



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale in
Economia e Finanza

Tesi di Laurea Magistrale

Business Angels:

un'analisi empirica dell'influenza esercitata sulle performance delle aziende finanziate.

Relatore

Ch. Prof.ssa Elisa Cavezzali

Laureando

Tommaso Gardin

Matricola 862408

Anno Accademico

2020 / 2021

Sommario

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO I FORME DI FINANZIAMENTO ALTERNATIVE AL CANALE BANCARIO	5
1.1. LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE	6
1.1.1. <i>LE FONTI DI FINANZIAMENTO TRADIZIONALI</i>	6
1.1.2. <i>IL TEOREMA DI MODIGLIANI-MILLER</i>	9
1.1.3. <i>LA TRADE OFF THEORY</i>	12
1.1.4. <i>LA PECKING ORDER THEORY</i>	14
1.1.5. <i>FINANCIAL GROWTH CYCLE</i>	16
1.2. PMI E STARTUP: PERCHE' E' DIFFICILE TROVARE FINANZIATORI?	17
1.2.1. <i>IL PROBLEMA DELLA RICERCA DI FINANZIAMENTI</i>	17
1.2.2. <i>RAPPORTO GOVERNANCE-STRUTTURA FINANZIARIA</i>	19
1.2.3. <i>L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLE PMI ITALIANE</i>	23
1.2.4. <i>LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE PMI</i>	25
1.2.5. <i>FONDO DI GARANZIA PMI</i>	30
1.3. CANALI ALTERNATIVI DI FINANZIAMENTO	34
1.3.1. <i>CROWDFUNDING</i>	34
1.3.2. <i>PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL</i>	40
1.3.3. <i>MINIBOND</i>	45
CAPITOLO II I BUSINESS ANGELS	48
2.1. CARATTERISTICHE GENERALI	50
2.1.1. <i>LE DIVERSE TIPOLOGIE DI BUSINESS ANGELS</i>	50
2.1.2. <i>CARATTERISTICHE DEGLI INVESTIMENTI E RISCHI CONNESSI</i>	53
2.1.3. <i>SETTORI D'ATTIVITA'</i>	55
2.1.4. <i>BUSINESS ANGELS IN ITALIA</i>	57
2.2. IL PROCESSO D'INVESTIMENTO	60
2.2.1. <i>LE FASI DEL PROCESSO D'INVESTIMENTO</i>	60
2.2.2. <i>SELEZIONE E VALUTAZIONE DELL'IMPRESA</i>	60
2.2.3. <i>INVESTIMENTO</i>	62
2.2.4. <i>MONITORAGGIO DELL'INVESTIMENTO E GESTIONE DELL'AZIENDA</i>	63
2.2.5. <i>DISINVESTIMENTO</i>	64
2.3. IL PROCESSO DECISIONALE	66
2.3.1. <i>LE FASI DEL PROCESSO DECISIONALE</i>	66
2.3.2. <i>LA CREAZIONE DELL'ACCORDO</i>	68
2.3.3. <i>LO SCREENING</i>	70
2.3.4. <i>VALUTAZIONE</i>	71

2.3.5. STRUTTURAZIONE DELL'ACCORDO.....	73
2.3.6. ATTIVITA' POST-INVESTIMENTO.....	74
2.4. LE SCELTE D'INVESTIMENTO.....	74
2.4.1. LE DETERMINANTI DELLE SCELTE	74
2.4.2. IMPRENDITORE E TEAM MANAGERIALE	76
2.4.3. CARATTERISTICHE DELLE AZIENDE	77
2.4.4. L'AMBIENTE ESTERNO	78
2.4.5. PRODOTTO E SERVIZIO	79
2.4.6. MERCATO E SETTORE	80
CAPITOLO III ANALISI EMPIRICA.....	82
3.1. QUADRO TEORICO DI RIFERIMENTO E IPOTESI DI RICERCA.....	82
3.1.1. QUADRO TEORICO DI RIFERIMENTO	82
3.1.2. IPOTESI DI RICERCA.....	84
3.2. METODOLOGIA E ANALISI DEI DATI.....	88
3.2.1. DATASET	88
3.2.2. VARIABILI DIPENDENTI	89
3.2.3. VARIABILI INDIPENDENTI.....	92
3.2.4. VARIABILI INDIPENDENTI DI CONTROLLO.....	92
3.2.5. METODO DI STIMA	93
3.2.6. SPECIFICAZIONE DEL MODELLO ECONOMETRICO.....	94
3.2.7. STATISTICHE DESCRITTIVE	95
3.2.8. MATRICE DI CORRELAZIONE	95
3.3. RISULTATI E DISCUSSIONE.....	96
CONCLUSIONI.....	101
BIBLIOGRAFIA.....	104
SITOGRAFIA.....	107

INTRODUZIONE

Ogni anno, milioni di aspiranti imprenditori in tutto il mondo decidono di avviare un'impresa propria. Le fonti di finanziamento necessarie saranno apportate principalmente dai fondatori stessi, da familiari e da amici (la fonte di finanziamento cosiddetta "delle 3F").

Molte di queste imprese impiegano il solo fondatore o un limitato numero di dipendenti e sono destinate a rimanere piccole, per questo, in alcuni casi, non necessitano di un investimento esterno.

Una percentuale minore di queste nuove iniziative sarà invece più innovativa e orientata alla crescita, guidata da imprenditori visionari ed ambiziosi. Queste imprese, una volta inserite nel mercato, contribuiranno in maniera determinante allo sviluppo dell'economia, anche a livello globale.

I loro primi bisogni di finanziamento generalmente non potranno essere soddisfatti dai soli fondatore, amici e parenti, ma saranno necessarie fonti esterne. La ricerca di un capitale adeguato, e, più precisamente, del capitale necessario per lo sviluppo del prodotto e per testare l'idea sul mercato, è uno dei principali ostacoli nella fase iniziale delle imprese orientate alla crescita. Molte di esse, infatti, non producono ancora reddito in quanto devono ancora effettuare la loro prima vendita.

In questi casi, il finanziamento del debito da parte delle banche è un'opzione da non prendere in considerazione, data la mancanza di beni da offrire a garanzia del debito. Quindi, nonostante l'imprenditore abbia individuato un'opportunità di business molto promettente, questa potrebbe non svilupparsi a causa della mancanza di finanziamenti o delle difficoltà di accesso ai mercati dei capitali.

Ecco che, le imprese con potenziale di crescita alto e la loro necessità di ottenere finanziamenti esterni, in particolare attraverso i Business Angels, saranno l'argomento principale del presente lavoro.

I Business Angels sono diventati una fonte di finanziamento predominante per imprese orientate alla crescita e per questo vengono definiti "finanziatori imprenditoriali" di molte economie occidentali.

Si tratta di persone fisiche che danno sostegno alle startups sia dal lato economico, apportando capitale, sia dal lato delle conoscenze, apportando assistenza tecnica e competenze. Nella maggior parte dei casi gli Angel Investor si identificano in figure che hanno maturato una certa esperienza nel settore in quanto vi hanno già lavorato o che sono ancora attive e hanno il desiderio di investire in settori potenzialmente molto redditizi e, di conseguenza, rischiosi.

I Business Angels, quindi, oltre a finanziare queste imprese, apportano competenze e conoscenze per aiutarle concretamente a sviluppare il proprio prodotto o servizio. La relazione che si crea, dunque, conviene ad entrambe le parti: le imprese, oltre al capitale, riceveranno assistenza tecnica mentre l'Angel, dal canto suo, può monitorare direttamente il proprio investimento in quanto diventa parte dell'impresa stessa.

La figura del Business Angel emerge con lo scopo di apportare capitale ad aziende innovative che stanno attraversando le prime fasi del loro ciclo di vita, per le quali non è semplice accedere a finanziamenti attraverso i canali tradizionali come, ad esempio, quello bancario.

Talvolta, questi investitori si organizzano in gruppi e sindacati con lo scopo di condividere esperienza, conoscenze ed informazioni in modo tale da ampliare le proprie capacità e opportunità di investimento.

L'origine dei Business Angels è da ricercarsi negli Stati Uniti, verso fine '800, quando queste figure finanziavano gli spettacoli di Broadway, per poi interessarsi ad altri tipi di attività. La prima Conferenza della rete europea dei Business Angels, che ha poi dato il via alla diffusione di questa tipologia di investitori in tutto il continente, è stata organizzata dalla Comunità Economica Europea nel 1996. In Italia, invece, la prima associazione di investitori informali, denominata IBAN, è stata costituita nel 1999, anche se, probabilmente, questi tipi di operazioni erano sempre esistiti.

Al giorno d'oggi la pratica dell'*angel investing* si sta diffondendo nella maggior parte dei paesi più avanzati e, per questo motivo, in molti di essi si stanno attuando delle politiche volte a promuovere e formare gruppi di investitori informali.

Questa tesi si articola in tre capitoli che verranno in seguito brevemente descritti.

Il primo capitolo tratta il tema della struttura finanziaria delle imprese. Vengono infatti enunciate le diverse teorie sulla struttura finanziaria anche se non è stato univocamente determinato quale di queste descriva meglio le decisioni di finanziamento delle imprese; in seguito, si procede con l'analisi del problema della ricerca di finanziatori da parte di PMI e startups e si prendono in considerazione determinati aspetti come il rapporto tra governance e struttura finanziaria e l'internazionalizzazione; l'ultima parte del capitolo, invece, fornisce una panoramica sui canali di finanziamento alternativi a quello bancario.

Il secondo capitolo è incentrato sulla figura dei Business Angels. In particolare, ne tratta le caratteristiche principali, comprese quelle degli investimenti da essi operati, distinguendoli in diverse tipologie ed esaminando i settori di attività nei quali si focalizzano; vengono inoltre analizzate le diverse fasi dei processi di investimento e decisionale, che portano l'Angel a scegliere di investire in una determinata impresa piuttosto che in altre; l'ultima parte del capitolo prende in considerazione le possibili determinanti delle scelte di investimento, elencandone e spiegandone alcune tra le principali.

Il terzo capitolo è un'analisi empirica che esamina l'effetto che alcune determinate caratteristiche dei Business Angels possono esercitare sulle performance realizzate dalle imprese da questi finanziate. Vengono inizialmente formulate una serie di ipotesi e presentati gli obiettivi dell'analisi e, successivamente, viene spiegata la metodologia utilizzata, includendo informazioni sul dataset e sul modello di stima; infine, vengono presentati i risultati ottenuti unitamente alla loro interpretazione.

CAPITOLO I FORME DI FINANZIAMENTO ALTERNATIVE AL CANALE BANCARIO

Quando un'impresa compie delle scelte in merito alle forme di finanziamento per reperire fondi si determina la sua struttura finanziaria. Questa può essere definita come "*struttura del capitale*" (*capital structure*), e descrive la combinazione di debito, capitale di rischio o titoli finanziari che l'impresa stessa adotta per finanziare i propri investimenti.

L'analisi della struttura finanziaria delle imprese è importante per poter operare delle valutazioni inerenti il loro ciclo di vita e le scelte di organizzazione aziendale che le vedono coinvolte.

I responsabili finanziari delle imprese hanno infatti il compito di programmare una politica finanziaria che non si esaurisca nel breve termine ma che sia orientata al lungo periodo e che sia a tutti gli effetti uno degli aspetti principali della strategia di organizzazione aziendale.

Non sempre le imprese, soprattutto quelle di piccole dimensioni, riescono a reperire facilmente il capitale, soprattutto se tale capitale proviene dal canale bancario.

La letteratura ha sempre cercato di analizzare il problema inerente le scelte finanziarie delle imprese, cercando di porre particolare attenzione sugli elementi che le influenzano. In dottrina, però, non si è ancora riusciti a fornire un'opinione univoca su quale teoria descriva meglio le decisioni di finanziamento delle imprese.

Nel presente capitolo si affronterà quindi il tema delle teorie sulla struttura finanziaria delle imprese, riportando quelle che sono considerate le principali; successivamente verrà esaminato il problema della ricerca di finanziatori diversi dalle banche da parte delle imprese, in particolare PMI e startups; infine verranno illustrati alcuni dei principali canali di finanziamento alternativi a quello bancario ai quali le imprese come PMI, startups e, più in generale, imprese ad alto potenziale di crescita, possono accedere.

1.1. LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE

1.1.1. LE FONTI DI FINANZIAMENTO TRADIZIONALI

Prima di soffermarsi sulla descrizione delle diverse teorie sulla struttura finanziaria è doveroso procedere con la distinzione delle diverse forme di finanziamento alle quali le imprese possono ricorrere.

Una prima distinzione che può essere operata tra le diverse forme di finanziamento è quella tra fonti di finanziamento interne e fonti di finanziamento esterne.

Le fonti di finanziamento interne, che costituiscono il cosiddetto autofinanziamento, sono quelle che permettono all'impresa di soddisfare il proprio fabbisogno finanziario causato dagli investimenti operati a sostegno dell'attività attraverso risorse generate dall'attività dell'impresa stessa, trattenendo, ad esempio, gli utili o attraverso ammortamenti e accantonamenti per fondi rischi e oneri. In alcuni casi, l'autofinanziamento permette alle imprese di non dover ricorrere all'altra tipologia di fonti di finanziamento, quelle esterne. L'autofinanziamento, però, può sostanziarsi anche nella riduzione dei debiti o nella maggiore riduzione degli stessi debiti rispetto a quella degli investimenti¹.

La ritenzione degli utili, in gergo "utili portati a nuovo", consiste nella mancata distribuzione di una parte degli utili che viene invece utilizzata per coprire gli investimenti o per ridurre debiti preesistenti. Questa strategia di autofinanziamento potrebbe essere finalizzata anche al riacquisto di azioni proprie sul mercato, che permetterebbe di risparmiare dividendi su tali azioni e di sostenerne il prezzo in Borsa².

Anche gli accantonamenti per fondi rischi ed oneri possono essere considerati una forma di autofinanziamento in quanto utilizzabili per sostenere l'impresa fino a quando non si verificano gli eventi per i quali sono stati costituiti. In alcuni casi possono costituire un finanziamento durevole, nel momento in cui le cifre messe da parte fossero superiori di quelle da utilizzare per la copertura dei costi e delle perdite di esercizio³.

Un'altra tipologia di autofinanziamento è rappresentata dagli ammortamenti. Si tratta infatti di un espediente contabile che permette di suddividere il costo di un bene di

¹ <https://it.wikipedia.org/wiki/Autofinanziamento>.

² <https://www.brocardi.it/dizionario/2798.html>.

³ <https://it.wikipedia.org/wiki/Autofinanziamento>.

utilità pluriennale nel periodo di svolgimento dell'attività. Questo permette all'azienda di recuperare capitale investito in quanto si imputano a conto economico dei valori non monetari contrapposti ai ricavi monetari delle vendite⁴.

La seconda tipologia di fonti di finanziamento è invece costituita dalle fonti di finanziamento esterne. Per le imprese, infatti, potrebbe non essere sufficiente il solo autofinanziamento per portare avanti la propria attività e ciò rende necessario il ricorso al capitale di terzi: l'impresa, quindi, cerca fondi provenienti dall'esterno. Il fatto che l'impresa richieda finanziamenti all'esterno non è da considerarsi necessariamente sintomo di un cattivo andamento, purchè venga sempre mantenuto un equilibrio tra fonti di finanziamento interne e fonti di finanziamento esterne.

Nella maggioranza dei casi, questa tipologia di fonti di finanziamento proviene dagli istituti bancari e consiste in mutui, aperture di credito in conto corrente e anticipi salvo buon fine.

I mutui sono contratti tramite i quali le banche erogano alle imprese una certa quantità di denaro che queste ultime si impegneranno a restituire secondo un preciso piano di ammortamento che specifica la quota capitale e la quota interessi di cui è composta ogni rata del rimborso.⁵

Gli anticipi salvo buon fine sono un altro strumento di finanziamento molto utilizzato dalle imprese in quanto queste sono solite incassare i proventi delle vendite dopo un certo periodo di tempo (solitamente 60-90 giorni). In particolare, con questa forma di finanziamento la banca anticipa all'azienda l'importo delle ricevute bancarie: se, alla scadenza, il cliente non adempie ai propri obblighi, la banca revoca l'anticipo effettuato, altrimenti, se il cliente risulta solvete, con il pagamento da parte del cliente il debito dell'impresa nei confronti della banca può considerarsi estinto.⁶

L'apertura di credito è una forma di finanziamento molto utilizzata da parte delle imprese in quanto permette di avere a disposizione una certa somma di denaro sulla

⁴ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/ammortamento.htm>.

⁵ <https://mutuionline.24oreborsaonline.ilsole24ore.com/guide-mutui/domande-frequenti/cos-e-un-mutuo.asp>.

⁶ <https://news.farmamanager.academy/anticipo-salvo-buon-fine#:~:text=L'anticipo%20salvo%20buon%20fine,le%20sole%20commissioni%20d'incasso.>

quale maturano degli interessi. L'impresa è libera di utilizzare tale somma in tutto o in parte per svolgere le operazioni che ritiene necessarie.⁷

Ci sono poi i prestiti obbligazionari, che consistono in prestiti richiesti dalle aziende alla collettività (invece che alla banca). Questo tipo di operazione prevede che un investitore sottoscriva una quota del prestito e che l'impresa si impegni a pagare gli interessi maturati, oltre che a restituire il capitale a scadenza.⁸

In entrambi i casi, fonti di finanziamento interne ed esterne, l'impresa deve corrispondere degli interessi ai finanziatori. Nel caso di fonti di finanziamento interne, i soci, nonostante siano subordinati rispetto ai finanziatori esterni richiedono remunerazione più alta rispetto a questi ultimi e ciò comporta un costo del capitale maggiore per l'impresa. Va specificato, però, che la remunerazione dei soci assume carattere di eventualità, in quanto talvolta i finanziamenti dei soci sono a fondo perduto.

