo in termini di finanziamento, ma anche di supporto attivo alla governance e alla strategia.

- Accessibilità e trasparenza informativa: Il caso è ampiamente documentato grazie a fonti ufficiali, comunicati stampa, articoli, interviste e report settoriali. Ciò consente una ricostruzione precisa delle tappe evolutive dell'azienda e del ruolo svolto dai VC nelle diverse fasi del suo sviluppo.
- Chiarezza delle dinamiche strategiche: L'influenza esercitata dal venture capital è osservabile in diversi ambiti: internazionalizzazione, ampliamento dell'offerta, posizionamento competitivo, ridefinizione del modello di business e passaggio da broker a challenger bank. Tali scelte risultano coerenti con quanto teorizzato in letteratura circa l'apporto strategico dei VC.
- Valore dimostrativo e narrativo: Trade Republic rappresenta una storia imprenditoriale recente, credibile e riconoscibile, che consente di comprendere nella pratica come un'impresa early-stage possa evolversi fino a diventare un attore di riferimento nel mercato europeo. La trasformazione realizzata testimonia l'effettiva possibilità di costruire un vantaggio competitivo sostenibile grazie al contributo del venture capital.

Alla luce di questi elementi, Trade Republic si presenta come un caso ideale per confermare, tramite evidenza pratica, le ipotesi sviluppate nei capitoli precedenti sulla relazione tra capitale di rischio, dinamiche di crescita e creazione di valore competitivo.

3.2 Il percorso di Trade Republic: origini, crescita e trasformazione

Trade Republic è oggi una delle principali realtà fintech europee, attiva nel settore della gestione del risparmio e degli investimenti mobiliari. La società offre un'applicazione mobile attraverso cui gli utenti possono investire in azioni, ETF, criptovalute, obbligazioni e piani di accumulo senza commissioni variabili, con un'interfaccia semplice, intuitiva e orientata a una clientela giovane e digitalizzata. A partire dal 2023, ha ampliato i propri servizi includendo conti correnti, IBAN locale, carte di pagamento e interessi sulla liquidità non investita, posizionandosi così come una vera e propria banca digitale. Ad oggi, conta oltre 8 milioni di utenti in 17 Paesi, gestisce un patrimonio di circa 100 miliardi di euro e ha superato una valutazione di mercato pari a 5 miliardi di euro.

Fondata nel 2015 a Monaco di Baviera da Christian Hecker, Thomas Pischke e Marco Cancellieri, Trade Republic nasce con l'obiettivo dichiarato di democratizzare l'accesso ai mercati finanziari, offrendo uno strumento semplice, trasparente e privo delle barriere economiche e tecniche tipiche dell'investimento tradizionale. La vision aziendale si fonda sull'idea di rendere l'investimento una valorizzazione razionale e consapevole dei propri risparmi, svincolata dalle dinamiche speculative.⁴¹ I tre fondatori, con background differenti, provenienti rispettivamente da studi in filosofia, fisica e

⁴¹ Wired Italia. (2023). Trade Republic vuole essere la banca della GenZ. Wired.it.

informatica, uniscono competenze eterogenee ma complementari, accomunati dalla convinzione che la tecnologia potesse abbattere le soglie d'ingresso all'investimento retail.

L'idea prende forma all'interno di un programma di incubazione presso Comdirect Bank, allora controllata da Commerzbank. In questa fase embrionale, che si estende per oltre tre anni, viene costruita l'infrastruttura tecnologica, vengono definiti i processi di compliance e vengono avviate le procedure per l'ottenimento della licenza bancaria presso BaFin, l'autorità di vigilanza finanziaria tedesca. Si tratta di una fase di sviluppo cruciale in cui l'impresa investe in solidità regolamentare e scalabilità tecnica ancora prima di testare il mercato. In questi anni, secondo quanto riportato da Finance Forward, Comdirect aveva inizialmente considerato l'opportunità di investire nella startup, ma dopo discussioni interne ha deciso di non procedere optando invece per lo sviluppo di una propria applicazione di investimento.⁴²

Successivamente alla conclusione del programma di incubazione presso Comdirect Bank, Trade Republic si trova alla ricerca di un primo partner finanziario capace di sostenere il progetto in una fase ancora altamente rischiosa. Sino AG, società di brokerage tedesca fondata nel 1998, specializzata in servizi di trading ad alta frequenza per clienti istituzionali e professionisti del mercato, pur non essendo un fondo di venture capital tradizionale, decide di attrezzarsi per cogliere le opportunità offerte dal nascente ecosistema fintech. Tramite la sua controllata Sino Beteiligungen GmbH, creata ad hoc, individua in Trade Republic un potenziale di innovazione strategica nel trading digitale.

Nel 2017, Sino AG investe circa 3 milioni di euro nella startup, acquisendo una partecipazione di maggioranza superiore al 60%. Le risorse finanziarie messe a disposizione consentono a Trade Republic di completare lo sviluppo dell'infrastruttura tecnologica, ottenere la licenza bancaria presso BaFin e prepararsi al lancio ufficiale sul mercato. Tuttavia, il supporto di Sino AG non si limita al capitale: il CEO, Ingo Hillen, assume un ruolo diretto nella governance dell'azienda, affiancando i founder nella gestione operativa durante la delicata fase di pre-lancio, facendo beneficiare la startup di competenze specialistiche nel settore dei mercati finanziari.