Per quanto riguarda invece le fonti di finanziamento esterne, i costi che esse comportano possono essere dedotti a livello fiscale dalle imprese e ciò comporterebbe una riduzione delle imposte da pagare. Inoltre, attraverso le fonti di finanziamento esterne, non vi sarebbe il rischio di veder entrare nuovi soci, facendo quindi in modo di mantenere inalterati gli assetti societari.

Come precedentemente accennato, però, deve sempre esservi un equilibrio quando un'impresa si indebita. Il rischio corso dall'impresa, qualora non fosse in una situazione di equilibrio finanziario, è quello di essere insolvente nei confronti dei finanziatori e dei fornitori. L'aumento dello squilibrio finanziario potrebbe, nella peggiore delle ipotesi, portare al fallimento dell'impresa stessa e a dover così sostenere anche i cosiddetti costi di dissesto.

La comprensione della struttura finanziaria delle imprese riveste un'importanza fondamentale per poterle analizzare dal punto di vista della gestione aziendale. A tal proposito, dalla letteratura si possono ricavare numerosi studi che si prefiggono come obiettivo quello di ricercare la struttura finanziaria ottimale di un'azienda. Nonostante ciò, però, il tema è ancora oggi discusso: non è univocamente determinato, infatti, su

⁷ https://it.wikipedia.org/wiki/Apertura_di_credito_in_conto_bancario.

⁸ https://it.wikipedia.org/wiki/Prestito_obbligazionario.

quale delle teorie sulla struttura del capitale, che si procederà in seguito ad analizzare, descrive meglio le decisioni di finanziamento delle imprese.

1.1.2. IL TEOREMA DI MODIGLIANI-MILLER

Il problema della struttura finanziaria delle imprese può essere affrontato attraverso un “modello a torta”. Tale torta rappresenta in senso figurato quello che è il valore dell’impresa (V), definibile come somma di debito (D) e valore di mercato dell’equity (E).

$$V = D + E \quad (1)$$

L’obiettivo del management dell’impresa dovrebbe essere quello di massimizzare il suo valore e quindi quello di rendere la torta quanto più grande possibile, scegliendo una combinazione ottimale di debito ed equity.



Figura 1: Modello a torta della struttura finanziaria. Fonte: elaborazione propria.

Pertanto, modificando la struttura finanziaria dell’impresa, gli azionisti trarranno benefici se, e solo se, il valore dell’impresa stessa aumenterà. Al contrario, qualora il valore dell’impresa dovesse diminuire, gli azionisti, che sono sostanzialmente i proprietari dell’impresa, saranno danneggiati. Di conseguenza i manager d’azienda dovranno optare per una struttura finanziaria in grado di massimizzare il valore dell’impresa, così da rendere la struttura del capitale idonea a produrre benefici per gli azionisti.

Le prime ricerche sulla struttura del capitale sono iniziate grazie al lavoro di Franco Modigliani e Merton Miller del 1958. Essi affermano che un’impresa non può far sì che cambi il valore dei propri titoli semplicemente modificando la propria struttura

finanziaria. Secondo loro, quindi, il valore dell'impresa è invariante rispetto alla sua struttura del capitale e quindi nessuna struttura finanziaria prevale sulle altre per gli azionisti. Si tratta della prima proposizione del Teorema di Modigliani-Miller. Si tratta, però, di una proposizione puramente teorica, che deriva da assunzioni difficilmente realizzabili nella quotidianità. I due studiosi, infatti, per giungere a tale risultato sono partiti dalle seguenti ipotesi:

- Assenza di tasse;
- Assenza di costi di fallimento;
- Assenza di asimmetrie informative;
- Efficienza del mercato.

La proposizione precedentemente illustrata confronta due diverse strategie che si procederà ora ad analizzare.

La prima strategia potrebbe essere quella di acquistare le azioni di un'impresa non indebitata (o *impresa unlevered*).

La seconda strategia, invece, potrebbe essere quella di prendere a prestito del denaro per un ammontare pari al debito dell'impresa al quale aggiungere fondi propri per acquistare tutte le azioni dell'impresa indebitata (o *impresa levered*).

Perseguire la prima strategia o perseguire la seconda strategia sarebbe indifferente per l'investitore, in quanto il valore dell'equity dell'impresa levered è pari al valore dell'equity dell'impresa unlevered al quale deve essere dedotto il debito dell'impresa levered.

Nonostante per un'impresa l'indebitamento possa comportare rendimenti migliori rispetto ad un'impresa non indebitata nei periodi di espansione, va ricordato che lo stesso indebitamento potrebbe comportare rendimenti molto negativi nei periodi di recessione. Dunque, in presenza di leva finanziaria, oltre che all'accrescimento del rendimento atteso, si assiste anche ad un accrescimento del rischio. Un rischio più elevato, dal canto suo, dovrebbe garantire un rendimento maggiore. Ecco che, allora, si può giungere alla seconda proposizione di Modigliani-Miller, con la quale i due studiosi affermano che il rendimento atteso dell'equity è correlato positivamente con la leva

finanziaria, in quanto con l'indebitamento il rischio sopportato dagli azionisti è maggiore. Il costo medio del capitale, infatti, è:

$$R_{WACC} = \frac{E}{D + E} \times R_E + \frac{D}{D + E} \times R_D \quad (2)$$

Dove:

- R_{WACC} è il costo medio del capitale;
- R_D è il costo del debito;
- R_E è il rendimento atteso dell'equity;
- D è il valore di mercato del debito;
- E è il valore di mercato dell'equity.

Con tale equazione si afferma che il costo medio ponderato del capitale per un'azienda consiste nella media ponderata del suo costo del debito e del suo costo dell'equity.

Eseguendo le opportune operazioni⁹, l'equazione (2) può essere riscritta come segue:

$$R_E = R_0 + \frac{D}{E} \times (R_0 - R_D) \quad (3)$$

Da questa formulazione si può derivare la seconda proposizione di Modigliani-Miller che afferma che il costo del capitale dell'equity è funzione lineare della leva finanziaria dell'impresa, in ragione del fatto che una più alta leva finanziaria implica un maggiore rischio.

⁹ La formula si deriva dall'equazione (2) ponendo $R_{WACC}=R_0$ da cui:

$$\frac{D}{D + E} R_D + \frac{E}{D + E} R_E = R_0$$

Si moltiplicano poi ambo i lati per $(D + E) / E$ ottenendo:

$$\frac{D}{E} R_D + R_E = \frac{D + E}{E} R_0$$

Il lato destro può poi essere riscritto come segue:

$$\frac{D}{E} R_D + R_E = \frac{D}{E} R_0 + R_0$$

Infine, spostando $(D / E) R_D$ sul lato destro e riformulando si ottiene:

$$R_E = R_0 + \frac{D}{E} \times (R_0 - R_D)$$

I due studiosi hanno poi esteso il loro lavoro violando una delle ipotesi di partenza, quella dell'assenza di tassazione, ma ai fini del presente lavoro risulterebbe superfluo soffermarsi.

Come esposto precedentemente, le proposizioni di Modigliani-Miller sono valide partendo da determinate ipotesi di partenza, difficilmente realizzabili. Proprio rimuovendo tali ipotesi di partenza si sono in seguito sviluppati due tipologie di teorie sulla struttura del capitale, le *teorie del trade off* e le *teorie del pecking order*.

Le teorie del *trade off* arrivano alla conclusione che esiste una struttura ottimale del capitale, partendo dall'ipotesi dell'esistenza di frizioni nei mercati finanziari in modo tale da violare le ipotesi di Modigliani-Miller. Tale struttura ottimale del capitale viene ricavata attraverso il *trade off* tra costi e benefici del debito per l'impresa.

Le teorie del *pecking order* stabiliscono un ordine gerarchico sul quale l'impresa dovrebbe basarsi per la scelta delle fonti di finanziamento, fondato sul concetto di asimmetrie informative.

Una delle teorie più recenti è quella del market timing, in base alla quale le imprese sceglierebbero la tipologia di finanziamento che più conviene loro in base alle preferenze irrazionali degli investitori.

Si procederà nei prossimi paragrafi con un'analisi di tali teorie.

1.1.3. LA TRADE OFF THEORY

La *Trade-off theory* (detta anche *teoria dei costi di dissesto*) nasce sulla base del fatto che esistono dei costi legati al debito presente nella struttura finanziaria dell'impresa che non si erano ancora considerati, che potrebbero portarla al dissesto e, nella peggiore delle ipotesi, al fallimento.

Secondo le ipotesi di Modigliani-Miller, infatti, il valore di un'impresa può anche aumentare con l'indebitamento grazie alla deducibilità degli oneri finanziari, il che porterebbe a concludere che essa può indebitarsi infinitamente. Tale ipotesi viene però smontata dalla teoria ora considerata: se, da un lato, il debito porta dei benefici fiscali dovuti alla deducibilità degli oneri, dall'altro aumenta i costi attesi connessi ad una possibile insolvenza dell'impresa.

Aumentando i propri debiti l'impresa fa sì che il rischio derivante dall'attività svolta si trasferisca in gran parte dagli azionisti ai finanziatori esterni, i quali, proprio in virtù del maggiore rischio, richiedono dei rendimenti maggiori. L'aumento dei rendimenti richiesti dai finanziatori esterni fa sì che aumentino, di conseguenza, anche gli oneri finanziari gravanti sull'impresa, la quale andrebbe incontro ad una situazione di difficoltà e potrebbe così essere costretta ad indebitarsi ulteriormente proprio per far fronte a tali oneri.

Un eccessivo indebitamento potrebbe così causare una situazione irreparabile che culminerebbe con il fallimento dell'impresa.

Seguendo questo ragionamento si può constatare quindi che vi è un trade-off tra benefici fiscali derivanti dall'indebitamento e costi del fallimento. I costi del fallimento possono far diminuire il valore dell'impresa. A tale conclusione, però, si giunge anche senza arrivare al fallimento in senso stretto. Proprio per questo motivo sarebbe corretto chiamarli costi del dissesto finanziario.

Quindi, se l'indebitamento non è troppo elevato, i benefici fiscali saranno maggiori dei costi di dissesto; al contrario, con un indebitamento elevato, i costi di dissesto supereranno i benefici fiscali derivanti dall'indebitamento.

In caso di dissesto, l'impresa vedrebbe diminuire il proprio valore, in quanto i finanziatori potrebbero non essere più disposti ad erogare risorse o potrebbero richiedere rendimenti o garanzie elevati.

I costi del dissesto possono essere di due tipi: costi diretti e costi indiretti.

I costi diretti sono quelli che includono le spese legali e amministrative di liquidazione o riorganizzazione. In ogni momento antecedente un fallimento, infatti, sono coinvolti avvocati, le cui parcelle potrebbero essere particolarmente elevate e contribuirebbero a far lievitare i costi totali, così come le spese amministrative e contabili. Se, oltretutto, la vicenda dovesse concludersi con un verdetto giudiziario, dovrebbero ricomprendersi anche le competenze per l'intervento peritale degli esperti. Nel 2010, per esempio, i costi del fallimento di Lehman Brothers ammontavano circa ad un miliardo di dollari¹⁰,

¹⁰ FT.com

due prendendo in considerazione tutte le sussidiarie europee. Alcune ricerche hanno evidenziato come, nonostante i costi diretti del dissesto finanziario possano essere anche elevati, essi rappresentano solo una bassa percentuale del valore dell'impresa. Warner e White, Altman e Weiss (J.B. Warner e M.J. White, 1983; E.I. Altman, 1984; L.A. Weiss, 1990) stimano che i costi del dissesto consistano nel 3% del valore di mercato dell'impresa. Welch, Bris e Zhu (A. Bris, I. Welch e N. Zhu, 2006), invece, stimano che tali costi ammontino circa all'8% delle attività pre-fallimento. Nel caso di imprese di più piccole dimensioni potrebbero però arrivare ad essere anche il 20/25%. Dato che, però, non sempre le imprese falliscono, tali stime andrebbero moltiplicate per le probabilità di fallimento così da ottenere il costo atteso.

I costi indiretti sono più difficili da definire rispetto a quelli diretti. Essi comprendono, ad esempio, al fatto che i fornitori potrebbero non voler più avere a che fare con un'impresa a rischio. Anche le vendite potrebbero diminuire per la paura che l'impresa non mantenga alta la qualità dei servizi offerti o per il venir meno della fiducia del cliente. Trattandosi di costi difficilmente misurabili è difficile operare una stima sul loro ammontare: Altman, ad esempio, afferma che il totale di costi diretti ed indiretti del dissesto supera il 20% del valore dell'impresa. Andrade e Kaplan (G. Andrade e S.N. Kaplan, 1998) invece li collocano tra il 10 e il 20%, mentre Bar-Or (Y. Bar-Or, 2000) li colloca tra l'8 e il 10% (considerando però un'impresa in buona salute).

1.1.4. LA PECKING ORDER THEORY

Nonostante la finanza aziendale si sia avvalsa per lungo tempo principalmente delle teorie del trade-off, un'importanza sempre maggiore è stata data alla *pecking-order theory* (o *teoria dell'ordine di scelta*). Quando un'impresa necessita di capitale, il suo manager deve decidere se emettere debito od equity. Nei precedenti paragrafi, per analizzare questa duplice scelta, si è fatto riferimento ai benefici fiscali e ai costi del dissesto. Ora, però, è necessario introdurre un nuovo elemento di valutazione, il timing, inteso come momento più opportuno per stabilire eventuali cambiamenti nella struttura finanziaria dell'impresa. Un manager, infatti, potrebbe ragionare nel modo seguente: emettere equity quando le azioni dell'impresa sono sopravvalutate ed emettere debito quando le azioni dell'impresa sono sottovalutate. Così facendo, il manager potrebbe vendere le azioni ad un prezzo superiore a quello che in realtà varrebbero. Ecco che, con

un banale esempio come questo si può capire l'importanza fondamentale rivestita dal timing nelle decisioni riguardanti la struttura finanziaria. Questo presuppone l'esistenza di un'informazione asimmetrica, in quanto il manager ha una conoscenza più approfondita delle prospettive dell'impresa rispetto ad un investitore. Se così non fosse, ogni tentativo di timing sarebbe destinato a fallire.

Dal canto suo, l'investitore potrebbe sospettare che, se l'impresa emette equity, è stata precedentemente sopravvalutata, mentre se emette debito è stata sottovalutata.

La questione diventa allora complicata, infatti si dimostra come solo le imprese altamente sopravvalutate sono incentivate ad emettere equity, mentre per quelle moderatamente sopravvalutate, gli investitori le inserirebbero nella lista di quelle altamente sopravvalutate causandone una caduta dei prezzi al di sotto del loro valore equo. In conclusione, quindi, nessuna impresa è portata ad emettere equity¹¹, preferendo l'emissione di debito. Secondo la *pecking-order theory*, allora, l'emissione di equity sarebbe un'alternativa da utilizzare in casi estremi, come il prospettarsi di un dissesto finanziario.

Nel mondo reale esistono due regole che, partendo da questa teoria, possono descrivere il comportamento dei manager delle imprese.

La prima regola è quella che presuppone di preferire le fonti di finanziamento interne, come ad esempio utili non distribuiti, in quanto il loro utilizzo non implica costi di agenzia¹². Il ricorso a fonti esterne potrebbe infatti essere più costoso per l'impresa, soprattutto per imprese innovative e startup (Berger e Udell, 1998).. Talvolta le imprese potrebbero però non essere in grado di utilizzare questa forma di autofinanziamento a causa delle politiche sui dividendi particolarmente rigide e delle fluttuazioni di mercato che fanno variare i flussi di cassa. Ecco che allora potrebbe rendersi necessario ricorrere anche a fonti di finanziamento esterne, tra le quali il debito bancario è quella da prediligere. Il debito bancario viene preferito all'emissione di nuove azioni perché le banche, attraverso le loro attività di screening e monitoring, riducono le asimmetrie informative e, conseguentemente, i costi di agenzia. Inoltre, seguendo il ragionamento

¹¹ Myers e Majluf, (1984).

¹² Costi interni dovuti ai conflitti di interessi tra azionisti.

precedente, la concessione di debito da parte di una banca ad un'impresa potrebbe essere considerato un buon segnale dal mercato per quanto riguarda la reputazione dell'impresa stessa e potrebbe causare un aumento del suo valore.

In caso di necessità di finanziamento esterno, la *pecking-order theory* stabilisce che il debito debba essere emesso prima dell'equity. Solo una volta che la capacità di indebitamento è venuta meno l'impresa potrà emettere azioni. E' proprio in questo caso che diviene utile la seconda regola che i manager dovrebbero seguire, ossia quella di emettere prima i titoli più sicuri.

1.1.5. FINANCIAL GROWTH CYCLE

Il modello del *Financial Growth Cycle* (o *modello di crescita finanziaria*) è stato elaborato da Berger e Udell (Berger A.N., Udell G.F., 1998), che si sono posti l'obiettivo di spiegare da un punto di vista dinamico l'evoluzione della struttura finanziaria delle imprese.

I due studiosi, nel proporre il loro modello, si sono basati sulle ipotesi preesistenti del modello della *pecking order theory*, vale a dire la presenza di asimmetrie informative che variano al variare della fase del ciclo di vita in cui si trova l'impresa. Partendo da questi presupposti essi hanno evidenziato una relazione tra le diverse fasi del ciclo di sviluppo dell'impresa e le scelte sulla sua struttura finanziaria. A seconda della fase del ciclo di vita in cui l'impresa si trova, definita da età e dimensioni, potrebbero infatti presentarsi esigenze diverse in termini di finanziamenti e modalità attraverso le quali reperirli. Il lavoro di Berger e Udell prevede che l'impresa, nella sua fase iniziale, sia di piccole dimensioni, e che poi cresca sempre di più.

Nella fase iniziale, l'impresa tenta di inserire i propri prodotti e/o servizi nel mercato senza avere alcuna garanzia sulla capacità di questi ultimi di generare flussi in entrata. Vi sono inoltre una forte presenza di asimmetrie informative dovuta al fatto che l'impresa è sconosciuta al mercato, l'incapacità di offrire attività in garanzia e la mancanza di reputazione presso i finanziatori. Tutto ciò fa sì che le fonti di finanziamento siano tutte interne, nella forma di risorse conferite dall'imprenditore, da società specializzate nel sostegno alle start-up o provenienti dal credito commerciale. In questa fase l'impresa si gioca la sopravvivenza sul mercato.

Nella fase successiva l'impresa, che ancora non è di grandi dimensioni, è caratterizzata da un tasso di crescita maggiore e da una migliore performance. Nonostante ciò, dal punto di vista finanziario l'impresa fatica ancora in quanto si trova nella fase in cui sono richieste quantità maggiori di risorse per lo sviluppo, le quali fanno sì che aumentino il fabbisogno e, di conseguenza, il rischio. L'impresa ricorrerà allora all'autofinanziamento accompagnato anche dal debito bancario. Verso il finire di questa fase le imprese iniziano a fare ricorso anche al capitale di rischio nella forma di venture capital¹³ o private equity¹⁴ per quelle di maggiori dimensioni.

Nella terza fase l'impresa può essere considerata di medie dimensioni ed è caratterizzata da una forte crescita, da un ulteriore aumento delle performance e dalla capacità di offrire attività idonee come garanzia, il tutto accompagnato da una maggiore trasparenza. Ciò permette all'impresa stessa di potersi indebitare maggiormente nelle forme di private equity e venture capital.

Nell'ultima fase, quella della maturità, l'impresa raggiunge la grande dimensione. Ciò fa sì che si riducano notevolmente le asimmetrie informative e l'impresa potrà dunque scegliere tra un ventaglio sempre maggiore di fonti di finanziamento, tra le quali anche quelle più complesse, ad esempio un'IPO (*Initial Public Offering*).

Questa teoria sviluppata da Berger e Udell non sempre ricalca quello che è il reale ciclo di vita di un'impresa, soprattutto se si fa riferimento al tessuto imprenditoriale italiano. L'Italia, infatti, è un paese caratterizzato dalla vasta presenza di PMI e microimprese che hanno la tendenza a conservare le loro dimensioni iniziali senza intraprendere un percorso di crescita.

1.2. PMI E STARTUP: PERCHE' E' DIFFICILE TROVARE FINANZIATORI?

1.2.1. IL PROBLEMA DELLA RICERCA DI FINANZIAMENTI

Per capire fino in fondo quanto le PMI siano importanti nel tessuto imprenditoriale italiano è utile soffermarsi sui numeri: le imprese attive in Italia sono 4.4 milioni, di cui

¹³ Il venture capital è l'apporto di capitale di rischio da parte di fondi di investimento per finanziare l'avvio o lo sviluppo di imprese ad alto tasso di crescita.

¹⁴ Il private equity è un'attività generica di investimento in imprese da parte di investitori istituzionali, operatori pubblici, grandi aziende o soggetti privati nella forma di partecipazione o di sottoscrizione di obbligazioni convertibili.

il 95.05% sono microimprese e il 4.86% PMI¹⁵, le quali sono responsabili, da sole, del 41% del fatturato prodotto in Italia, del 33% degli occupati del settore privato e del 38% del valore aggiunto del nostro Paese.

Da sempre le piccole medie imprese, le startup e, più genericamente, le aziende con un tasso di crescita molto promettente così come le imprese innovative, hanno un peso importante per quanto riguarda la creazione di posti lavoro e per la crescita dell'economia. Questa tipologia di imprese necessita di finanziamenti che permettano di realizzare idee a condizioni favorevoli, in modo tale da espandersi; per queste realtà, però, risulta difficile ottenere finanziamenti attraverso il canale bancario per una serie di ragioni, tra le quali figurano la mancanza di garanzie, il rischio elevato presentato, per esempio, dalle startup agli albori della loro attività, l'incerta redditività futura e l'eccesso, per le banche stesse, dei costi rispetto ai ricavi nel finanziare queste tipologie di imprese.

A tal proposito, interessante risulta una ricerca di Emilia Bonaccorsi di Patti e Paolo Finaldi Russo pubblicata da Banca d'Italia nel Febbraio 2017 nella quale gli autori fanno notare come nel 2015 i prestiti bancari siano cresciuti per le imprese più grandi e diminuiti per quelle più piccole. Scavando a fondo, è risultato che tale avvenimento si è verificato anche per imprese dello stesso settore e con indicatori simili, a discapito di microimprese e aziende caratterizzate da un rischio più elevato. I due autori attraverso delle regressioni mettono in relazione l'andamento dei prestiti bancari con variabili anagrafiche (come settore e area geografica di appartenenza) e con indicatori di bilancio inerenti dimensione, rischio, redditività, liquidità e crescita). Il risultato ottenuto è che ciò che incide maggiormente sull'andamento dei prestiti a imprese di diverse dimensioni sono i fattori di rischio; ciò che è interessante osservare, però, di questo lavoro, è che tra i risultati figura anche che una delle cause del minor credito erogato alle microimprese non può essere spiegato dai diversi indicatori utilizzati nelle regressioni. Proprio per tale motivo è lecito pensare che le banche siano meno propense a finanziare questa tipologia di imprese, soprattutto perché a volte i costi di affidamento e di gestione dei piccoli fidi superano i corrispondenti ricavi o comunque sono quasi

¹⁵ Osservatorio Innovazione Digitale nelle PMI.

equivalenti. Se così fosse, quindi, le banche non avrebbero alcuna convenienza ad erogare prestiti a soggetti di questo tipo. Inoltre, le banche stesse faticano ad adattare la valutazione del merito di credito basata sull'analisi qualitativa ai cambiamenti tecnologici e regolamentari che si stanno verificando in questi anni. In conclusione, gli indicatori utilizzati dalle banche in fase di analisi del merito di credito potrebbero non cogliere la volatilità dei flussi di reddito delle imprese prese fino ad ora in considerazione.

A partire dal 2019 ha preso il via un progetto della Commissione Europea, la “*Capital Market Union*”, che ha lo scopo di fornire maggiori capitali alle imprese, incluse le PMI e offrire loro una vasta gamma di fonti di finanziamento che siano complementari al finanziamento bancario, tra le quali *venture capital*, *crowdfunding* e *marketplaces*, che verranno analizzate nel corso del presente capitolo. Nonostante questa iniziativa, le forme di finanziamento alternative al canale bancario restano poco diffuse in quanto ostacolate da diversi fattori, uno dei quali può essere identificato nell'opacità informativa delle piccole imprese: esse, infatti, talvolta non rendono nei confronti dell'esterno informazioni sufficienti e ciò non permette a coloro i quali devono decidere se finanziarle o meno e di valutarle dal punto di vista della capacità di restituire il finanziamento stesso.¹⁶

Il problema della ricerca di finanziamenti da parte di imprese di piccole dimensioni risulta quindi ancora oggi del tutto attuale e solo risolvendolo si potrà assistere ad una crescita dal punto di vista economico-sociale, che queste realtà contribuirebbero a sostenere.

1.2.2. RAPPORTO GOVERNANCE-STRUTTURA FINANZIARIA

I meccanismi di governance aziendale e i relativi problemi sono diventati, nel corso degli anni, con l'intensificarsi della concorrenza e la crescente globalizzazione, un aspetto di fondamentale importanza per quanto riguarda PMI e aziende di piccole dimensioni. Molto spesso la struttura di *governance* risulta essere decisiva per permettere lo

¹⁶ <https://www.agendadigitale.eu/industry-4-0/pmi-e-startup-perche-e-difficile-trovare-finanziatori-e-come-risolvere/>.

sviluppo delle imprese e, di conseguenza, per la crescita economica del Paese in cui esse risiedono.

Con il termine “*Governance*” si è soliti indicare l’insieme delle regole di qualsiasi grado, siano esse leggi o regolamenti, che indirizzano la gestione e la direzione di una società o di un ente (pubblico o privato). Esso riconduce sia ad aspetti più aziendalistici, che si riferiscono alla gestione dell’impresa, sia ad aspetti legali, in quanto implica anche l’assegnazione di responsabilità. La scelta di un sistema di governance risulta essere quindi fondamentale per far sì che l’impresa possa sopravvivere e, soprattutto, crescere nel lungo periodo. Un’efficace struttura governativa può permettere anche di migliorare l’ambiente lavorativo interno all’impresa stessa e a esternare in modo più trasparente le informazioni nei confronti degli *stakeholders*, oltre ad essere fondamentale nella ricerca di risorse da poter impiegare nell’attività e negli investimenti.

Una delle ragioni per cui le PMI del nostro Paese faticano ad ottenere finanziamenti potrebbe risiedere nella loro struttura di governance e controllo. A tal proposito, interessante risulta un’indagine svolta da Elena Bonelli e Francesco Giordano nel 2007: i due, considerando un campione di 834 imprese clienti di Unicredit Banca, hanno notato come ci sia una connessione tra governance e controllo e struttura finanziaria delle imprese. In particolare, si è dimostrato come a strutture di governance meno all’avanguardia conseguano difficoltà nel reperire finanziamenti provenienti da fonti esterne, eccezion fatta per i finanziamenti bancari di tipo tradizionale.

Prima di focalizzarsi su questi aspetti, però, risulta opportuno procedere con una breve descrizione degli assetti proprietari e delle caratteristiche di governance e controllo delle imprese in questione.

Per quanto riguarda gli assetti proprietari, le imprese italiane sono contraddistinte da un alto grado di concentrazione della proprietà, pari circa al 59.5% per le società di persone e al 65.2% per le società di capitali, con il numero medio di soci che è pari a 2.5 per le prime e 2.8 per le seconde (Audinga Baltrunaite, Elisa Brodi, Sauro Mocetti 2019). Questi potrebbero essere sintomi di una maggiore avversione al rischio da parte degli imprenditori italiani, i quali cercano di chiudersi di fronte a possibili scenari competitivi. Nella maggior parte dei casi, inoltre, il controllo del capitale delle suddette imprese è

detenuto e/o esercitato da persone fisiche, soprattutto nel caso delle società non quotate. Infine, le imprese italiane fanno spesso parte di gruppi.

Per quanto riguarda, invece, controllo e governance, le imprese italiane sono spesso a conduzione familiare, quindi poco propense all'entrata di soci esterni. In generale, la chiusura verso soci esterni fa sì che in caso di performance non ottimali il controllo non cambi. Questa forma di conservazione dei valori familiari all'interno delle imprese è nota come *paradigma della socioemotional wealth* e porta al fatto che esse facciano fatica a stare al passo con i tempi, soprattutto in questi anni caratterizzati da forti globalizzazione e innovazione. Infine, nelle imprese italiane spesso manca la figura di un manager esterno che assicuri controlli più severi e regole più precise. Il fatto che l'imprenditore sia il perno dell'impresa e il maggior decisore, causa maggiori difficoltà nella messa a fuoco del futuro dell'impresa e, conseguentemente, non permette di sviluppare piani strategici ottimali per la crescita della stessa. Lo stesso imprenditore spesso fatica a delegare compiti e responsabilità, percependo un'eventuale tramando di potere come un'espropriazione.

Tra i punti di forza della governance delle PMI si possono elencare:

1. *Vis* imprenditoriale intesa come miscela di intuito, volontà, intraprendenza e leadership, concentrata in uno o pochi soggetti;
2. Maggiore spirito di appartenenza anche da parte dei dipendenti dovuto al clima familiare generato;
3. Rapidità nel prendere decisioni e eliminazione della burocrazia.

Dall'altro lato, i principali punti di debolezza possono essere così riassunti:

1. Difficoltà nel reperire finanziamenti;
2. Mancanza delle qualità da manager nell'imprenditore;
3. Eccessivo individualismo nell'assumere decisioni.

Dal punto di vista della governance la categoria delle PMI può essere scorporata in due ulteriori ramificazioni: microimprese e piccole imprese evolute.

Le microimprese sono caratterizzate da sostanziale semplicità strutturale e da una proprietà formata da un imprenditore con limitata professionalità. Ciò fa sì che le

comunicazioni economico-finanziarie da fornire all'esterno si limitino a quelle previste dalla legge e che le funzioni amministrative siano esternalizzate a professionisti quali commercialisti e consulenti. In questo caso il bilancio non viene utilizzato, come invece dovrebbe, per fornire principalmente informazioni all'esterno ma solamente come mero strumento per assolvere agli obblighi amministrativi.

Per quanto riguarda, invece, le piccole imprese più evolute, esse sono contraddistinte da una governance più estesa, dovuta ad una visione più orientata allo sviluppo e alla crescita da parte dei managers. In questo caso le funzioni amministrative vengono spesso svolte internamente ed il bilancio non viene utilizzato principalmente per assolvere agli obblighi previsti dalla legge ma anche come strumento di decisione.

Un problema comune alla maggior parte delle PMI, però, resta quello della trasparenza: anche quelle di dimensioni maggiori, infatti, denotano delle difficoltà nella comunicazione delle informazioni all'esterno attraverso lo strumento del bilancio d'esercizio.

Assetti proprietari e modelli di governance sono quindi connessi al tipo di relazione intercorrente tra finanziatori, soprattutto banche, e imprese. Da sempre il nostro sistema finanziario è di tipo *relationship lending*, basato su relazioni di lungo periodo e caratterizzato da frammentarietà delle imprese e scarsità di informazioni. Questo sistema però, presenta delle falle in quanto spesso le banche perdono le proprie capacità allocative e selettive e porta a grandi difficoltà per le imprese, spesso sottocapitalizzate, ad accedere a finanziamenti esterni. Inoltre, la presenza di modelli di governance poco sofisticati e che non accennano a progredire, fa sì che le informazioni rilasciate all'esterno siano poche e non precise, e ciò spiega il lento sviluppo dei mercati azionari e del venture capital nonostante tutti i cambiamenti normativi anche a livello internazionale che hanno promosso l'integrazione dei mercati dei capitali.

Nel caso delle imprese italiane, le difficoltà nello sviluppo di meccanismi di governance evoluti e sofisticati è dovuta (ma non giustificata) anche ad alcuni fattori esterni che ne rallentano la crescita, tra i quali burocrazia, lentezza della giustizia, clientelismo, corruzione ed evasione fiscale. Si tratta di fattori che causano pesanti svantaggi competitivi e che incidono in maniera a volte pesante sulla capacità di imprese virtuose

di emergere. Proprio per questi motivi il cammino verso una struttura di governance ottimale è più complicato, soprattutto per le PMI, le quali non hanno probabilmente ancora percepito l'utilità e i benefici che potrebbero derivarne.

1.2.3. L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLE PMI ITALIANE

Accanto al tema della governance delle PMI italiane, assume grande importanza anche quello della loro internazionalizzazione.

L'internazionalizzazione, ossia la ricerca di mercati di sbocco al di fuori dei confini nazionali, rappresenta una delle maggiori sfide per le PMI del nostro Paese. Attraverso questo processo le imprese potrebbero ricercare nuove opportunità per far sì che l'azienda sopravviva e cresca. Sicuramente è un percorso difficile e non privo di ostacoli ed è per questo che molte imprese puntano tutto sul "*Made in Italy*". Uno degli ostacoli più difficili da affrontare potrebbe essere rappresentato dai costi fissi per entrare in nuovi mercati, dai costi da sostenere per promuovere i propri prodotti e servizio i costi relativi ai mercati di destinazione per quanto riguarda logistica e assistenza post-vendita.

Le PMI italiane, dal canto loro, sono seconde solo a quelle tedesche per quanto riguarda le esportazioni, e contribuiscono per la maggioranza alle esportazioni totali: in Italia, infatti, le grandi imprese (quelle con più di 250 dipendenti) esportano solo il 44% del totale delle esportazioni, al contrario di quanto avviene in altri Paesi. In Italia, inoltre, ci sono circa 180 mila imprese con meno di 50 dipendenti che effettuano esportazioni, un valore nettamente maggiore di quello di Francia (105 mila) e Germania (158 mila).

Ciò che ha sicuramente contribuito allo sviluppo delle esportazioni in Italia è sicuramente la capacità competitiva delle imprese italiane.

Un altro fattore che ha contribuito potrebbe essere la specializzazione delle imprese in un certo segmento della catena del valore grazie alla suddivisione dei processi produttivi e alla organizzazione della produzione basata su catene del valore globali.

Ancora, lo sviluppo internazionale delle PMI italiane è dovuto anche alle relazioni intrattenute con grandi imprese. Questi rapporti, infatti, possono giovare ad entrambe le parti, con le grandi aziende che fanno sì che attorno ad esse nascano nuove PMI grazie agli stimoli provenienti dall'innovazione e dal know-how produttivo. Proprio per questo

le PMI italiane negli ultimi anni sono sotto la lente d'ingrandimento dei più potenti gruppi internazionali, i quali vogliono sfruttare al massimo il brand italiano.