Con il lancio ufficiale della piattaforma nel 2019, Trade Republic entra nella sua prima fase di operatività commerciale, proponendo un modello innovativo di trading mobile a basso costo. Forte di un'infrastruttura tecnologica solida e del supporto operativo di Sino AG, la startup conquista rapidamente un segmento di utenti giovani e digitalmente orientati, confermando la validità della propria value proposition. Il successo iniziale sul mercato tedesco evidenzia però anche la necessità

42 Finance Forward. (2021). Wie sich Trade Republic von Comdirect trennte. Finance Forward.

di accelerare i piani di espansione e di scalabilità, nello stesso anno infatti Trade Republic apre il proprio capitale ai primi investitori istituzionali.

Nel 2019, la startup conclude un round di finanziamento di Serie A guidato da Creandum e Project A Ventures, raccogliendo circa 10 milioni di euro. L'ingresso dei fondi di venture capital rappresenta un passaggio cruciale: da un lato fornisce a Trade Republic le risorse necessarie per accelerare la propria crescita, dall'altro segna l'inizio della progressiva diluizione di Sino AG, che comincia a cedere parte della propria partecipazione, realizzando così una significativa plusvalenza rispetto all'investimento seed originario. I fondatori, pur vedendo una leggera riduzione della propria quota azionaria a seguito dell'aumento di capitale, mantengono il controllo strategico della società, affiancati dai nuovi investitori istituzionali. Dopo il lancio nel 2019 nel mercato tedesco, Trade Republic inizia a costruire una base utenti solida, intercettando una domanda latente di strumenti di investimento semplici, trasparenti e accessibili. L'approccio mobile-first, l'assenza di commissioni variabili e l'offerta di ETF gratuiti riscuotono immediato successo tra i giovani risparmiatori e la piattaforma si radica progressivamente nel tessuto finanziario tedesco, ponendo le basi per un'espansione futura.

L'anno successivo, nel 2020, l'arrivo della pandemia da Covid-19 modifica radicalmente le dinamiche di risparmio e investimento in tutta Europa. I lockdown, il risparmio forzato e la crescente attenzione verso i mercati finanziari generano una nuova ondata di investitori retail. Trade Republic si trova nella posizione ideale per cavalcare questa tendenza: il numero di clienti cresce in modo esponenziale e la piattaforma diventa una delle principali porte d'accesso ai mercati azionari per la nuova generazione europea. Per sostenere questa crescita repentina, Trade Republic chiude un round di Serie B, raccogliendo 62 milioni di euro grazie al sostegno di investitori come Accel e Founders Fund. È una fase cruciale: l'obiettivo non è più semplicemente consolidare la presenza in Germania, ma preparare la scalabilità infrastrutturale necessaria per una futura espansione continentale.

L'anno successivo, Trade Republic compie il salto di scala abbandonando definitivamente la dimensione nazionale e affacciandosi su nuovi mercati europei. I primi lanci avvengono in Austria, Francia, Spagna e Italia. L'internazionalizzazione non è improvvisata, infatti il modello operativo viene adattato per rispondere alle esigenze normative e culturali di ciascun Paese pur mantenendo intatta l'essenza di semplicità che caratterizza il servizio.

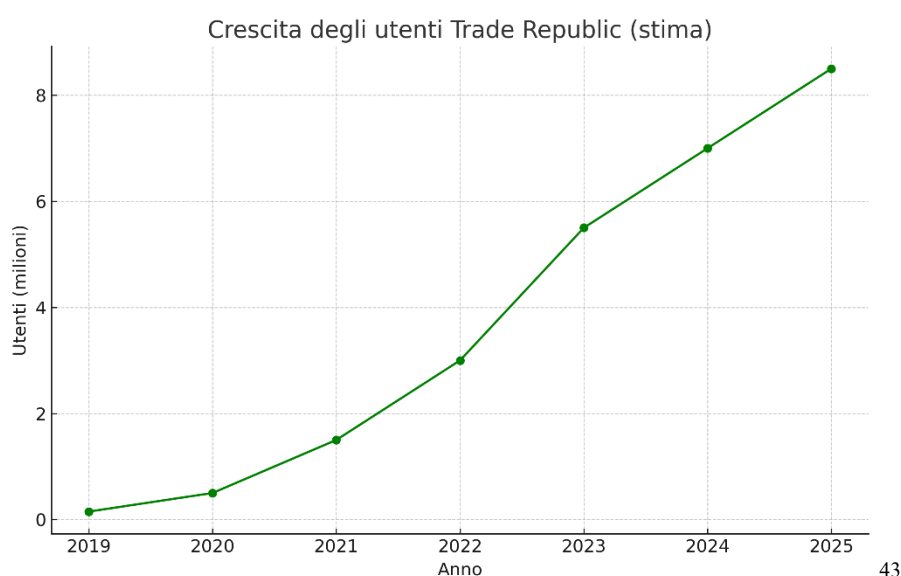
Nel maggio dello stesso anno, l'azienda raccoglie 900 milioni di dollari in un round di Serie C guidato da Sequoia Capital, portando la valutazione oltre i 5 miliardi di euro, l'ingresso di un investitore di tale calibro legittima Trade Republic come protagonista globale nel fintech europeo. Con questi capitali l'azienda sarà in grado di ampliare l'offerta, nei mesi successivi introduce il trading in

criptovalute, rafforza i piani di accumulo automatici e inizia a progettare una piattaforma di risparmio completa, in grado di gestire non solo investimenti, ma anche depositi e pagamenti.

Il biennio 2021–2022 vede il consolidamento della presenza internazionale: Trade Republic raggiunge 17 mercati attivi e avvia importanti investimenti infrastrutturali per sostenere il nuovo modello bancario integrato. Nel 2022, in un contesto macroeconomico più complesso caratterizzato da alta inflazione e volatilità dei mercati, l'azienda riesce comunque a chiudere un'estensione del round di Serie C, raccogliendo altri 250 milioni di euro con il supporto di Ontario Teachers' Pension Plan Board. A differenza di molte startup fintech travolte dalla crisi del venture capital globale, Trade Republic mantiene intatta la propria valutazione di oltre 5 miliardi di euro, dimostrando solidità e attrattività.