Ma come visto nel precedente paragrafo, le PMI italiane presentano anche dei punti di debolezza a livello strutturale che potrebbero limitarle nel processo di internazionalizzazione.

Una prima difficoltà a cui potrebbero andare incontro le PMI italiane è quella relativa al modo di operare, inteso come modo di competere e differenziare prodotti e servizi. Altre difficoltà che si potrebbero riscontrare sono quelle relative alla scelta del modello distributivo e alla scelta dei metodi per finanziarsi.

Per ovviare a tutte le problematiche citate, negli ultimi anni le imprese hanno deciso di delocalizzare la produzione in Paesi dove il costo del lavoro è più basso, come Cina o nell'Est Europa. Ciò ha apportato dei miglioramenti al conto economico delle nostre imprese ma ha altrettanto causato la diminuzione della produttività dei distretti industriali italiani, molti dei quali sono diventati sedi di processi di amministrazione, marketing e progettazione. Non bisogna quindi confondere esternalizzazione della produzione e internazionalizzazione: le imprese che spostano la propria produzione all'estero non hanno assunto maggiori competenze tecnologiche nè assunto forza competitiva maggiore.

L'internazionalizzazione delle PMI spesso è passata attraverso interventi di istituzioni pubbliche, di strutture private e di istituzioni finanziarie. Per questo processo è molto importante la presenza, come affermato in precedenza, di grandi imprese che instaurino legami con le PMI, cosa che nel nostro Paese non avviene. Una delle spinte verso una crescente internazionalizzazione per le imprese italiane potrebbe essere l'incremento di ricerca e sviluppo e delle ICT, con la creazione di un network del quale possono far parte le PMI. Altre soluzioni potrebbero essere date dall'orientamento al design, che negli ultimi anni ha contribuito molto alla creazione di valore aggiunto, e dalla creazione di collaborazioni tra le stesse PMI, fornitori e grandi imprese. Per quanto riguarda, invece, la problematica principale, quella inerente la ricerca di finanziamenti, essa potrebbe trovare una soluzione nella collaborazione tra banche italiane ed estere e nella fornitura di servizi adeguati ad imprenditori che puntano ad internazionalizzarsi.

L'internazionalizzazione, quindi, è un aspetto fondamentale nella vita delle PMI e può condurre ad alti livelli di competitività su diversi mercati. Ciò che conta, però, è che le imprese non considerino le esportazioni come un qualcosa di inusuale e che il mercato estero venga considerato alla pari di quello italiano. Se attuata con un'attenta pianificazione, l'internazionalizzazione può portare dei risultati sia nel breve-medio periodo sia nel lungo periodo, facendo assumere alle imprese una posizione di mercato stabile nel tempo. Tra i benefici di una corretta internazionalizzazione c'è sicuramente l'aumento del fatturato, ma si può riscontrare anche una diminuzione del rischio d'impresa grazie alla ripartizione delle vendite in diversi paesi e all'aumento dei mercati di sbocco. Grazie all'internazionalizzazione, inoltre, il ciclo di vita di un prodotto potrebbe aumentare: non è detto infatti che un prodotto considerato obsoleto in un Paese non possa essere ancora utile in un altro. Altri vantaggi riconducibili all'internazionalizzazione sono la riduzione dei costi fissi e lo sfruttamento di economie di scala, ma anche un miglioramento dell'immagine e della reputazione con gli stakeholders, oltre ad un miglioramento della competitività nei confronti di imprese domestiche che magari non hanno intrapreso tale processo.

Più della metà delle imprese, che ha intrapreso un percorso di internazionalizzazione, ha visto aumentare il proprio fatturato del 33% rispetto a quelle che non lo fanno. Inoltre, l'internazionalizzazione ha contribuito positivamente sull'andamento dell'occupazione, con un aumento del 10% per le imprese che l'hanno intrapresa contro il 3% delle imprese operanti all'interno dei confini nazionali. Anche dal punto di vista dell'innovazione, le imprese operanti anche all'estero sono più efficienti rispetto a quelle che operano solo in Italia.¹⁷

1.2.4. LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE PMI

Come già accennato nei precedenti paragrafi, in Italia le PMI danno un contributo fondamentale in termini di occupazione e crescita economica, essendo esse la parte più rilevante dell'intero tessuto imprenditoriale del Paese. Nonostante ciò, esse riscontrano

¹⁷ <https://www.spreadeconomics.com/2021/03/21/internazionalizzazione-delle-imprese-il-contesto-italiano/#:~:text=L'internazionalizzazione%2C%20ossia%20la%20possibilit%C3%A0,sopravvivenza%20e%20la%20crescita%20aziendale.>

diverse difficoltà dal punto di vista della gestione finanziaria che ne potrebbero influenzare, anche pesantemente, le performance e, più in generale, l'andamento.

Fin da subito, le PMI italiane si sono caratterizzate per una struttura finanziaria composta principalmente da debito bancario e capitale conferito dai soci. Tale struttura deriva dalla mentalità del nostro Paese ed è uno dei principali motivi per cui le imprese in questione spesso non sono riuscite a sfruttare le opportunità di sviluppo che si presentavano loro, con la sostanziale chiusura all'entrata di soci esterni.

E' opportuno, però, prima di proseguire con l'analisi della struttura finanziaria di queste realtà, fare delle specificazioni. Quando si parla di PMI si fa riferimento a una specifica categoria di imprese definita sulla base di alcuni criteri dimensionali: le medie imprese sono caratterizzate da un numero di dipendenti non superiore alle 250 unità, mentre il fatturato deve essere inferiore ai 50 milioni di euro, con il totale delle attività non superiore ai 43 milioni di euro. Le imprese piccole, che rientrano ugualmente nella categoria delle PMI, invece, sono caratterizzate da un numero massimo di dipendenti non superiore alle 50 unità ed un fatturato non superiore ai 10 milioni di euro. Ci sono poi le micro-imprese, caratterizzate da un numero di dipendenti non superiore alle 10 unità ed un fatturato non superiore ai 2 milioni di euro.

Le medie imprese presentano buona funzionalità dal punto di vista organizzativo e presentano componenti manageriali. Le piccole imprese, invece, sono gestite dall'imprenditore e godono di meno risorse rispetto alle imprese medie, nonché di minore potere contrattuale nei confronti delle banche.

Tutti questi elementi sono in grado di influenzare la struttura finanziaria delle PMI, e, più in particolare, la scelta sulle modalità attraverso le quali le imprese si finanziano.

Nonostante le PMI possano quindi essere suddivise in diverse tipologie, diverse ricerche che si sono succedute nel corso del tempo hanno evidenziato caratteristiche comuni dal punto di vista della struttura finanziaria:

- un livello di leverage maggiore rispetto alle altre imprese del vecchio continente che tende a diminuire al crescere delle dimensioni. Ciò porta ad un basso livello di capitalizzazione;

- l'eccessiva subordinazione ai prestiti bancari, sintomo di scarsità di canali alternativi di finanziamento;
- la forte incidenza del debito a breve termine;
- il diffuso utilizzo di strumenti quali leasing e factoring;
- il poco diffuso ricorso al mercato dei capitali.

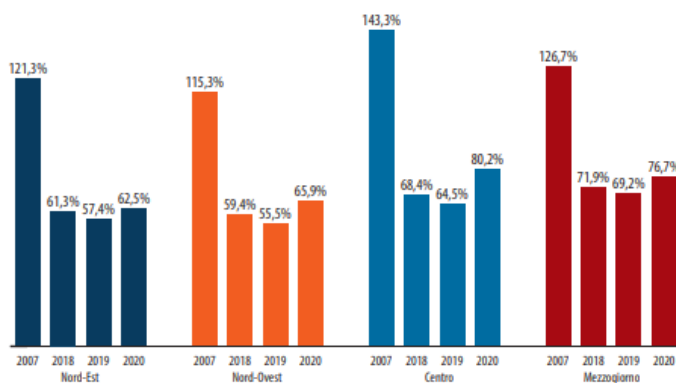


Figura 2: Leverage delle PMI italiane. Fonte: Rapporto regionale PMI 2021.

Oltre a quanto affermato sopra, devono essere considerati anche altri fattori nella valutazione generale della struttura finanziaria delle PMI, come ad esempio settore di appartenenza, dimensione e maturità dell'impresa stessa.

Per quanto riguarda il settore di appartenenza, vi sono evidenze per cui all'interno dei diversi settori, le imprese tendono ad adottare politiche finanziarie simili. Più precisamente, le aziende saranno orientate a un minor ricorso al debito laddove la volatilità dei flussi di reddito e di cassa è più elevata e le attività tangibili sono minori, mentre dovrebbero essere orientate ad un ricorso al debito maggiore laddove vi è una forte stabilità dei flussi e vi sono maggiori possibilità di collateralizzazione¹⁸.

A livello di indebitamento ottimale, poi, anche la fase del ciclo di vita in cui si trova l'impresa riveste un ruolo non secondario. Esso, infatti, muta nel tempo, è diverso di settore in settore e cambia a seconda dell'impresa considerata.

Nella prima fase, chiamata anche "Fase di start-up", l'impresa ha bisogno di risorse per poter fare investimenti, le quali proverranno principalmente dall'autofinanziamento

¹⁸ Operazione che consiste nel porre un vincolo su un asset che può essere venduto a discapito del debitore qualora non estingua la propria obbligazione.

tramite apporto dei soci, a causa dell'incertezza gravante sull'impresa stessa agli inizi della propria attività.

Nella fase di espansione, così come in quella di sviluppo, l'impresa sarà caratterizzata da maggiori possibilità di crescita e sviluppo, pertanto, oltre che all'autofinanziamento, inizierà a ricorrere anche a fonti di finanziamento esterne, in prevalenza debito bancario.

Nella fase di sviluppo l'impresa vedrà aumentare ulteriormente le proprie possibilità di crescita e il ricorso a fonti di finanziamento esterne sarà ancora maggiore.

La fase della maturità è quella in cui l'impresa, disponendo di una serie di bilanci di esercizi passati, può fornire all'esterno maggiori informazioni, in modo tale da consentire agli addetti ai lavori di svolgere le opportune analisi per classificarla in una data classe di rating, cosicché, se l'impresa dovesse risultare virtuosa, il rischio e l'incertezza che inizialmente la caratterizzavano, diminuiscono, permettendo così di ottenere ulteriori risorse.

Nella fase di declino, il fabbisogno finanziario dell'impresa tenderà ad essere negativo ed essa sarà così in grado di finanziarsi autonomamente oltre che a espandersi differenziando la propria attività o espandendosi dal punto di vista dimensionale.

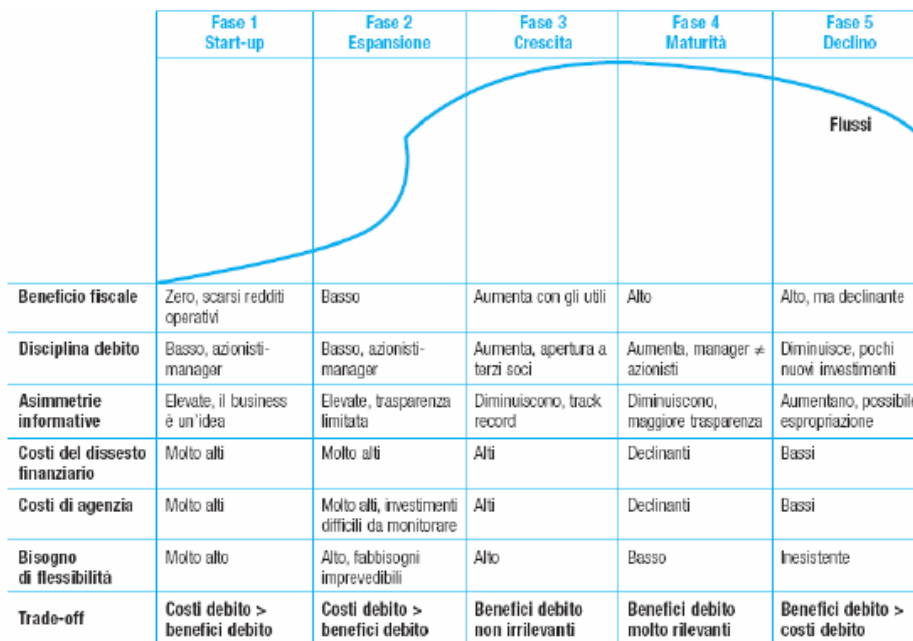


Figura 3: Ciclo di vita dell'impresa e fabbisogno finanziario¹⁹.

Un'indagine condotta dal CRIF²⁰ ha evidenziato come le PMI italiane si contraddistinguano per l'assenza di un'adeguata flessibilità finanziaria che ha contribuito a rallentare la crescita. Come affermato dall'analista Simone Mirani²¹, la mancanza di una stabile componente di debito a lungo termine, come per esempio le obbligazioni, fa sì che aumenti la dipendenza delle PMI dal canale bancario e limita la capacità di elaborare piani di investimento efficaci, facendo venire meno le prospettive di crescita e il posizionamento competitivo di lungo termine. Come dimostrato da un'analisi dello stesso CRIF condotta nel decennio 2006-2015, meno del 6% delle PMI, in questi anni, ha fatto ricorso al mercato dei capitali in modo tale da diversificare le proprie fonti di finanziamento. Il peso dei finanziamenti bancari sul totale dei debiti finanziari fluttua invece attorno al 90%. La stessa indagine ha dimostrato che, tra il 2012 e il 2015, le aziende che hanno diversificato le proprie fonti di finanziamento ricorrendo alle obbligazioni hanno visto crescere i propri ricavi dell'1.6%, più del doppio rispetto allo 0.7% delle imprese che non ne hanno fatto ricorso. La scarsa diversificazione delle

¹⁹ M. Dalocchio e A. Salvi, (2004), *Struttura finanziaria: principi fondamentali - Finanza aziendale, Analisi e valutazioni per le decisioni aziendali*.

²⁰ CRIF o Centrale Rischi di Intermediazione Finanziaria, è società privata che gestisce un sistema di informazioni creditizie, in particolare quelle riguardanti eventuali posizioni debitorie dei soggetti censiti.

²¹ Associate Director di CRIF Ratings.

fonti di finanziamento ha inciso negativamente anche sulla liquidità delle stesse imprese, che a fine 2015 presentavano un rapporto tra cassa e debiti finanziari a breve termine minore del 50%.

Secondo un rapporto di Banca d'Italia, negli anni tra il 2011 e il 2017, la leva finanziaria è però diminuita del 10% circa, grazie all'uscita dal mercato delle imprese più fragili a livello finanziario, all'aumento del capitale di rischio e alla riduzione del debito per le imprese in attività.

Come si può evincere dal presente paragrafo, quindi, le PMI italiane sono limitate dal punto di vista della struttura finanziaria ma esistono molteplici strumenti che potrebbero essere da esse utilizzati per cercare di diversificare le fonti di finanziamento e, di conseguenza, per cercare di perseguire uno sviluppo ed assumere una posizione stabile nel lungo periodo.

Nel proseguo del capitolo si analizzeranno quindi le fonti di finanziamento alternative al canale preponderante, ossia quello bancario, per poi soffermarsi, nel secondo capitolo, su una di queste alternative in particolare.

1.2.5. FONDO DI GARANZIA PMI

Per un imprenditore la creazione di un'azienda, il suo sviluppo e il mantenimento di una crescita costante sono aspetti non scontati. Questo non solo a causa della burocrazia, del personale ecc. ma anche per le già menzionate difficoltà nel trovare i fondi necessari per poter effettuare investimenti che permettano lo sviluppo dell'attività posta in essere. L'ultimo aspetto citato assume fondamentale importanza soprattutto per le realtà che si sono fino ad ora esaminate nel corso del presente lavoro, vale a dire le PMI, per le quali avere un accesso al credito è tutt'altro che scontato. Proprio per questo, il Governo ha creato uno strumento che possa ovviare a tali difficoltà: il Fondo di Garanzia per le PMI.

Il Fondo di Garanzia è una misura adottata dal Governo italiano per dare sostegno alle piccole e medie imprese del Paese per permettere loro un più agevole accesso al credito. Tramite il fondo, le imprese che rispettano specifici requisiti potranno usufruire della garanzia dello Stato per reperire i fondi di cui necessitano. Ciò permette di diminuire il rischio per gli istituti che erogano il credito stesso.

L'accesso al Fondo di Garanzia spetta ai seguenti soggetti:

- alle imprese di micro, piccole o medie dimensioni (PMI) iscritte al Registro delle Imprese;
- ai professionisti iscritti ai relativi ordini professionali o aderenti ad associazioni professionali iscritte all'apposito elenco del Ministero dello Sviluppo Economico.

Inoltre, il DL Liquidità ha permesso anche l'ammissibilità di small mid cap, ossia imprese con massimo 499 dipendenti e, per quanto riguarda i finanziamenti fino ad €30.000, di persone fisiche esercenti attività di impresa, arti o professioni, broker, agenti e subagenti di assicurazione ed enti del Terzo settore. Inoltre, sempre il DL Liquidità, stabilisce che, per l'ammissibilità alla garanzia, non serva l'effettuazione dell'analisi del merito di credito del beneficiario finale da parte del Gestore del Fondo.

Il Fondo creato dallo Stato permette quindi alle imprese che possono beneficiarne di ottenere dei prestiti senza dover prestare garanzie aggiuntive oltre a quella già data dal Fondo stesso. Il Ministero dello Sviluppo Economico afferma inoltre che tale garanzia può essere attivata solo per i finanziamenti concessi da banche, società di leasing e altri intermediari finanziari, e, eccezion fatta per i prestiti fino ad € 30.000 che prevedono un tetto massimo di tassi e commissioni, il Fondo non interferisce nel rapporto banca-cliente, cosicché la contrattazione dei diversi dettagli contrattuali venga svolta esclusivamente tra le parti. Sulla parte di finanziamento garantita dal Fondo non possono essere richieste garanzie reali, bancarie o assicurative.

Da un lato, quindi, il Fondo fa sì che le banche possano mitigare il rischio di credito riducendo gli assorbimenti patrimoniali, dall'altro, per le PMI, rappresenta una possibilità di accesso più semplice al credito.

Il Fondo presta la propria garanzia su tutte le operazioni che abbiano come finalità l'attività di impresa sia nel breve che nel medio-lungo periodo. Vi sono due tipi di garanzie che il Fondo può prestare:

- le garanzie dirette da parte dello Stato su domanda dello stesso istituto bancario;

- la riassicurazione e controgaranzia su richiesta dei Confidi²².

Per quanto riguarda la seconda tipologia di garanzia elencata, essa può essere richiesta dai soggetti garanti solo quando essi hanno prestato garanzie dirette, esplicite, incondizionate, irrevocabili ed escutibili a prima richiesta. Se le garanzie non dovessero assumere questi requisiti, sarebbe possibile la sola riassicurazione.

Per quanto riguarda la presentazione della domanda, questa non compete ai beneficiari, bensì alla banca erogatrice del finanziamento: l'impresa o il professionista deve infatti chiedere che sul finanziamento venga acquisita la garanzia diretta. L'alternativa è quella di rivolgersi a un Confidi che garantisca in prima istanza l'operazione e richieda la controgaranzia al Fondo stesso.

Il Governo ha poi annunciato delle novità con riferimento alle startup innovative, alle PMI innovative e agli incubatori certificati²³: essi possono attivare la copertura prevista dal Fondo in modo gratuito e attraverso una procedura semplificata. Per queste realtà la garanzia può coprire l'80% del finanziamento e può ammontare fino ad €2,5 milioni.

Il Fondo di Garanzia ha poi subito, recentemente, delle modifiche apportate dal Decreto "Cura Italia"²⁴ con lo scopo di contenere gli effetti negativi causati dalla pandemia Sars-Covid19. In particolare, le novità introdotte sono:

- l'innalzamento dell'importo massimo garantito a una singola impresa fino ad € 5 milioni;
- l'ammissibilità di operazioni intente a estinguere i finanziamenti erogati dalla stessa banca;
- estensione della durata della garanzia sui finanziamenti già garantiti e le cui rate erano state sospese o della quota capitale delle banche finanziatrici;
- annullamento del pagamento di commissioni per il mancato perfezionamento delle operazioni presentate dalla data di entrata in vigore del Decreto;

²² "Consorzio di garanzia collettiva dei fidi": consorzio che aiuta le PMI a ottenere mutui e prestiti dalle banche e dagli istituti di credito.

²³ Società in possesso dei requisiti previsti dal D.L. 179/2012, che offrono servizi a sostegno delle start-up innovative e che beneficiano di agevolazioni con l'iscrizione nella sezione speciale del Registro delle imprese.

²⁴ Decreto n. 10/2020.

- ammissione a garanzia, gratuitamente e senza valutazioni, di persone fisiche che esercitano attività di impresa, arti o professioni la cui attività ha subito forti danni dalla pandemia;
- estensione della durata della garanzia per le PMI che concordano con la banca la sospensione dei pagamenti oggetto di moratoria.

In aggiunta al “Cura Italia”, nel 2020 è stato emanato anche il “Decreto Liquidità”²⁵, il quale ha apportato le seguenti novità:

- 100% per prestiti fino a 30mila euro, senza valutazione del merito creditizio del beneficiario finale;
- 100% (di cui 90% dallo Stato e 10% dai Confidi) per i prestiti fino a 800mila euro, senza valutazione andamentale;
- 90% nei casi restanti con tetto a 5 milioni di importo garantito e senza valutazione andamentale;
- In quest’ultimo caso, possono accedere al finanziamento, le imprese fino a 499 dipendenti, che abbiano ricavi fino a 3,2 milioni.

Inoltre, è stata prevista una procedura semplificata per l’accesso al Fondo, che prevede che quest’ultimo copra il 100% dell’importo sia tramite garanzia diretta che in riassicurazione e applicabile solo a determinati soggetti.

Un ulteriore Decreto, il “Decreto Agosto”²⁶, ha allargato la cerchia delle imprese che possono beneficiare della garanzia: sono infatti state comprese le aziende ammesse alla procedura del concordato con continuità aziendale e quelle che hanno sottoscritto accordi di ristrutturazione del debito o hanno elaborato un piano a riguardo, solo se le relative esposizioni non costituiscono esposizioni deteriorate, non presentino importi in arretrato e il soggetto finanziatore, basandosi sull’analisi della situazione finanziaria del debitore, possa ragionevolmente presumere il rimborso integrale dell’esposizione alla scadenza. Tale Decreto include inoltre le persone fisiche esercenti attività corrispondenti alla sezione K del codice ATECO.

²⁵ Decreto n. 23/2020.

²⁶ Decreto n. 104/2020.

Infine, con la legge di bilancio 2021 si sono ampliati gli importi dei finanziamenti fino all'anno 2026.

1.3. CANALI ALTERNATIVI DI FINANZIAMENTO

1.3.1. CROWDFUNDING

Nel presente paragrafo si fornirà una panoramica generale sulle diverse forme di finanziamento alternative al capitale bancario come *Equity Crowdfunding*, *Venture Capital*, *Minibond* e *Business Angels* (oggetto specifico del secondo capitolo). Tali cenni saranno utili per comprendere il ruolo che queste forme di investimento rivestono nell'economia italiana e mondiale. Si cercheranno di analizzare, per ognuna di esse, i diversi aspetti che le caratterizzano come tipologia di investitori, caratteristiche dei processi decisionali, caratteristiche delle start ups finanziate.

In generale, come si può evincere dal nome stesso, il Crowdfunding è il “finanziamento della folla”: si tratta infatti di un mezzo per raccogliere denaro da un certo numero di persone con lo scopo di finanziare la realizzazione di un progetto. Negli ultimi anni questo strumento ha trovato notevole diffusione, anche in Italia, in quanto permette di rendere concreti dei progetti che altrimenti si realizzerebbero difficilmente, inclusi quelli delle start-ups. E' ben noto, infatti, che per i fondatori di questo tipo di imprese è compito arduo reperire denaro da parte di fondi e investitori senza poter dare solide garanzie di un ritorno economico. Proprio per questo motivo il crowdfunding può essere considerato un punto di riferimento, perché utilizzato come forma di finanziamento alternativa al capitale bancario per raccogliere fondi da destinare all'attività intrapresa.

Per poter usufruire di tale strumento si utilizzano delle piattaforme autorizzate a raccogliere capitali, sulle quali vengono pubblicati i progetti e si stabiliscono gli obiettivi di raccolta. Una volta che l'obiettivo dichiarato sulla piattaforma viene raggiunto (o superato), il richiedente riceverà i fondi di cui necessitava, mentre la piattaforma stessa riceverà delle commissioni. Qualora, invece, l'obiettivo prefissato non dovesse essere raggiunto entro i tempi stabiliti, il denaro rimarrà a disposizione degli investitori e il progetto non verrà finanziato. Nonostante ciò, esistono particolari piattaforme dove il denaro viene erogato a prescindere dal raggiungimento dell'obiettivo dichiarato.

Il termine '*Crowdfunding*', però, è abbastanza generico e spesso viene utilizzato impropriamente ed indistintamente prestiti online, raccolte fondi in cambio di premi o di quote azionarie. In realtà, ognuna delle fattispecie appena elencate ha un suo nome e si distingue dalle altre per diverse caratteristiche.

Si possono distinguere quattro diverse tipologie di Crowdfunding: *donation*, *reward*, *lending* ed *equity*.

Il *Donation-Based-Crowdfunding*²⁷ è la prima forma di crowdfunding, quella che potrebbe essere ritenuta la più "classica" tra quelle che verranno esaminate. Si tratta infatti di una tipologia di modello di largizione che prevede la donazione di denaro da parte di un soggetto a favore di una specifica causa o progetto, in maniera del tutto altruistica, senza prevedere ricompense o, in alcuni casi prevedendo ricompense intangibili. Il *Donation Crowdfunding*, alla luce di questa prima definizione, può allora essere considerato come la forma primordiale di *Crowdfunding*, quella che ha dato il via a tale fenomeno, facendo sì che si diffondesse su scala mondiale. Ciò che anima il *Donation Crowdfunding* è quindi lo spirito di liberalità di un utente, sia esso persona fisica, giuridica o un ente che vuole dare il proprio contributo alla realizzazione di progetti sociali o culturali devolvendo parte del proprio patrimonio, attraverso quella che potrebbe essere definita come una forma di beneficenza in formato digitale.

Il funzionamento di questa prima tipologia di raccolta fondi è il seguente: i *backer*, (termine inglese per definire i donatori) esaminano le diverse campagne di raccolta fondi attraverso delle piattaforme rintracciabili sul web, dette anche portali di *Donation Crowdfunding*, scegliendone una, o più di una, da finanziare.

A livello giuridico, questa forma di crowdfunding viene regolata dalla disciplina delle donazioni, rintracciabile nei Capi I, II, III e IV del Titolo V del Libro Secondo del Codice Civile. In particolare, l'articolo 69 del predetto testo normativo afferma che "la donazione è il contratto col quale, per spirito di liberalità, una parte arricchisce l'altra, disponendo a favore di questa di un suo diritto o assumendo verso la stessa una obbligazione". Se il ricevente la donazione dovesse identificarsi in una Onlus, ossia un'associazione no-profit, il donatore potrebbe beneficiare di sgravi fiscali che gli

²⁷ <https://www.crowd-funding.cloud/it/donation-135.asp>.

permetterebbero di dedurre le somme versate all'ente in questione. Dato che si tratta di una forma altruistica di donazione, che quindi non prevede ricompense, l'IVA non viene applicata in tale ambito, come stabilito dalla Direttiva Europea sull'IVA.²⁸

Il *Reward Crowdfunding* è una tipologia di crowdfunding che, a differenza di quella analizzata nel precedente paragrafo, non è animata da uno spirito di liberalità, ma prevede una determinata ricompensa per il soggetto investitore. Tale soggetto, quindi, non potrà essere considerato un semplice donatore, ma dovrà essere reputato un vero e proprio investitore.

A differenza dell'*Equity Crowdfunding*, il *Reward-based* non riconosce all'investitore delle quote o dei titoli della società sulla quale ha investito bensì una remunerazione proporzionale al capitale investito. Tale ricompensa può assumere diverse forme: può, infatti, consistere nel prodotto o servizio offerto dall'azienda finanziata o può essere intangibile e sostanziarsi in riconoscimenti anche di carattere pubblico.

Il funzionamento del *Reward-based Crowdfunding*²⁹ consiste in una vera e propria pre-vendita (per questo si parla anche di *pre-selling crowdfunding*) nella quale l'investitore gioca un ruolo determinante per l'avvio della produzione e nella successiva realizzazione di un bene o servizio e nella definizione delle sue caratteristiche. Senza l'investimento in questione, quindi, il prodotto o servizio potrebbe anche non essere mai creato. Ciò permette anche a coloro i quali hanno ideato il bene o il servizio in questione di constatare se effettivamente sul mercato esiste una domanda di mercato.

A livello giuridico, per quanto riguarda questa tipologia di investimento, esistono tre categorie alle quali si può fare riferimento.

La prima è quella del *pre-selling*, definita dal Codice Civile come “un'operazione di e-commerce, che riguarda una compravendita futura che si perfeziona con la realizzazione del bene, alla quale si applica l'IVA e si emette fattura”.

²⁸ <https://www.crowd-funding.cloud/it/donation-232.asp>.

²⁹ <https://www.money.it/Crowdfunding-reward-based-cos-e-come-funziona>.

La seconda viene definita dallo stesso Codice Civile come donazione modale, ossia un'operazione che prevede l'elargizione di una ricompensa non monetaria e di valore minore rispetto alla cifra donata.

La terza categoria giuridica alla quale si può fare riferimento nell'ambito del *Reward-based Crowdfunding* è quella del *Royalty Crowdfunding*: in questo caso la ricompensa ricevuta dall'investitore è di natura monetaria e si sostanzia nella condivisione dei profitti o dei ricavi associati all'investimento ma senza titolo di proprietà sul progetto né rimborso del capitale. La disciplina relativa a questa tipologia è quella sull'associazione in partecipazione (artt. 2549 ss. Cc.).

Le diverse possibilità di manifestazione del Reward-based Crowdfunding implicano quindi diverse possibilità di applicazione o esenzione dell'IVA.³⁰

Il *Lending Crowdfunding*³¹, detto anche *social lending* o *peer-to-peer lending*, è un'altra tipologia di finanziamento alternativo che si sostanzia in un prestito tra privati reso possibile da piattaforme online con il fine ultimo di realizzare specifici progetti imprenditoriali. Si tratta, anche in questo caso, di una tipologia di finanziamento utile soprattutto per le realtà che più faticano a reperire i fondi necessari per lo svolgimento della propria attività dai canali tradizionali, quali ad esempio le banche.

Il *Lending Crowdfunding* consiste quindi in un prestito realizzato attraverso piattaforme online a persone o imprese che cercano fondi necessari per progetti di crescita personale o professionale, a fronte di interessi e del rimborso del capitale. Il denaro in questione viene prestato a coloro i quali ne fanno richiesta, i quali, una volta realizzato il progetto, si impegneranno a restituirlo. Le piattaforme in questione fungono da tramite per l'incontro di domanda e offerta. Inoltre, sono fondamentali per la classificazione e l'approvazione dei progetti per i quali vengono richiesti fondi, oltre che per l'organizzazione dei flussi finanziari e eventuali procedimenti di recupero crediti.

Il soggetto o l'impresa al/alla quale servono dei fondi per la realizzazione di un progetto deve quindi fare richiesta su un'apposita piattaforma. Tramite quest'ultima i finanziatori

³⁰ <https://www.crowd-funding.cloud/it/reward-233.asp>.

³¹ <https://www.rendimentoetico.it/p/lending-crowdfunding>.

prestano denaro a tassi di interesse che nella maggior parte dei casi sono superiori a quelli praticati dalle banche.

In Italia esistono diverse piattaforme di *Lending Crowdfunding*. Tra queste si possono menzionare *BorsadelCredito.it*, *The Social Lender* e *October*, specializzate nel finanziamento alle imprese, e *Prestiamoci*, *Smartika*, *Soisy* e *Younited Credit*, specializzate nei finanziamenti personali. Un settore particolarmente sviluppato nell'ambito del *Lending Crowdfunding* è il *real estate*, che permette a diversi soggetti di finanziare un progetto imprenditoriale legato agli immobili, sia esso acquisto, ristrutturazione o costruzione.

Dal punto di vista dei richiedenti, per richiedere fondi è necessario collegarsi al sito della piattaforma, inserire i dati richiesti e attendere una valutazione sui requisiti, che possono variare di piattaforma in piattaforma, e sul merito creditizio. Generalmente, i finanziamenti richiedibili vanno da € 30.000 fino a € 3.000.000, mentre la loro durata dipende dalla piattaforma utilizzata. Una volta svolta l'analisi la piattaforma espone un'offerta al richiedente; dopo la sottoscrizione del contratto di finanziamento la piattaforma pubblicherà il progetto e l'azienda riceverà l'importo sul proprio conto corrente in pochi giorni. Per la restituzione del capitale e il pagamento degli interessi da parte del richiedente, sarà sempre la piattaforma a prelevare direttamente dal suo conto corrente le cifre concordate in base al piano di restituzione. I costi consistono in commissioni d'apertura contestuali all'erogazione del finanziamento e in commissioni di gestione che vengono addebitate mensilmente.

Dal punto di vista dei prestatori, invece, è sufficiente iscriversi alla piattaforma e inserire i propri dati anagrafici e bancari. Una volta finanziato un progetto, il prestatore riceverà il rimborso comprensivo di capitale e interessi.

E' importante tenere in considerazione il fatto che il *Lending Crowdfunding* è pur sempre una forma di investimento, e come tale comporta dei rischi. Proprio per questo motivo, è buona prassi investire in progetti diversi in modo tale da diversificare il portafoglio e diminuire il rischio.

Dal punto di vista giuridico, alla base del *Lending Crowdfunding* vi è il contratto di mutuo, disciplinato dall'articolo 1813 del Codice Civile, oltre che una delibera³² di Banca d'Italia. La Legge di Bilancio 2018 ha inoltre stabilito che i proventi da investimento nel lending crowdfunding ottenuti da persone fisiche siano soggetti a ritenuta a titolo definitivo con aliquota del 26%.

L'ultima tipologia di crowdfunding è l'*Equity Crowdfunding*³³. L'Italia è stato il primo Paese europeo ad introdurlo, attraverso un regolamento emanato nel 2013 dalla Consob, successivamente aggiornato, nel 2018, per permettere alle piattaforme autorizzate di pubblicare campagne di raccolta fondi di tutte le società che sono qualificate come PMI.

Con l'*Equity Crowdfunding*, l'investitore investe il proprio denaro in cambio di una quota del capitale dell'impresa finanziata. Il profitto consiste nel fatto che, se l'impresa finanziata dovesse ottenere buoni risultati, il prezzo delle relative azioni salirebbe, diventando maggiore di quello che si è pagato per averle. L'investitore può poi decidere se vendere le azioni o tenerle e incassare i dividendi.