Il 2023 rappresenta l'anno della trasformazione, Trade Republic infatti evolve da broker digitale a vera banca digitale. Introduce conti correnti con IBAN tedesco, carte di pagamento, e l'innovativa remunerazione della liquidità non investita con tassi attivi, una mossa che intercetta il bisogno di sicurezza e rendimento dei risparmiatori europei in una fase di aumento dei tassi di interesse. Non è un semplice ampliamento di gamma: è un cambio di paradigma. L'azienda si posiziona come piattaforma unica in grado di offrire, con un'unica app, servizi di trading, risparmio, pagamento e gestione patrimoniale.

Alla fine del 2023, Trade Republic supera gli 8 milioni di clienti, gestisce circa 100 miliardi di euro di asset e avvia un percorso verso la redditività operativa, un traguardo raro nel panorama fintech europeo.



43 Crescita stimata del numero di utenti Trade Republic tra il 2019 e il 2025. Elaborazione personale.

Il percorso intrapreso, dall'incubazione in Comdirect Bank all'affermazione internazionale, testimonia il ruolo decisivo svolto dal venture capital: non solo nel fornire risorse finanziarie, ma nell'accompagnare Trade Republic in ogni fase evolutiva, sostenendone la crescita e guidandone l'ambizione strategica.

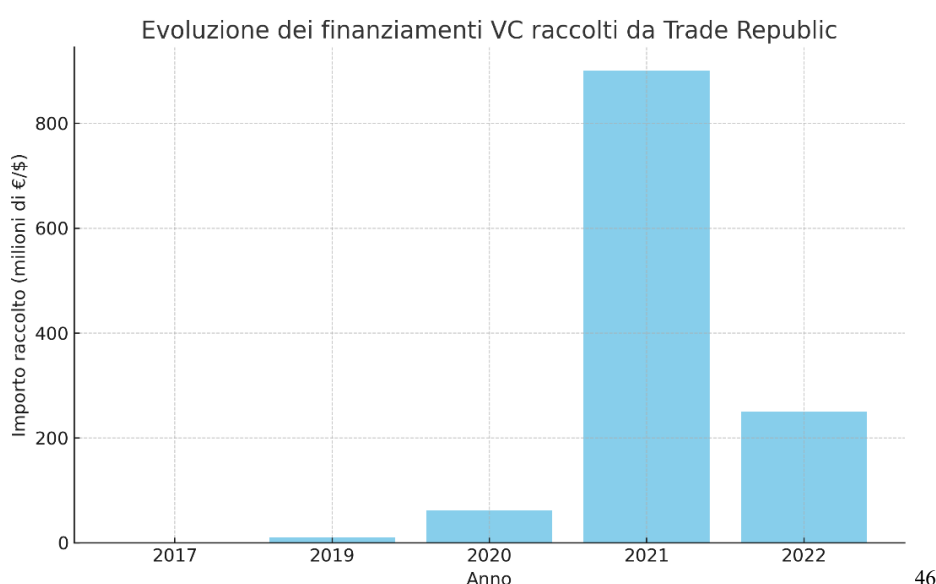
3.3 I finanziamenti ottenuti da venture capital e l'impatto sulla scalabilità aziendale.

La crescita di Trade Republic è stata alimentata, fin dalle sue prime fasi, da una strategia di raccolta capitali fortemente coerente con gli obiettivi di sviluppo aziendale. In assenza di ricavi iniziali, la sopravvivenza e la scalabilità della startup si sono fondate sulla capacità di attrarre investitori in grado di fornire non solo risorse finanziarie, ma anche legittimazione strategica. In questa sezione si ripercorrono, in ordine cronologico, i principali round di finanziamento ottenuti da Trade Republic, analizzando gli importi raccolti, i soggetti coinvolti e le finalità dichiarate o desumibili per ciascuna operazione.

- Seed (2017): Sino AG: Nel 2017 Trade Republic ottiene il suo primo finanziamento significativo da parte della società tedesca Sino AG, operante nel settore del brokerage istituzionale. L'investimento, pari a circa 3 milioni di euro, avviene attraverso la controllata Sino Beteiligungen GmbH, appositamente creata per partecipare nel capitale della fintech. In questa fase, la startup si trova ancora in regime di sviluppo "stealth" e sta completando le procedure per l'ottenimento della licenza bancaria presso la BaFin. Le risorse messe a disposizione da Sino AG risultano decisive per coprire i costi regolamentari, infrastrutturali e tecnici necessari al lancio commerciale. L'investimento garantisce a Sino AG una quota di maggioranza temporanea (circa il 61%), che verrà poi progressivamente ridotta nei round successivi attraverso operazioni di diluizione e parziale exit.
- Serie A (2019): Creandum, Project A Ventures: Nel luglio 2019, pochi mesi dopo il lancio dell'applicazione sul mercato tedesco, Trade Republic conclude un round di Serie A raccogliendo 10 milioni di euro. I fondi coinvolti sono Creandum e Project A Ventures, due operatori europei specializzati in early-stage fintech. L'obiettivo del round è finanziare l'espansione del team, consolidare la presenza sul mercato domestico e migliorare l'infrastruttura tecnologica. Sebbene la valutazione pre-money non sia stata resa pubblica, l'ingresso di due fondi professionali rappresenta un segnale importante per la credibilità dell'azienda sul mercato.
- Serie B (2020): Accel, Founders Fund: Nel 2020, in un contesto di forte crescita della domanda di soluzioni di investimento digitali legata alla pandemia da Covid-19, Trade Republic raccoglie

62 milioni di euro nel round di Serie B. Gli investitori principali sono Accel e Founders Fund, due fondi di venture capital globali con una consolidata esperienza nel settore tech. Le risorse raccolte vengono destinate all'ampliamento dell'offerta, all'espansione del team ingegneristico e al rafforzamento della compliance. La valutazione post-money, non ufficialmente comunicata, è stata stimata intorno ai 600 milioni di euro da fonti di mercato.