Anche in questo caso, l'investimento può essere operato attraverso piattaforme autorizzate nelle quali l'investitore potrà valutare tutte le campagne promosse e decidere quale finanziare. Il portale fornisce all'investitore tutti i documenti utili ai fini delle varie valutazioni. L'investitore, dal canto suo, dovrà fornire tutti i dati necessari al fine della verifica dei requisiti richiesti per effettuare l'investimento. In Italia, la possibilità di accedere al credito tramite *Equity Crowdfunding* è estesa a tutte le PMI, per le quali l'imprenditore propone, per mezzo della piattaforma, una raccolta fondi per il finanziamento di un progetto, fornendo il business model e altre informazioni o pubblicazioni che facciano da cornice. Viene inoltre prefissato un tetto minimo da raggiungere, superato il quale il finanziamento viene effettuato. Qualora tale tetto minimo non dovesse essere raggiunto, la somma versata dai finanziatori verrebbe restituita.

³² Delibera n. 586 del 2016.

³³ <https://www.economyup.it/innovazione/equity-crowdfunding-che-cose-come-funziona-e-tutte-le-piattaforme-per-startup-e-pmi/>.

Secondo un'indagine di Starteed³⁴, le piattaforme di *Equity Crowdfunding* con i maggiori volumi di raccolta sono:

- Opstart: € 22.800.870 ;
- Crowdfundme: € 17.540.000;
- Walliance: € 14.329.053;
- Mamacrowd: € 14.058.538;
- Backtowork24: € 13.533.963.

Come affermato precedentemente, l'Italia è stato il primo Paese a introdurre questa tipologia di raccolta, attraverso il DL 50/2017. L'Unione Europea ha inoltre introdotto la possibilità per le diverse piattaforme di ottenere un passaporto europeo così da permettere di finanziare le imprese provenienti da tutti i paesi UE.

Per quanto riguarda l'*Equity Crowdfunding*, la tassazione è diversa a seconda che si tratti di persona fisica o giuridica. Nel primo caso l'aliquota ammonta al 26% del guadagno complessivo; nel secondo caso, invece, i redditi sono considerati come finanziari e concorreranno in parte al reddito d'impresa imponibile, con un'altra suddivisione da operare a seconda che dall'altra parte ci sia una società di capitali o di persone o un imprenditore individuale. L'operazione in questione è esente dall'applicazione dell'IVA. Inoltre, nel 2020 con la conversione in legge del Decreto Rilancio, la detrazione che spetta alle persone fisiche sugli investimenti fino a € 100.000 in startup innovative è passata dal 30% al 50% con il vincolo di detenzione delle quote per almeno 3 anni (e l'ha estesa alle PMI innovative, con la soglia di € 300.000). Oltre alle soglie citate c'è la detrazione del 30% fino al milione di euro, e per le persone giuridiche c'è una deduzione dall'imponibile del 30% fino a € 1,8 milioni.

1.3.2. PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

Da un punto di vista istituzionale, il *private equity* è l'apporto di capitale e di competenze gestionali nei confronti di aziende per creare valore e, conseguentemente, per generare plusvalenze dopo l'operazione. Solitamente, il periodo di detenzione di questi investimenti è il medio-lungo periodo. Dato che questa tipologia di attività esiste da molto tempo e dal 1940 si è evoluta da diversi punti di vista, è difficile poter fornire una

³⁴ Azienda innovativa piemontese che opera nel settore del crowdfunding.

definizione univoca per *private equity* e/o *venture capital*. Una definizione generica si basa sul fatto che il *private equity* non corrisponde al *public equity*, in quanto non sempre gli investimenti in questione vengono realizzati all'interno del mercato azionario. Il *private equity* differisce inoltre dal *public equity* sulla base di tre elementi:

1. *Pricing*: nel *public equity*, dato che le azioni sono quotate in borsa, il prezzo è governato dalle fluttuazioni di mercato, sia esso al rialzo o al ribasso. Nel caso del *private equity*, invece, il prezzo delle azioni è frutto delle negoziazioni tra gli azionisti preesistenti e i nuovi azionisti, ossia gli investitori.
2. *Liquidità*: i titoli quotati nel mercato azionario sono contraddistinti da un alto livello di liquidità, mentre i titoli di *private equity* sono illiquidi. Infatti, nel momento in cui vengono vendute delle quote nel *private equity*, un azionista esce da un investimento per trovare un altro acquirente.
3. *Monitoraggio*: gli investimenti in azioni quotate in borsa sono regolamentate da leggi e autorità di vigilanza nazionali e internazionali, mentre gli investimenti in *private equity* sono governati da un contratto tra le parti, ossia gli azionisti e il potenziale investitore.

Come affermato in precedenza, è difficile dare una definizione univoca di *private equity*. La definizione europea, che è quella di maggior interesse ai fini del presente lavoro, prevede che *private equity* e *venture capital* siano due rami distinti in base al ciclo di vita dell'impresa finanziata: i *venture capitalist* finanziano imprese in fase di avviamento (startup) e in fase iniziale, mentre gli operatori generici del *private equity* finanziano aziende che si trovano nella fase della loro maturità.

Poiché gli investimenti in *private equity* si concentrano sul capitale delle società per le quali non sono disponibili dati pubblici, gli investitori possono anche decidere sulle strategie e sulla gestione dell'impresa. L'ammissione di nuovi soci genera una metamorfosi nei processi decisionali. Inoltre, si possono notare modifiche organizzative nella compagine azionaria. Infatti, un investimento di questo genere non si limita alla semplice fornitura di denaro, ma dà un supporto anche dal punto di vista manageriale, con attività di consulenza e assistenza a tempo pieno per lo

sviluppo dell'azienda. Nel caso delle giovani imprese questa collaborazione con i finanziatori risulta molto importante, in quanto il *private equity* e il *venture capital* forniscono anche risorse non finanziarie quali know-how, reputazione e competenze. Nonostante non siano misurabili, tali risorse sono alla base dell'operazione finalizzata alla crescita dell'impresa finanziata. Possono essere elencati quattro vantaggi riscontrabili con il *private equity*:

1. *Effetto certificazione*. Trattandosi, nella maggior parte dei casi, di imprese non quotate, le informazioni disponibili su di esse sono poche e generiche. L'investimento quindi si profila come molto rischioso da questo punto di vista e si perfezionerà solamente dopo che il potenziale investitore avrà eseguito una severa e dettagliata analisi. Proprio per questo, poche aziende superano l'analisi in questione. Il fatto che l'investitore decida di investire in una specifica azienda può allora essere considerato come una "certificazione" del suo alto valore e potenziale di crescita.
2. *Effetto network*. Dato che gli investitori vengono coinvolti nella quotidianità dell'azienda, potranno condividere con quest'ultima una rete solida di fornitori, clienti e banche.
3. *Effetto competenza*. Un'azienda può rivolgersi ad un finanziatore quando cerca delle competenze specifiche. Tra queste, le *hard-skills* possono accompagnare l'azienda nella gestione del business, ma variano da settore a settore, mentre le *soft-skills* portate dal *private equity* possono accompagnare l'azienda nella gestione indipendentemente dal settore di appartenenza.
4. *Effetto finanziario*. E' conseguenza dei primi tre vantaggi elencati. Da quando viene effettuato l'investimento, il rating dell'impresa migliora. Molte ricerche hanno infatti dimostrato come il costo del capitale per le imprese con un investitore di *private equity* sia minore. Un miglioramento del rating potrebbe inoltre agevolare la raccolta di capitale attraverso il canale bancario.

Gli accordi di *private equity* e *venture capital* definiscono sempre il periodo di detenzione e le condizioni di uscita del finanziatore. Nonostante i finanziatori

possano essere impegnati nella gestione della società, essi non sono interessati ad assumere il controllo totale della stessa o ad essere coinvolti a lungo termine. Il loro scopo è quello di investire per poi vendere la propria quota o azione, ed è questo l'aspetto che permette di classificare questo investimento come finanziario e non come industriale. Il fatto che venga previsto un periodo per l'investimento rende *private equity* e *venture capital* ideali per le aziende che vogliono svilupparsi più velocemente.

Il 2020 non è stato un anno particolarmente prolifico per il settore del *private equity* e del *venture capital* italiani per quanto riguarda capitali investiti, raccolta e valore dei disinvestimenti. Per quanto riguarda invece il numero di operazioni, esse sono aumentate rispetto al 2019.

La raccolta fondi, nel 2020, ammonta a 2,612 miliardi di euro, il 64% in più rispetto al 2019 che però era stato l'anno di record negativo dopo il 2016.

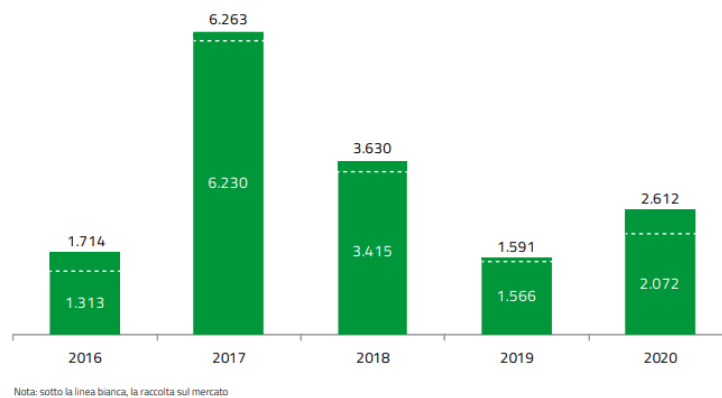


Figura 4 Raccolta di capitali nel settore private equity e venture capital. Fonte: rapporto annuale di AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt).

Un aspetto negativo che ha caratterizzato lo scorso anno è che gli investitori esteri sono quasi interamente scomparsi: la raccolta da investitori esteri, infatti, nel 2020 ha

contribuito solamente per il 10% circa del totale, contro una media del 50% circa negli anni precedenti.

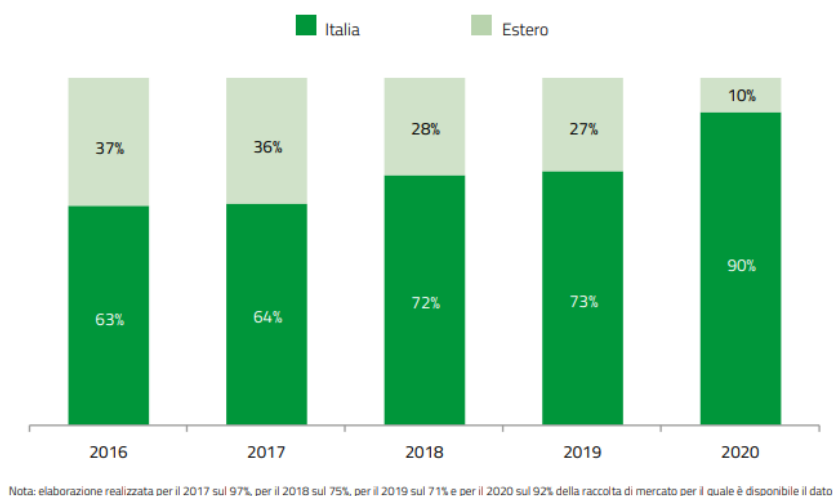


Figura 5: Evoluzione origine geografica dei capitali. Fonte: rapporto annuale di AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt).

Dal punto di vista della raccolta, alla raccolta di fondi del 2020 hanno contribuito per lo più family office e investitori privati, che hanno rappresentato il 27.9% delle fonti.

Gli investimenti, invece, nel 2020 sono diminuiti del 9% fino a raggiungere i 6,6 miliardi di euro, contro i 7,2 del 2019. Nonostante ciò, il numero di operazioni è aumentato del 27%, raggiungendo le 471 contro le 370 del 2019.

L'ammontare dei disinvestimenti nel 2020, calcolato al costo di acquisto delle partecipazioni, è diminuito del 28%: gli exit sono stati 81 contro i 132 dell'anno precedente.

Operando un confronto tra il mercato italiano e quello degli altri Paesi europei, si può affermare che il primo si collochi più indietro rispetto agli altri: quello francese ammonta a 23,5 miliardi per raccolta e a 23,1 miliardi per investimenti, mentre quello tedesco ammonta a 3,9 miliardi per raccolta e 12,6 miliardi per investimenti. Nonostante ciò, il

mercato italiano si è posizionato davanti a quello spagnolo e il valore dei suoi investimenti è diminuito di meno rispetto agli altri tre paesi.³⁵

1.3.3. MINIBOND

I *Minibond* sono uno strumento finanziario introdotto in Italia nel 2012 grazie al Decreto Sviluppo³⁶ nel tentativo di sopperire alle restrizioni operate dal sistema bancario a seguito della crisi del 2008. L'obiettivo era proprio quello di far diminuire la dipendenza dalle banche e di creare un sistema che potesse permettere alle imprese italiane di crescere e tornare ad essere competitive. Si tratta di strumenti di finanziamento innovativi utilizzabili dalle imprese non quotate in borsa, le quali desiderano reperire fondi da investitori in cambio di titoli di credito. I Minibond sono uno strumento particolarmente appetibile per le PMI che hanno bisogno di liquidità, in quanto facili da emettere, meno complicati e più economici. Essi permettono alle società in questione di entrare a far parte dei mercati dei capitali e di ridurre, appunto, la propria dipendenza dal canale bancario.

Più precisamente, i Minibond sono obbligazioni di medio-lungo termine emesse dalle PMI per finanziare i propri piani di crescita e sviluppo. Trattandosi di obbligazioni vere e proprie, essi prevedono un tasso d'interesse che viene pagato sotto forma di cedola periodica, e sono caratterizzati da una certa scadenza entro la quale deve essere restituito il capitale prestato. Le cedole possono essere stabilite all'inizio del prestito o possono essere legate ad un benchmark che oscilla nel tempo. Generalmente le cedole sono fisse e vengono pagate ogni 6 mesi, ma non è così raro riscontrare casi di cedole legate ai tassi Euribor a 3 o 6 mesi. Il rimborso può essere di due tipi:

1. *Rimborso bullet*, ossia rimborso attraverso un'unica soluzione alla scadenza;
2. *Rimborso ammortizzato*, ossia rimborso rateizzato fino a scadenza o fino a rimborso integrale del capitale prestato.

³⁵ <https://bebeez.it/studi-e-approfondimenti/investimenti-in-calco-a-66-mld-di-euro-per-private-equity-e-venture-capital-in-italia-nel-2020-mentre-la-raccolta-estera-quasi-scompare-lo-calcolano-aifi-e-pwc/>.

³⁶ Decreto Legge 22 Giugno 2012 n. 83. Oltre a questo, ci sono anche le successive integrazioni e modifiche di cui al D.L. 179/2012 ("Decreto Sviluppo Bis"), al D.L. 145/2013 (piano "Destinazione Italia") e D.L. 91/2014 ("Decreto Competitività"), che includono, tra l'altro, dettagli relativi al trattamento fiscale degli interessi da parte delle società emittenti.

La durata solitamente varia dai 3 ai 5 anni e il prezzo di emissione corrisponde al 100% del valore nominale. E' possibile inoltre che vi siano delle clausole vincolanti che l'emittente deve obbligatoriamente rispettare, pena il rimborso anticipato. Tra le più usate vi sono quelle che limitano i dividendi o quelle che impegnano a non concedere ipoteche o garanzie o di rispettare alcuni vincoli finanziari.

Ciò che distingue un Minibond da un'obbligazione tradizionale è l'insieme delle caratteristiche dell'impresa emittente. Questi strumenti per la raccolta di fondi, infatti, possono essere emessi da un'azienda S.R.L. o S.p.A. non quotata e, più precisamente, da società italiane non quotate, diverse da banche e microimprese, con fatturato maggiore a 2 milioni di Euro e almeno 10 dipendenti. E' giusto sottolineare che il Minibond non nasce come strumento per aziende in crisi, ma come opportunità per aziende sane, in crescita, che desiderano finanziarsi senza ricorrere alle banche. Oltre ai requisiti quantitativi sopraelencati, vi sono anche dei requisiti qualitativi di non secondaria importanza: come detto, le imprese devono essere sane, ad alto potenziale, devono presentare bilanci adeguati e un business plan solido, oltre ad avere un management esperto e buone prospettive di sviluppo.

L'investimento in Minibond non può essere operato da chiunque. Investire nel debito di una PMI comporta rendimenti più alti rispetto ad altri, ma i rischi connessi non sono di facile gestione. Analizzare le PMI non è semplice a causa dell'asimmetria informativa e spesso è richiesta buona conoscenza del settore di appartenenza. Proprio per questa serie di motivazioni i Minibond possono essere sottoscritti da investitori istituzionali, come banche, fondi pensione, assicurazioni e investitori qualificati privati, ossia persone fisiche che rientrano in specifici canoni patrimoniali e di esperienza professionale. I Minibond emessi da S.r.l. invece sono sottoscrivibili solamente da investitori istituzionali.