- Serie C (2021): Sequoia Capital, TCV, Thrive Capital: Nel maggio 2021 Trade Republic chiude un round di Serie C da 900 milioni di dollari, uno dei più importanti mai realizzati da una fintech europea. Il round è guidato da Sequoia Capital, con la partecipazione di TCV, Thrive Capital, Accel, Founders Fund, Creandum e Project A Ventures. La valutazione post-money raggiunge i 5,3 miliardi di euro. L'obiettivo dichiarato è quello di accelerare l'espansione internazionale, introdurre nuove asset class (tra cui criptovalute) e iniziare l'evoluzione del modello di business verso una piattaforma bancaria digitale.⁴⁴
- Estensione Serie C (2022): Ontario Teachers' Pension Plan Board: Nel giugno 2022 viene annunciata l'estensione del round di Serie C, con un ulteriore apporto di capitale pari a 250 milioni di euro. Il round è guidato dal fondo canadese Ontario Teachers' Pension Plan Board e vede la partecipazione di diversi investitori esistenti. Nonostante il contesto macroeconomico più incerto e la contrazione dei mercati tech, Trade Republic riesce a mantenere inalterata la propria valutazione post-money, confermando solidità operativa e appeal presso il capitale istituzionale.⁴⁵



⁴⁴ TechCrunch. (2021). Trade Republic raises \$900M led by Sequoia. TechCrunch.

⁴⁵ Tech.eu. (2022). Trade Republic adds another €250 million. Tech.eu.

⁴⁶ Importi raccolti da Trade Republic nei principali round di finanziamento VC tra il 2017 e il 2022. Elaborazione personale.

L'ingresso dei fondi di venture capital ha avuto un ruolo cruciale nel percorso di Trade Republic, incidendo non solo sul piano finanziario, ma anche su quello strategico. Grazie al capitale ottenuto, l'azienda ha potuto intraprendere una veloce espansione in diverse aree geografiche, coprendo in pochi anni 17 nazioni europee e accogliendo oltre 8 milioni di clienti. Le risorse non hanno apportato solo capitale, ma anche know-how operativo e connessioni importanti. Alcuni investitori, come Project A Ventures, hanno contribuito direttamente al progresso tecnologico della sua infrastruttura backend, aiutando ad ottimizzare la struttura informatica per supportare milioni di utenti. Altri come Sequoia e Accel hanno affiancato Trade Republic nelle decisioni strategiche, fornendo consigli sull'ingresso in nuovi mercati e sulle priorità relative ai prodotti principali.

Come accennato in precedenza, Trade Republic ha superato gli 8 milioni di utenti nel 2023, mostrando una crescita esponenziale rispetto ai circa 100.000 utenti attivi stimati nel 2019. A titolo di confronto, altri neobroker come Scalable Capital e Bux, attivi nello stesso contesto europeo, contano rispettivamente circa 1 milione e 700.000 utenti. Questa differenza evidenzia come Trade Republic sia riuscita a emergere come leader del mercato in breve tempo, grazie anche a una strategia di espansione sostenuta da ingenti e coordinate risorse di VC. In alcuni periodi, il tasso di crescita degli utenti ha superato il 100% annuo (2020–2021), mentre la media del settore era sotto il 30% nello stesso arco di tempo.

Con l'afflusso di investimenti da parte di Sequoia, TCV e Accel, Trade Republic ha fortificato il proprio know-how con figure di alto profilo internazionale. L'apporto non si è limitato a una supervisione finanziaria, ma ha incluso anche supporto nella definizione di piani strategici, nella costruzione dei team esecutivi e nella promozione di una cultura aziendale incentrata sulla scalabilità. Questa influenza è evidente nella capacità della startup di attrarre talenti, sviluppare processi interni solidi e posizionarsi come partner affidabile anche per le istituzioni di regolamentazione. Il contributo dei VC si è tradotto in decisioni determinanti.

- L'introduzione di conti correnti e carte di pagamento;
- L'ampliamento dell'offerta per includere obbligazioni, criptovalute e investimenti frazionati;
- La scelta di offrire tassi di interesse competitivi sulle somme non investite;
- La creazione di una proposta bancaria pan-europea. La transizione da un semplice broker digitale a una piattaforma bancaria integrata è frutto di una visione condivisa tra i fondatori e i finanziatori. Dopo aver stabilizzato la propria offerta iniziale su azioni ed ETF, Trade Republic ha esteso la sua gamma di prodotti a criptovalute, obbligazioni, piani di investimento e infine servizi bancari (IBAN, carte di pagamento, interessi sulla liquidità). Questo cambiamento è stato possibile grazie alla

flessibilità finanziaria fornita dai venture capitalist e alla volontà degli investitori di supportare una strategia a lungo termine, anche in un contesto macroeconomico difficile.

L'effetto del venture capital sulla scalabilità di Trade Republic si è manifestato in risultati tangibili: una crescita degli utenti senza precedenti rispetto al settore, un'espansione continentale rapida, una governance professionale e un'offerta di valore sofisticata. Questo caso dimostra come, se integrato in modo efficace, il venture capital possa rivelarsi molto di più di una semplice fonte di capitale: un potente acceleratore del vantaggio competitivo.