Per le società emittenti i costi sono particolarmente contenuti in virtù del fatto che non ci sono commissioni. In generale il costo è tra l'1% e il 2,5% per l'emissione complessiva. Il costo annuale, quindi, va da € 5 mila a € 15 mila. Tra le varie componenti di costo si possono elencare il tasso d'interesse, i costi legali, i costi connessi alla richiesta del

codice ISIN³⁷, i costi connessi all'emanazione del business plan, il rating, i costi per la gestione del sito internet e di tutte le informazioni, i costi connessi al report informativo periodico e i corrispettivi per la quotazione.³⁸

Nel 2020, anno caratterizzato dall'emergenza sanitaria, i Minibond sono riusciti a tenere le posizioni, anche se con una lieve diminuzione del numero di emissioni e della raccolta rispetto al 2019, anno record. Secondo la ricerca riportata nel 7° Report italiano sui Minibond, che include 671 imprese, 409 di esse sono PMI che rispettano la definizione UE. Nel 2020, sempre secondo tale report, le emittenti sono state 176, di cui 131 per la prima volta nel mercato, dato lievemente al ribasso rispetto al 2019. Le società emittenti del 2020 sono nel 61,3% dei casi SpA, nel 36,4% Srò e nel 2,3% società cooperative. Dal punto di vista dei settori di appartenenza, quello prevalente è il settore manifatturiero, del quale fanno parte il 36,4% delle aziende prese in considerazione, anche se si è registrata una crescita per i settori del commercio e attività professionali e le costruzioni. Nel 2020, la maggioranza delle emittenti, ben 43, sono collocate in Campania, mentre 36 sono in Lombardia e 29 in Veneto. Interessanti sono le motivazioni delle emissioni: crescita interna (60,5% dei casi), rifinanziamento delle passività finanziarie (10,4% dei casi), bisogno di alimentare il ciclo di cassa del capitale circolante e le strategie di crescita esterna tramite acquisizioni.

³⁷ Il codice ISIN è un codice internazionale che identifica univocamente gli strumenti finanziari. La struttura del codice e le regole per la sua assegnazione sono stabilite dall'ISO (International Organization for Standardization) nello standard ISO 6166.

³⁸ <https://azimutdirect.com/it/blog/educazione-finanziaria/minibond-definizione-e-normativa>.

CAPITOLO II I BUSINESS ANGELS

I Business Angels (o *Investor Angles*) sono tipicamente persone fisiche che dispongono di una certa capacità finanziaria e che investono le loro risorse nella fase iniziale delle startup in cambio di una partecipazione al capitale delle stesse. Oltre al denaro, tali investitori apportano anche conoscenze, contatti ed esperienza. Nelle loro fasi iniziali, infatti, tra le varie strategie di finanziamento per sviluppare i loro progetti, le startup possono scegliere anche quella che prevede il ricorso a un Business Angel, una persona con un sostanzioso capitale che prende la decisione di investire in imprese in cambio di una partecipazione al capitale sociale dell'impresa che verrà.

Sembrerebbe che l'origine del nome Investor Angel sia da ricercarsi nel mondo del teatro e della musica di Broadway di fine '800, nel quale i produttori che necessitavano di risorse per svolgere i loro spettacoli facevano appello agli individui maggiormente dotati a livello finanziario. Questi ultimi, dal canto loro, fornivano ai produttori il denaro di cui necessitavano per portare avanti il loro progetto in cambio di una piccola parte di profitti.

Successivamente, i Business Angels, si sono fatti notare nella Silicon Valley, dove portano il loro aiuto a livello finanziario e non solo alle startups tecnologiche. Il loro contributo, infatti, permette di tappare il divario tra avviamento, normalmente portato dagli imprenditori, e capitale di rischio, proveniente dai fondi e utilizzato nelle fasi successive del ciclo di vita delle imprese³⁹.

Nel 1996 poi, la Comunità Economica Europea ha tenuto la prima conferenza della rete europea dei Business Angels, facendo sì che tali realtà si sviluppassero anche in paesi quali Germania, Francia, Belgio e Italia. Nel 1999 è nata la EBAN (*European Business Angels Network*), della quale iniziò a far parte anche l'IBAN (*Italian Business Angel Network*). Tale organizzazione cerca di formare reti locali che prendono il nome di BAN (Business Angels Network), che consistono in strutture territoriali che fungono da punto d'incontro tra finanziatori ed imprenditori alla ricerca di risorse. In Italia le prime reti locali furono quelle di Milano e Venezia, che vennero poi seguite da molte altre che permisero l'evoluzione della rete.

³⁹ <https://www.oxygenworld.it/cose-un-business-angel/>.

Nonostante in Italia la prima rete di investitori informali sia stata costituita nel 1999, gli investimenti di tipo informale esistevano già da prima, soprattutto nei settori tradizionali dell'economia.

Nel nostro Paese la pratica dell'*angel investing* si è poi sviluppata sempre di più: nel 2007, infatti, nacque *Italian Angels for Growth*⁴⁰, con sede a Milano, che, dopo essere stata associata a IBAN, diventò indipendente e riunì, nel 2012, più di 100 investitori informali. Nel 2009, invece, nacque a Torino il *Club degli investitori*⁴¹, che al giorno d'oggi conta più di 190 Angel Investor associati per un ammontare di investimenti superiore ai 21.000.000 di Euro⁴².

I Business Angel sono nati con l'obiettivo di portare capitale alle aziende innovative che si trovano nelle prime fasi del loro ciclo di vita. Per molte di esse, infatti, non è semplice reperire fonti di finanziamento diverse dalle risorse apportate da fondatori, amici e famiglia (i cosiddetti *FFF money*). A ciò va aggiunta anche la diffidenza da parte dei fondi di venture capital a finanziare le giovani aziende. L'avversione al rischio da parte dei fondi di venture capital può essere fatta risalire alla Bolla delle Dot-com, una bolla speculativa avvenuta tra il 1997 ed il 2000, quando nei paesi più industrializzati vi fu un repentino aumento del valore delle aziende operanti nel campo dell'Internet e dei settori ad esso collegati. In questo periodo vennero fondate numerose aziende la cui attività ruotava attorno al mondo del Web, le quali erano però scarsamente capitalizzate, di piccole dimensioni e molto esposte in un settore fortemente sovrastimato. Un mix di diversi fattori fece sì che molti investitori trascurassero i normali parametri di valutazione delle aziende, come ad esempio il rapporto tra prezzo e utili, in quanto sostenevano l'idea di un forte progresso tecnologico. Fu così che tra il 2000 e il 2001 la bolla scoppiò e, tra i diversi investitori nel settore interessato, vi erano anche molti fondi di venture capital, i quali, a partire da quel momento, hanno fortemente diminuito i loro investimenti nelle aziende neonate.

⁴⁰ Community di Business Angels e imprenditori che mettono assieme le proprie competenze, il proprio impegno e i propri capitali per supportare l'innovazione e l'imprenditorialità.

⁴¹ Community di oltre 220 imprenditori, manager e professionisti che investono in startup, scale-up e PMI innovative.

⁴² https://it.wikipedia.org/wiki/Angel_investor#Storia_degli_angel_investor.

Fu proprio in quel momento che i Business Angels fecero la loro comparsa “sostituendo” gli investitori istituzionali nelle prime fasi della vita delle imprese, assumendo un’importanza sempre maggiore, tanto da diventare una delle fonti di finanziamento fondamentali per le aziende innovative. Il fenomeno Business Angels ha destato la curiosità del mondo accademico, che ha iniziato a studiarne le diverse caratteristiche, come processo decisionale, rischi connessi, caratteristiche delle startup finanziate e molte altre ancora.

Al giorno d’oggi gli Investor Angels sono presenti nella maggioranza dei paesi più avanzati e, proprio per questo, molti stati stanno cercando di attuare delle politiche con l’intento di promuovere e formare molti gruppi di investitori informali.

2.1. CARATTERISTICHE GENERALI

2.1.1. LE DIVERSE TIPOLOGIE DI BUSINESS ANGELS

I Business Angels, o investitori informali, come suddetto, sono tipicamente persone fisiche di età solitamente compresa tra i 40 e i 60 anni con una certa disponibilità finanziaria che, grazie anche alle proprie competenze ed esperienze investono in start-up e progetti innovativi in cambio di quote societarie per aiutare imprenditori giovani a sviluppare le proprie idee. L’attività di finanziamento svolta dai Business Angels viene detta *angel investing*. A differenza dei fondi di investimento, l’Angel Investor investe risorse proprie mosso da motivazioni che non ricadono per forza nella finanza: alcuni manager ed imprenditori ritengono che sia utile fornire competenze e risorse, animati dalla filosofia del “*give back*”⁴³.

I Business Angels si identificano spesso in ex titolari d’impresa, professionisti o manager in pensione o ancora in attività o liberi professionisti dotati di una certa esperienza nel settore in cui andranno ad investire, e ciò permette loro di offrire alle start-up sia i capitali di cui necessitano per accrescersi sia conoscenze specifiche per lo sviluppo della loro idea. Si tratta di un investimento rischioso ma ad alto rendimento atteso. Gli Angel Investor possono quindi essere considerati “uomini d’impresa” con un discreto patrimonio personale ma anche di conoscenze, capaci di dare all’impresa, sia nella sua fase iniziale

⁴³ Concetto anglosassone, sempre più adottato anche in Italia, nell’ambito della cosiddetta responsabilità sociale d’impresa.

sia in quella di sviluppo, aiuti dal punto di vista gestionale e delle conoscenze tecniche ed operative, nonché in grado di inserire l'impresa stessa in una rete di relazioni nel mercato.

Tra i motivi principali che smuovono questa tipologia di investitori vi è sicuramente l'alto ROI potenziale⁴⁴ delle imprese in questione, oltre al desiderio di contribuire al successo di un'impresa innovativa.

Un'altra motivazione può essere rintracciata nel desiderio di fornire agli imprenditori le proprie conoscenze: il rapporto che si instaura tra investitore e imprenditore si fonda fondamentalmente sulla fiducia. Il Business Angel, infatti, non pretende particolari garanzie per il suo investimento e anche per questa ragione viene considerato come un investitore informale. Questo tipo di relazione conviene ad ambedue le parti: l'impresa, dal canto suo, potrà essere guidata da un soggetto con una determinata esperienza che la accompagnerà durante la sua crescita mentre l'investitore si assicura un investimento che, nonostante l'alto rischio implicito in esso, permetterà di realizzare nel medio termine delle plusvalenze attraverso lo smobilizzo della partecipazione posseduta. Ciò fa intuire come la tendenza sia quella di investire in settori che corrispondono a quelli dell'esperienza lavorativa dell'investitore.

L'ammontare degli investimenti risulta in genere molto variabile: essi possono andare da poche decine di migliaia di Euro fino a tre o quattro milioni di Euro. Si tratta, in ogni caso, di cifre inferiori a quelle investite dai fondi di venture capital.

Risulta interessante analizzare come i diversi Business Angels siano eterogenei dal punto di vista delle competenze e delle modalità di azione o decisione. Esistono infatti diverse tipologie di Angel Investor, anche se non vi è un sistema di classificazione uniforme. In letteratura, infatti, sono riportate numerose classificazioni operate in base a criteri diversi.

⁴⁴ Il ROI viene utilizzato per calcolare quanta quota di un investimento si è trasformata in valore. Ad esempio, un business angel potrebbe voler conoscere il potenziale ROI di un investimento prima di impegnare qualsiasi proprio capitale in un'azienda. Il calcolo del ROI finanziario potenziale o effettivo di un'azienda comporta la divisione del reddito o del profitto annuale dell'azienda per l'importo dell'investimento originale o corrente.

Tra le varie classificazioni, una di quelle più comunemente utilizzate è quella fornita da Mason e Ramadi. Essa, prevede la suddivisione dei Business Angels in tre categorie in base all'intensità con cui viene effettuata l'attività:

- *Active Angels*;
- *Latent Angels*;
- *Virgin Angels*.

I primi, gli *Active Angels*, sono quelli che hanno già operato investimenti in tal senso e che continuano a farlo; i *Latent Angels*, invece, sono coloro che negli ultimi tre anni non hanno effettuato investimenti ma che in passato lo facevano; i *Virgin Angels*, infine, sono i soggetti che non hanno mai investito ma che vogliono iniziare a farlo.

Un altro sistema di classificazione dei Business Angels è quello fornito da Sørheim & Landström (Sorheim, R. and Landström, H., 2001). Essi, nel 2001, dopo un'attenta analisi dell'attività di *angeling* in Norvegia, hanno suddiviso gli Angel Investor considerando, oltre all'intensità dell'attività, anche le competenze. In base a ciò si distinguono:

- *Lotto Angels*;
- *Trader Angels*;
- *Analyst Angels*;
- *Real Business Angels*.

I *Lotto Angels* si distinguono per avere un'esperienza manageriale ed imprenditoriale alle spalle molto limitata e per non contribuire attivamente alla crescita delle imprese finanziate. Questi soggetti investono limitatamente il proprio patrimonio in imprese che non saranno ai vertici del mercato e sono appagati da profitti in linea con quelli del mercato azionario. Solitamente non fanno parte di gruppi di Angel Investor e per raccogliere informazioni utilizzano i sistemi tradizionali.

Anche i *Trader Angels* si distinguono per l'esperienza manageriale e imprenditoriale e coinvolgimento limitati, ma, al contrario dei *Lotto Angels*, auspicano dei ritorni dagli investimenti abbastanza elevati. Ciò è dovuto alla loro buona conoscenza del mercato e dal fatto che sono meno avversi al rischio rispetto ai primi. Questa categoria di investitori

opera tipicamente con un orizzonte temporale di tre anni e con un portafoglio formato da 4 o 5 imprese.

A differenza delle prime due categorie, gli *Analyst Angels* si distinguono per una maggiore esperienza manageriale ed imprenditoriale. Essi sono però caratterizzati da una bassa capacità di gestire gli investimenti, ma, nonostante ciò, non sono avversi al rischio. Solitamente si uniscono ad altri investitori per attenuare il rischio e per facilitare la raccolta di informazioni. Investono solitamente con un orizzonte temporale di tre anni e operano su base regionale.

L'ultima categoria, quella dei *Real Business Angels*, si distingue per la grande competenza sia dal punto di vista manageriale ed imprenditoriale, sia da quello degli investimenti. Si tratta di soggetti molto attivi e che spesso si associano o collaborano con colleghi, raccogliendo informazioni utili. I Real Business partecipano attivamente anche alla vita delle imprese in cui investono. Per quanto riguarda l'orizzonte temporale dei loro investimenti, essi accettano anche periodi più lunghi rispetto alle precedenti categorie, ma si aspettano ritorni maggiori.

2.1.2. CARATTERISTICHE DEGLI INVESTIMENTI E RISCHI CONNESSI

Tra le caratteristiche generali dell'*angel investing* sono sicuramente da includere anche le caratteristiche degli investimenti, tra le quali sono ricomprese le diverse tipologie di rischio alle quali chi svolge questa attività è sottoposto. Esaminando questi aspetti si potranno quindi capire quali sono le azioni che gli Angel Investor mettono in pratica per mitigare tali rischi. Coloro i quali investono in giovani aziende con ampi margini di crescita corrono diversi rischi, tra i quali:

- *Rischio di mercato*, ossia il rischio generato da imprevisti che influenzano il valore delle attività e che comporta il fatto di poter ottenere un rendimento inferiore a quello atteso. Può essere determinato da diversi fattori che si combinano tra di loro ma che non sono controllabili dal management;
- *Dilemma di agency*, un rischio presente ogni qualvolta una o più persone dette/i principale/i delegano un'altra persona, detta agente, a ricoprire per proprio conto una mansione (*modello principale agente* di Michael Jensen e William H. Meckling). Il rischio in questione è dovuto al fatto che potrebbe esservi un

problema di negligenze ed opportunismi da parte dell'agente nei confronti del principale. In particolare, ciò si può verificare quando proprietà e controllo di un'impresa sono separati: l'investitore potrebbe non possedere tutte le informazioni sull'imprenditore e, di conseguenza, potrebbe non essere a conoscenza delle sue capacità né della sua professionalità nello svolgere l'attività. Il rischio sarebbe quindi quello che l'imprenditore, che possiede tutte le informazioni riguardanti l'impresa, persegue i propri scopi a discapito dei soggetti finanziatori. Questo rischio, conosciuto più comunemente come rischio di agenzia, può essere suddiviso in due tipi di opportunismo che potrebbero caratterizzare l'imprenditore, la selezione avversa e l'azzardo morale. La selezione avversa si ha quando l'agente fornisce al principale delle informazioni sbagliate o incomplete sulle proprie capacità e competenze; l'azzardo morale, invece, si ha quando l'agente si comporta scorrettamente e non adempie a quanto previsto dagli obblighi contrattuali a causa di asimmetrie informative a suo favore, in quanto egli è sicuramente a conoscenza di più informazioni rispetto al principale e potrà quindi assumere comportamenti opportunistici. Il rischio di agenzia aumenta quanto più giovani sono l'impresa finanziata e l'imprenditore stesso.

- *Rischio di esecuzione*, ossia il rischio che i programmi dell'azienda non vadano secondo i piani a causa del fatto che il prodotto o servizio offerti dall'azienda non riescono ad essere implementati o del mancato successo del business model.

Questi rischi, in quanto tali, devono essere mitigati. In particolare, per limitare il rischio di agenzia, che è forse quello principale quando si considera questo tipo di investimenti, esistono due approcci.