3.4 Il contesto FinTech europeo e la posizione competitiva di Trade Republic

Negli ultimi anni, il settore FinTech europeo ha vissuto una crescita significativa, spinta dalla digitalizzazione dei servizi finanziari, dall'adozione di nuove tecnologie e da un cambiamento nelle preferenze dei consumatori verso soluzioni più agili e accessibili. Secondo un rapporto di Market Data Forecast, il mercato FinTech europeo è passato da un valore di 78,97 miliardi di USD nel 2024 a una previsione di 98,10 miliardi di USD nel 2025, con un tasso di crescita annuale composto (CAGR) del 24,22% previsto fino al 2033.⁴⁷

All'interno di questo ampio ecosistema, Trade Republic opera nel segmento specifico del digital brokerage, una sottocategoria del FinTech che comprende le piattaforme dedicate alla compravendita di strumenti finanziari da parte di investitori retail attraverso canali completamente digitali. Questo sotto-settore si distingue da altri ambiti FinTech, come il digital banking, il lending peer-to-peer o il robo-advisory, per l'enfasi posta sull'autonomia dell'utente, sulla velocità di esecuzione e su interfacce mobile-first. In questo contesto dinamico, sono emersi numerosi attori che hanno rivoluzionato il modo in cui i servizi finanziari vengono offerti e fruiti. Tra questi, Trade Republic si è distinta come uno dei principali neobroker europei, offrendo una piattaforma di investimento mobile-first che combina semplicità d'uso, costi contenuti e un'ampia gamma di prodotti finanziari. L'azienda ha adottato una serie di strategie che le hanno permesso di emergere come leader nel settore del mobile brokerage europeo. Queste si articolano su più livelli: pricing competitivo, innovazione tecnologica, supporto da parte di investitori istituzionali e focalizzazione sull'esperienza utente.

Pricing competitivo e trasparente: Uno dei principali vantaggi competitivi di Trade Republic è la sua struttura di costi semplice e trasparente. La piattaforma applica una commissione fissa di 1 euro per operazione, indipendentemente dall'importo investito, senza costi aggiuntivi per la gestione del conto

⁴⁷ Market Data Forecast. (2024). Europe Fintech Market Size, Share, Trends, COVID-19 Impact & Forecast (2024–2030).

o per l'apertura dello stesso . Questa politica di pricing la rende particolarmente attrattiva per gli investitori retail, soprattutto quelli che muovono i primi passi nel mondo degli investimenti. Inoltre, Trade Republic offre piani di accumulo (PAC) gratuiti su azioni ed ETF, permettendo agli utenti di investire importi minimi a partire da 1 euro⁴⁸, favorendo così l'accesso agli investimenti anche per chi dispone di capitali limitati .

Innovazione tecnologica e user experience: La piattaforma di Trade Republic è progettata con un approccio mobile-first, offrendo un'interfaccia utente intuitiva e funzionalità avanzate che semplificano il processo di investimento. L'applicazione consente agli utenti di monitorare i propri investimenti in tempo reale, accedere a una vasta gamma di strumenti finanziari e ricevere notifiche personalizzate. Un'ulteriore innovazione introdotta da Trade Republic è la remunerazione della liquidità non investita. A partire dal 2023, la piattaforma ha iniziato a offrire un tasso di interesse sulla liquidità pari al tasso di riferimento della Banca Centrale Europea (attualmente al 2,25%), senza soglie massime e con accredito mensile⁴⁹. Questa iniziativa rappresenta un valore aggiunto per gli investitori, consentendo loro di ottenere un rendimento anche sulle somme non investite.

Supporto da parte di investitori istituzionali esperti: La crescita di Trade Republic è stata sostenuta da importanti round di finanziamento che hanno attirato l'attenzione di investitori istituzionali di rilievo. Nel 2021, la società ha raccolto 900 milioni di dollari in un round di Serie C guidato da Sequoia Capital, raggiungendo una valutazione di 5,3 miliardi di dollari . Successivamente, nel 2022, ha ottenuto ulteriori 250 milioni di euro da Ontario Teachers' Pension Plan, uno dei maggiori fondi pensione a livello mondiale. Questi investimenti hanno fornito a Trade Republic le risorse necessarie per espandersi in nuovi mercati europei, sviluppare ulteriormente la sua piattaforma tecnologica e ampliare la gamma di prodotti offerti.

Una volta analizzate le leve di vantaggio competitivo di Trade Republic, l'analisi seguente prenderà in considerazione l'offerta dell'azienda oggetto del caso studio in relazione ai suoi principali competitor. Per individuare questi ultimi, è necessario delineare con maggiore precisione il perimetro del segmento in cui Trade Republic opera: quello del digital brokerage, ovvero l'insieme delle piattaforme che permettono agli investitori retail di accedere ai mercati finanziari tramite strumenti completamente digitali. All'interno di questa categoria, è possibile identificare diverse sottocategorie, che si distinguono per caratteristiche dell'offerta, livello di autonomia dell'investitore, struttura di pricing e complessità dell'interfaccia. Una prima distinzione può essere fatta tra le piattaforme orientate a clientela esperta o semi-professionale, che offrono funzionalità avanzate, ampia gamma di

48 Trade Republic. (n.d.). Commissioni e Costi. ProMarketer.

49 Trade Republic. (n.d.). Interessi sulla liquidità, senza limiti.

asset, accesso a mercati globali e strumenti tecnici per il trading attivo: è il caso, ad esempio, di Interactive Brokers o della italiana Directa SIM. Una seconda sottocategoria è costituita dai modelli di gestione passiva e automatizzata, tipici dei robo-advisor come Moneyfarm, che si rivolgono a investitori meno autonomi, proponendo portafogli predefiniti e strategie d'investimento delegate, basate su algoritmi e profilazione del rischio.

Trade Republic si colloca invece nel segmento dei cosiddetti neobroker mobile-first, caratterizzati da un'offerta snella e accessibile, che privilegia l'esperienza utente, la trasparenza dei costi e la semplicità operativa. Tali operatori si rivolgono a una clientela prevalentemente giovane, digitalizzata e autonoma, che desidera accedere ai mercati finanziari in modo diretto, senza intermediazione, spesso con piccoli capitali. Il loro valore aggiunto risiede non solo nella struttura di pricing estremamente competitiva (con commissioni fisse o assenti), ma anche nella possibilità di sottoscrivere piani di accumulo automatizzati (PAC) su azioni ed ETF, nella gestione integrata della liquidità e in un'interfaccia progettata per l'uso da dispositivi mobili.

In questo scenario competitivo, emergono diversi attori che, pur condividendo con Trade Republic il modello operativo basato sul digital brokerage, si differenziano per strategia, posizionamento di mercato e articolazione dell'offerta. Alcuni di questi operatori, come Scalable Capital, eToro, DEGIRO e Revolut, rappresentano i competitor più rilevanti all'interno dello stesso segmento di riferimento, ovvero quello dei neobroker orientati a un'utenza retail digitalizzata. Tuttavia, ciascuno di essi adotta soluzioni peculiari in termini di pricing, gamma di strumenti finanziari disponibili, complessità della piattaforma e valore aggiunto per l'investitore finale. Un'analisi comparativa consente di mettere in luce le principali differenze che rendono il posizionamento di Trade Republic particolarmente distintivo nel contesto europeo.

- Scalable Capital adotta una struttura di costi comparabile, con commissioni che partono da 0,99 euro per operazione e piani di accumulo su ETF gratuiti. Tuttavia, sotto il profilo infrastrutturale e regolamentare, risulta in ritardo rispetto a Trade Republic nell'offerta di alcuni servizi richiesti dalla clientela italiana, come l'implementazione del regime fiscale amministrato o l'integrazione di un IBAN nazionale.⁵⁰
- eToro gestisce una piattaforma orientata al social trading e ad un'ampia varietà di asset, inclusi strumenti più complessi come CFD e criptovalute. Nonostante la maggiore ampiezza dell'offerta,

⁵⁰ Scalable Capital. (n.d.). Costi e commissioni di trading.

la struttura dei costi risulta più articolata e in alcuni casi onerosa per l'investitore retail, mentre l'interfaccia, ricca di funzionalità, può risultare meno immediata per utenti alle prime armi.⁵¹

- DEGIRO si rivolge invece a una fascia di investitori più esperti e consapevoli, privilegiando la completezza dell'offerta e la profondità di mercato rispetto all'esperienza utente o all'accessibilità economica. La piattaforma, sebbene tecnicamente evoluta, presenta una struttura di costi meno trasparente e un'interfaccia che richiede maggiore familiarità con strumenti finanziari avanzati, rendendola meno adatta a chi si affaccia per la prima volta al mondo degli investimenti.⁵²
- Revolut include nella propria offerta funzionalità di investimento, ma rimane primariamente una challenger bank focalizzata su pagamenti, conti multivaluta e servizi bancari digitali. L'accesso ai mercati finanziari è solo una delle componenti del suo ecosistema, e l'offerta si limita a una selezione ristretta di titoli con costi variabili e una gestione meno focalizzata sulla costruzione di portafogli a lungo termine.⁵³

Alla luce di queste differenze, Trade Republic si distingue per un equilibrio particolarmente efficace tra semplicità operativa, trasparenza dei costi e ampiezza dell'offerta, elementi che si traducono in un'esperienza d'investimento accessibile ma al tempo stesso strutturata. L'investitore retail trova nella piattaforma un punto di accesso privilegiato ai mercati finanziari: può iniziare a investire con importi minimi, sottoscrivere piani di accumulo gratuiti, beneficiare della remunerazione della liquidità non investita e operare in un ambiente sicuro, con depositi tutelati fino a 100.000 euro dal sistema di garanzia tedesco. A ciò si aggiunge un'interfaccia intuitiva, pensata per un utilizzo mobile, che riduce le barriere cognitive all'ingresso e favorisce la partecipazione attiva anche di chi non possiede competenze finanziarie avanzate.

L'azienda ha saputo posizionarsi in maniera vincente nel mercato europeo del neobrokerage, combinando una politica di pricing estremamente competitiva con una piattaforma tecnologica efficiente e un forte orientamento al cliente. La sua capacità di intercettare le esigenze della nuova generazione di investitori, unita al sostegno di venture capitalist di primo piano, le ha consentito di costruire un vantaggio competitivo sostenibile in un settore in rapida evoluzione.

51 eToro. (n.d.). What is a social trading network?

52 DEGIRO. (n.d.). Online broker | basse tariffe | trading.

53 Revolut. (n.d.). Commissioni di trading di Revolut.

3.5 Prospettive di crescita future

Dopo aver consolidato la propria posizione come principale neobroker europeo, Trade Republic ha delineato una strategia di crescita che mira a trasformarla in una piattaforma bancaria digitale completa, con un'offerta localizzata nei principali mercati dell'Unione Europea.

Nel 2025, Trade Republic ha ottenuto l'autorizzazione per operare come succursale bancaria in Spagna, Francia e Italia, consentendole di offrire conti correnti con IBAN locali e servizi bancari personalizzati. In Spagna, ad esempio, l'autorizzazione del Banco de España permette ora ai clienti di domiciliare stipendi e pagamenti ricorrenti, migliorando l'integrazione con l'economia locale. In Francia, l'azienda ha introdotto conti correnti con un interesse annuo del 3% e piani di risparmio fiscalmente vantaggiosi, come il Plan d'Épargne en Actions (PEA). In Italia, oltre all'IBAN locale, è stato implementato il regime fiscale amministrato, semplificando la gestione fiscale per gli investitori.

Trade Republic sta espandendo la sua gamma di prodotti per includere:

- Conti correnti remunerati: offrono un interesse annuo pari al tasso di riferimento della Banca Centrale Europea, attualmente al 2,25%, su tutti i depositi dei clienti.
- Carte di debito con funzionalità di risparmio automatico: ogni transazione effettuata con la carta di debito comporta un "Saveback" dell'1%, che viene automaticamente investito in un piano di risparmio selezionato dal cliente.
- Piani di risparmio su misura: l'introduzione di piani di risparmio personalizzati su azioni ed ETF, con la possibilità di investire importi minimi a partire da 1 euro, rende l'investimento accessibile a un pubblico più ampio.

Queste iniziative riflettono l'impegno di Trade Republic nel promuovere l'educazione finanziaria e facilitare l'accesso agli strumenti di investimento per una nuova generazione di risparmiatori. Tuttavia, nonostante la crescita esponenziale e l'interesse degli investitori, Trade Republic non ha attualmente in programma una quotazione in borsa nel breve o medio termine. Il co-fondatore Christian Hecker ha dichiarato che l'azienda preferisce concentrarsi sull'espansione e sul miglioramento continuo dei servizi offerti, piuttosto che affrontare le complessità e le pressioni associate a un'IPO. Questa scelta strategica consente a Trade Republic di mantenere una maggiore flessibilità operativa e di adattarsi rapidamente alle evoluzioni del mercato.

L'analisi del caso Trade Republic ha permesso di evidenziare in modo chiaro e articolato come l'intervento del venture capital possa rappresentare un fattore determinante per la crescita e la trasformazione di una startup tecnologica in un operatore bancario paneuropeo. L'impresa non si è limitata a raccogliere capitali per finanziare l'espansione, ma ha saputo valorizzare l'apporto

strategico degli investitori istituzionali in termini di know-how, governance e visione di lungo periodo. Trade Republic ha costruito un vantaggio competitivo sostenibile grazie a un insieme coerente di scelte: pricing aggressivo ma trasparente, architettura tecnologica scalabile, user experience accessibile, e una gamma di prodotti in costante evoluzione. Il percorso compiuto dall'azienda dimostra come il capitale di rischio possa svolgere una funzione abilitante non solo per la sopravvivenza e il decollo iniziale di una startup, ma anche per il consolidamento, la differenziazione e la costruzione di una leadership settoriale in contesti ad alta competizione come il FinTech europeo. Trade Republic ha trasformato il sostegno ricevuto in un'accelerazione tangibile della propria capacità di innovazione e penetrazione del mercato, ponendosi oggi come esempio emblematico di scalabilità sostenuta e orientata all'impatto.

Conclusioni

Il venture capital si conferma uno strumento essenziale per alimentare la crescita di imprese innovative, soprattutto in contesti ad alta incertezza e rapido cambiamento. Non si tratta semplicemente di una forma alternativa di finanziamento, ma di un vero e proprio meccanismo abilitante: un modello di investimento che combina risorse finanziarie, competenze manageriali, network e visione strategica. Nel corso dell'analisi è emersa con chiarezza la capacità del capitale di rischio di favorire lo sviluppo di imprese ad alto potenziale, supportandole nella fase più fragile e critica del loro ciclo di vita. Il valore aggiunto del venture capitalist non sta solo nei capitali investiti, ma nel supporto strategico e operativo che guida la crescita e rende l'organizzazione scalabile e solida. Le evidenze empiriche, supportate sia da letteratura accademica sia da casi concreti, hanno mostrato come le imprese sostenute da venture capital siano in grado di crescere più rapidamente, innovare con maggiore efficacia e conquistare posizioni di mercato più robuste rispetto alle controparti tradizionali. La combinazione tra capitali pazienti e supporto attivo genera condizioni favorevoli alla creazione di valore duraturo, aumentando la probabilità di successo delle startup nel medio-lungo termine. Il caso di Trade Republic ha rappresentato una chiara testimonianza di queste dinamiche. Attraverso un percorso di crescita accelerata, l'azienda è riuscita a trasformarsi da neobroker emergente a piattaforma bancaria digitale internazionale, grazie anche al sostegno costante e strategico dei principali fondi di venture capital. Una visione ambiziosa, unita a un modello operativo ben costruito e al supporto dei giusti partner finanziari, può fare la differenza in un settore complesso e competitivo come quello fintech.

Guardando al sistema economico nel suo insieme, il venture capital rappresenta una delle leve più potenti per innescare processi di trasformazione profonda. Finanziare l'innovazione non significa soltanto scommettere sul successo di singole imprese, ma contribuire attivamente alla costruzione del futuro: un futuro fatto di progresso tecnologico, crescita esponenziale, aumento della produttività e diffusione di nuovi modelli di consumo e produzione. Investire nel capitale di rischio equivale a investire nel potenziale umano, nella capacità di immaginare soluzioni radicali e nel coraggio di trasformarle in realtà. È attraverso questo meccanismo che interi settori vengono reinventati, che nascono nuovi posti di lavoro, che si creano economie più dinamiche, competitive e resilienti. In definitiva, il venture capital e l'ecosistema degli investimenti nel capitale di rischio quando orientati verso una visione di lungo termine, diventano strumento di benessere diffuso, capace di tradurre il rischio individuale in valore collettivo.

Bibliografia

- Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168.
- Gervasoni, A., & Sattin, F. L. (2020). *Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*. Guerini Next.
- PitchBook. (2025). 2024 Annual Global Private Market Fundraising Report.
- KPMG. (2025). *Venture Pulse Q4 2024*.
- EY. (2025). *Venture capital barometer 2024*.
- AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt). (2025). *Rapporto sul mercato italiano del venture capital*.
- Forbes.it (2025). Il venture capital in Italia: nel 2024 gli investimenti superano il miliardo di euro. *Forbes Italia*.
- Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 473-521.
- EVCA. (1995). *Fund raising and investor relations*. Pubblicazione interna. Zaventem.
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2021). *Venture Capital and the Finance of Innovation*. Wiley.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2003). Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *The Review of Economic Studies*, 70(2), 281–315.
- Gallo, M., & Verdoliva, V. (2023). *Venture capital and private equity: Theory, evolution, and valuation*. Springer.
- Foster, G., Dávila, A., & Gupta, M. (2000). *Venture-capital financing and the growth of startup firms* (Working Paper No. 1667). Stanford Graduate School of Business.
- Engel, D. (2002). *The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation*.
- Lerner, J. (1994). The syndication of venture capital investments. *Financial Management*, 23(3), 16–27.
- Hochberg, Y. V., Ljungqvist, A., & Lu, Y. (2007). Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance. *The Journal of Finance*, 62(1), 251–301.
- Bottazzi, L., Da Rin, M., & Hellmann, T. (2008). Who are the active investors? Evidence from venture capital. *Journal of Financial Economics*, 89(3), 488-512.
- Rosenstein, J., Bruno, A. V., Bygrave, W. D., & Taylor, N. T. (1993). The CEO, venture capitalists, and the board. *Journal of Business Venturing*, 8(2), 99–113. (La tabella)
- AIFI – Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital. (2005). *Private equity e corporate governance delle imprese*.

- Gorman, M., & Sahlman, W. A. (1989). What do venture capitalists do? *Journal of Business Venturing*, 4(4), 231-247.
- Sapienza, H. J., & Gupta, A. K. (1994). Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist-CEO interaction. *Academy of Management Journal*, 37(6), 1618–1632.
- Cable, D. M., & Shane, S. (1997). A prisoner's dilemma approach to entrepreneur–venture capitalist relationships. *Academy of Management Review*, 22(1), 142–176.
- Wijbenga, F. H., Postma, T. J. B. M., & Strätling, R. (2005). The influence of venture capitalists on the strategic direction of portfolio companies. *Corporate Governance: An International Review*, 13(3), 222–233.
- Amornsiripanitch, N., Gompers, P. A., & Xuan, Y. (2019). More than money: Venture capitalists on boards. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 35(3), 513-542.
- Kortum, S., & Lerner, J. (2000). Assessing the contribution of venture capital to innovation. *RAND Journal of Economics*, 31(4), 674-692.
- Hellmann, T., & Puri, M. (2000). The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital. *Review of Financial Studies*, 13(4), 959-984.
- Greenwood, J., Han, P., & Sánchez, J. M. (2022). Venture Capital: A Catalyst for Innovation and Growth. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 104(2), 127–150.
- PitchBook. (2024). Sustainable Investment Survey: ESG integration in private equity and venture capital.
- Morgan Stanley & Boston Consulting Group. (2023). The growing importance of sustainability in venture investing.
- Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2021). How venture capitalists make decisions. *Harvard Business Review*.
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (1999). *The venture capital cycle*. MIT Press.
- Lerner, J., & Leamon, A. (2023). *Venture capital, private equity, and the financing of entrepreneurship*. Wiley.
- Varcaro, L. (2024). ESG principles and green finance: How venture capital drives innovation and promotes sustainable investing. *Tesi di laurea*, Luiss University.
- De Silva, C., Bosio, A. O., & Gervasoni, A. (2024). ESG and venture capital research: A bibliometric literature review at the intersection of two fields. *Corporate Ownership & Control*, 21(1), 55-72.

Sitografia

<https://www.svb.com/startup-insights/vc-relations/what-is-venture-capital/>

[Il venture capital in Italia: nel 2024 gli investimenti superano il miliardo di euro | Forbes Italia](#)

<https://www.svb.com/startup-insights/vc-relations/stages-of-venture-capital/>

[What Is Venture Capital? Definition, Pros, Cons, and How It Works](#)

[Journey Through Time: A Comprehensive History of Venture Capital](#)

[The 7 Stages of Venture Capital: From Pre-Seed to IPO](#)

[Trade Republic, perché il fondatore guarda alle pensioni europee | Wired Italia](#)

[Verpasste Chance – Comdirect hätte in Trade Republic investieren können | FinanceFWD](#)

[Berlin's Trade Republic nabs \\$900M led by Sequoia at a \\$5B+ valuation to take its neobroker app across Europe | TechCrunch](#)

[Trade Republic adds another €250 million to the coffers in Series C extension at €5 billion valuation - Tech.eu](#)

[Europe Fintech Market Size, Share & Growth Report, 2033](#)

[Trade Republic Commissioni e Costi](#)

[Trade Republic: 2,25% di interessi sulla liquidità non investita](#)

[Costi e commissioni di trading | Scalable Capital](#)

[Social trading platform on eToro – What is a social trading network?](#)

[Online broker | basse tariffe | trading | Broker DEGIRO](#)

[Commissioni di trading di Revolut | Revolut Italia](#)