Il primo viene definito come *approccio principale-agente* e prevede che il principale e l'agente cerchino di stipulare un contratto con il quale le differenze tra i relativi interessi vengano il più possibile limitate. In questa maniera si cerca di dare un'impronta a quello che dovrà essere il comportamento dell'agente. Il contratto in questione potrà basarsi sul comportamento dell'imprenditore o sui risultati ottenuti: nel primo caso vi è il tentativo di controllare a priori il modo di operare dell'imprenditore mentre ex-post si dovranno sostenere dei costi per verificare che lo stesso si sia comportato come previsto; nel

secondo caso, invece, si fissano dei risultati da ottenere in quanto risulta più difficile osservare il comportamento dell'agente a priori.⁴⁵

Il secondo viene definito come *approccio dei contratti incompleti* e si fonda sul fatto che nessun contratto potrà mai essere completo e quindi il comportamento dell'agente non potrà mai essere indirizzato a priori, in quanto i costi di contrattazione supererebbero i benefici. Per questo motivo, tale approccio prevede la partecipazione attiva del finanziatore alla vita dell'azienda, in modo tale che egli possa intervenire qualora notasse dei comportamenti anomali da parte dell'imprenditore.⁴⁶

In ogni caso, mitigare questi rischi risulta più difficile per i Business Angels rispetto agli investitori istituzionali, a causa dei diversi mezzi a disposizione e, soprattutto, delle informazioni a loro disposizione. Gli investitori istituzionali, come ad esempio i venture capital, infatti, riescono a scegliere con maggiore efficienza le imprese da finanziare: essi organizzano diversi incontri con gli imprenditori, svolgono un'analisi finanziaria fondamentale più accurata, si avvalgono dell'aiuto di professionisti esterni e, più in generale, si prendono più tempo per decidere se investire o meno. In questo modo riescono a stipulare contratti più dettagliati rispetto ai Business Angels. Questi ultimi invece, soprattutto se non agiscono nell'ambito di un Business Angel Network, assumono decisioni meno accurate e più istintive e danno più importanza al ruolo che potrebbero ricoprire attivamente nell'azienda finanziata. E' proprio con la partecipazione attiva alla vita dell'impresa che i Business Angels sopperiscono alle mancanze dei contratti stipulati.

2.1.3. SETTORI D'ATTIVITA'

Un'idea comunemente diffusa è quella in base alla quale i Business Angels investano principalmente nei settori tecnologici. Si tratta, però, di una credenza sbagliata: proprio dalla definizione di Angel Investor più volte richiamata nel corso del presente lavoro, si può evincere che questi soggetti apportano alle aziende che finanziano due aspetti fondamentali, l'esperienza e le competenze. Ciò implica che essi non abbiano per

⁴⁵ https://it.wikipedia.org/wiki/Modello_principale-agente.

⁴⁶ <https://innovazioneblog.wordpress.com/2013/05/20/che-cose-leconomia-dei-contratti-e-perche-tutti-i-contratti-sono-incompleti/>.

definizione un settore in cui investono maggiormente, in quanto sono reduci da esperienze dai più diversi settori.

I Business Angels non apportano solamente capacità gestionali, ma anche competenze legate ad uno specifico settore in cui hanno operato durante la loro carriera. Ne consegue che gli Angels potenzialmente possono ricoprire qualsiasi settore. Una ricerca effettuata da Van Osnabrugge e Robinson (**Van Osnabrugge, M. and Robinson, R. J., 2000**) dimostra come i Business Angels investano nei settori più disparati, quali ad esempio quello della costruzione di imbarcazioni o quello sulla costruzione di palazzetti dello sport o della costruzione di lavanderie, che sono ben diversi dal settore tecnologico.

Il motivo per cui i settori di investimento che interessano l'*angeling* sono eterogenei risiede nel fatto che gli Angels sono attirati da progetti caratterizzati da ampi margini di crescita e che permettano loro di contribuire attivamente apportando conoscenze e competenze maturate durante la propria carriera lavorativa. Il fatto che i Business Angels siano disposti ad accettare un rischio elevato e che si aspettino una buona crescita non comporta che essi preferiscano un progetto ad un altro: si tratta infatti di investitori che nella maggior parte dei casi partecipano attivamente alla vita dell'impresa e che quindi desiderano condividere con l'imprenditore tutte le decisioni sul futuro dell'azienda. Se dal canto suo, l'imprenditore non condivide le idee dell'Angel, quest'ultimo deciderà di investire su un'altra realtà o di non investire.

In Italia, nel 2020, gli investimenti in ICT (*Information and Communication Technologies*) guidano la classifica con il 30% degli investimenti. In tale settore è presente un alto numero di start-up che sviluppano servizi tecnologici a favore delle imprese, contrariamente a quanto successo negli anni precedenti, in cui la maggioranza degli investimenti nel settore includeva servizi rivolti a privati. Seguono poi i settori dei beni di consumo, con il 12%, quello dell'Healthcare, con il 7% e il farmaceutico e biotech con il 7%.

Come dichiarato da Paolo Anselmo, presidente di IBAN, in più della metà dei casi gli Angels sono coinvolti attivamente nella vita delle imprese, visitando frequentemente le aziende.⁴⁷

2.1.4. BUSINESS ANGELS IN ITALIA

Per quanto riguarda il fenomeno Business Angels in Italia, interessante risulta il report SIM⁴⁸ che coincide anche con l'indagine effettuata da IBAN⁴⁹ negli anni passati.

Dal punto di vista del genere, 86 Business Angel su 100 sono uomini⁵⁰, ma le figure femminili che fanno parte di questo mondo stanno crescendo sempre di più a livello numerico, tanto da lasciar presagire il raggiungimento della parità tra le due parti.

Genere dei Business Angel

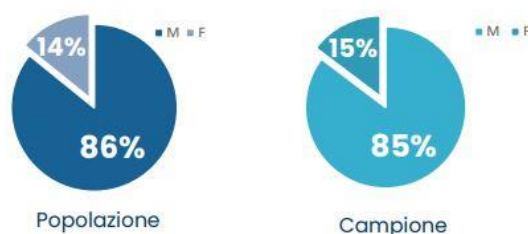


Figura 6: Genere dei Business Angels italiani. Fonte:rapporto SIM.

Secondo tale indagine, in Italia, il 70% dei Business Angels risiede in Italia settentrionale (la maggior parte dei quali in Lombardia) mentre il meridione e le isole sono le zone in cui vi è il più basso numero di Angel Investor. Sempre secondo tale indagine, il 60% dei Business Angels investe prevalentemente in Italia.

La ricerca ha considerato sia gli Angel Investor che operano singolarmente che quelli che operano in gruppo. In tal senso si possono distinguere:

- i Business Angel Group, ossia gruppi di Business Angel con interessi simili che sono disponibili ad investire congiuntamente in imprese innovative. Tali gruppi hanno

⁴⁷ <https://www.innexta.it/thursday-talk-intervista-a-paolo-anselmo/>.

⁴⁸ Social Innovation Monitor, team di ricerca con base operativa al Politecnico di Torino.

⁴⁹ Associazione Italiana degli investitori Informali in Rete (Italian Business Angels Network Association).

⁵⁰ <https://www.startupbusiness.it/cose-un-business-angel-e-come-puo-finanziare-la-startup/88557/>

spesso a disposizione personale che si dedica alla ricerca e alla selezione di opportunità imprenditoriali;

- i Business Angel Network che, sostanzialmente, corrispondono ai precedenti ma sono meno strutturati. Si tratta infatti di community che permettono di sviluppare iniziative imprenditoriali connettendo investitori e imprenditori che cercano risorse. IBAN è il Business Angel Network nazionale italiano.

Al momento, in Italia, risultano essere attivi 12 Business Angel Group e 10 Business Angel Network.

Il 61% degli Angel Investor presi in esame appartiene a un Business Angel Group.

Gli Angel Investor in Italia possono inoltre essere suddivisi in due categorie generali:

- gli *Active Angels* che, oltre al denaro apportano anche altre risorse quali conoscenze e competenze e che rappresentano il 68% del campione considerato nel report suddetto;
- i *Passive Angels*, che apportano solamente risorse finanziarie e che rappresentano il restante 32% del campione.

Un'ulteriore suddivisione può poi essere operata dal punto di vista dell'esperienza. In questo caso si possono distinguere:

- i *Virgin Angels*, che non hanno ancora investito in nessuna impresa (4% del campione);
- i *Beginner Angels*, che hanno investito in almeno un'impresa e al massimo in dieci imprese (75% del campione);
- gli *Experience Angels*, che hanno investito in più di dieci imprese (21% del campione).

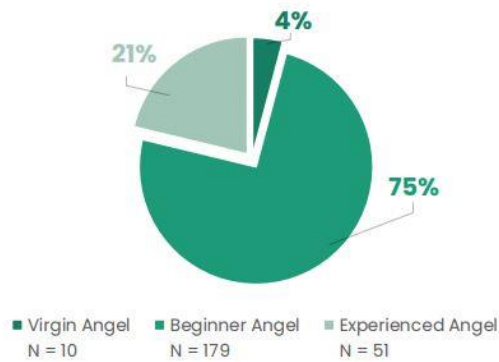


Figura 7: Distinzione Business Angels in base all'esperienza. Fonte: rapporto SIM.

Un'altra classificazione ancora può invece essere operata considerando l'orientamento all'investimento. Da questo punto di vista si possono distinguere:

- i *profit-oriented angels*, ossia coloro che non danno particolare importanza ad investimenti in imprese a significativo impatto sociale e, di conseguenza, non ne possiedono in portafoglio (34% del campione);
- gli *hybrid angels*, per i quali le imprese ad alto impatto sociale non sono il principale interesse ma ne possiedono in portafoglio fino al 50% (55% del campione);
- *impact-oriented angels*, per i quali è molto importante investire in imprese ad alto impatto sociale e che possiedono in portafoglio almeno il 50% di imprese di questo tipo (11% del campione).

Interessante risulta essere il fatto che tra gli hybrid e gli impact oriented angels, il 65% ha affermato di essere disposto ad accettare minori ritorni economici a favore di ritorni maggiori dal punto di vista dell'impatto sociale.

Il report in questione ha poi analizzato l'impact risk, ossia il rischio di ottenere impatti sociali minori rispetto a quelli attesi dai propri investimenti. In questo caso, il 91% dei Business Angels ha affermato che, in fase di decisione sull'investimento, l'impact risk è uno dei parametri di valutazione.

Per quanto riguarda, invece, gli importi investiti, i dati raccolti dall'indagine sono molto variabili: vi sono, infatti, investimenti che vanno da somme inferiori ai 10.000 € a oltre 4.000.000 €. La mediana dei dati raccolti risulta essere pari a 35.000 € all'anno.



Figura 8: Quota di investimento Business Angels. Fonte: rapporto SIM.

2.2. IL PROCESSO D'INVESTIMENTO

2.2.1. LE FASI DEL PROCESSO D'INVESTIMENTO

Il processo d'investimento nel capitale di rischio da parte degli investitori si articola in alcune fasi. Come è lecito aspettarsi, a seconda della tipologia di investimento che viene adottata, le fasi del processo di investimento potrebbero variare per alcuni aspetti. Nel presente paragrafo si cercherà di analizzare la tematica prendendo in considerazione imprese nelle loro fasi iniziali di vita, in particolare quella di start-up, ossia quella che interessa maggiormente i Business Angel.

Il processo in questione può essere idealmente suddiviso in quattro fasi che si procederà in seguito ad illustrare. La prima fase riguarda l'individuazione e la valutazione delle aziende in cui l'investitore vorrebbe investire; la seconda fase riguarda il vero e proprio investimento; la terza riguarda il monitoraggio dell'investimento e la crescita dell'impresa con la partecipazione attiva dell'investitore; la quarta, infine, riguarda l'uscita dall'investimento da parte dell'investitore con conseguente guadagno.

2.2.2. SELEZIONE E VALUTAZIONE DELL'IMPRESA

La selezione e la valutazione delle imprese è la prima fase del processo di investimento. L'investitore dovrà qui prendere in considerazione le proposte di investimento che gli pervengono, normalmente nella forma di business plan, per poter avere una prima idea sull'investimento da effettuare.

Ha inizio quindi una fase di controlli iniziali, durante i quali l'investitore assume dei criteri per selezionare le imprese di suo interesse. In particolare, tali criteri si baseranno su

fattori ai quali l'investitore è legato, come ad esempio il tipo di prodotto o servizio, il settore d'appartenenza dell'impresa valutata (l'investitore infatti potrebbe prediligere imprese che operano in settori simili o uguali a quelli in cui ha operato anch'esso durante la propria carriera), la localizzazione geografica, la tecnologia utilizzata e molti altri ancora, i più importanti dei quali si analizzeranno nel seguito del lavoro.

Le imprese che riescono a superare questa prima fase di selezione svolta dal finanziatore dovranno poi essere assoggettate ad una seconda fase di valutazione, più dettagliata rispetto alla prima. In questo secondo step, infatti, il finanziatore si concentra sull'imprenditore e sul team che lo affianca nella gestione dell'azienda, sull'idea di business, sull'impresa in generale e sulla proposta che gli è stata avanzata. Per poter valutare tutti questi aspetti, l'imprenditore si serve di un documento fondamentale in queste fasi, ossia il business plan: da esso, infatti, si possono ricavare numerose informazioni sia sull'imprenditore che sul management che lo affianca, sia riguardo l'aspetto umano che professionale. Da tale documento è inoltre possibile estrapolare informazioni utili a capire quali sono le caratteristiche dell'impresa e quali sono i suoi margini di crescita sul mercato in cui opera, sia per quanto riguarda il breve che il lungo periodo, in modo da poter valutare a 360 gradi la convenienza dell'operazione.

Anche per quanto riguarda questo secondo step, le imprese subiranno una selezione e, quelle rimaste, dovranno affrontare un'ulteriore fase valutativa, denominata *due diligence*. Durante questo step, il potenziale finanziatore cerca di scendere maggiormente nei dettagli per quanto riguarda tutte le informazioni raccolte durante le fasi precedenti, avvalendosi anche dell'aiuto di esperti e/o di professionisti, o anche verificando di persona attraverso degli incontri con l'imprenditore che permettano di confermare o meno le impressioni, e per comprendere meglio le opportunità di investimento. Si tratta inoltre della fase durante la quale il Business Angel cerca di capire quale potrebbe essere il suo ruolo all'interno dell'impresa presa in considerazione e in che modo potrebbe contribuire alla sua crescita non solo dal punto di vista finanziario.

Segue quindi la determinazione del valore dell'impresa, il quale influenzerà poi nel prezzo della quota di partecipazione dell'investitore.

E' necessario per l'investitore eseguire attentamente tutte queste fasi in quanto questa tipologia di investimenti si caratterizza per un alto grado di rischio. Quindi, la selezione e la valutazione delle imprese deve essere eseguita scrupolosamente per evitare brutte sorprese. L'imprenditore che cerca finanziamenti, dal canto suo, dovrà quindi offrire all'investitore una buona impressione di sé e della sua azienda.

2.2.3. INVESTIMENTO

La fase di valutazione e selezione delle imprese sopra descritta culmina con la scelta, da parte del finanziatore, dell'impresa da finanziare e con l'invio della lettera d'intenti⁵¹.

Ecco che ha inizio la seconda fase del processo d'investimento, che prevede una trattativa con la quale si cerca di strutturare l'operazione e che permette poi di arrivare all'investimento in senso stretto. Si tratta quindi di una fase negoziale, durante la quale le parti cercano di trovare un accordo sul prezzo, sulle modalità di pagamento e sulle tempistiche dell'operazione, e che può considerarsi iniziata già durante la precedente fase valutativa.

Si tratta, nella maggioranza dei casi, di una fase molto incerta del processo, in quanto, trattandosi di imprese giovani, risulta difficile capire quale sia la quantità ottimale di equity da fornire, e ciò è spesso oggetto di dibattito tra imprenditore e finanziatore.

Determinante è, in questa fase, il ruolo giocato dalla profittabilità attesa dell'investimento, uno degli aspetti a cui i Business Angels si interessano di più. La scarsa profittabilità dell'investimento risulta infatti essere la causa della maggior parte dei rifiuti da parte dei Business Angels di finanziare start-up in questa fase.

Le caratteristiche personali dell'imprenditore, prese maggiormente in considerazione nella fase precedente, vengono ora considerate secondariamente.

Altri aspetti importanti durante questa fase sono la determinazione del prezzo, che poggia sia sui metodi di calcolo quantitativi sia sulla forza contrattuale delle parti, la tempistica e le modalità operative: l'investitore cercherà di legare i termini negoziali con

⁵¹ Documento che viene stipulato tra due parti per prendere un impegno l'una con l'altra. Vengono fissati dei punti che non potranno essere più cambiati, mettendone da parte altri che verranno stabiliti durante la collaborazione. Possono anche essere giuridicamente non vincolanti e non comportano alcuno scambio di denaro.

l'ammontare atteso di rendimento e richiederà particolari garanzie per tutelarsi. A fronte dei rischi che è in procinto di assumersi, quindi, l'investitore richiederà di stipulare precisi accordi che permettano di legare la determinazione del prezzo ai risultati raggiunti dall'impresa.

Anche in questa fase, quindi, assume grande importanza il business plan, che permetterà all'investitore di tenere monitorate le sue quote di investimento.

Questo step viene considerato dalle diverse parti come il più imprevedibile, ed è spesso causa del mancato accordo quando si è ad un passo dalla stipula del contratto.

Qualora tutto dovesse andare a buon fine, dopo che sono stati stabiliti tutti i termini negoziali, verrà stipulato il contratto definitivo e l'investitore acquisirà la sua partecipazione, diventando socio a tutti gli effetti.

2.2.4. MONITORAGGIO DELL'INVESTIMENTO E GESTIONE DELL'AZIENDA

I Business Angels, di norma, tendono a dare un contributo all'impresa non solo in termini economico-finanziari, ma anche in termini di creazione di valore, come già analizzato nel corso del presente lavoro.

Il fatto di contribuire a creare valore aggiunto per l'impresa, permette agli Angels di ottenere maggiori ritorni una volta venduta la propria partecipazione in sede di disinvestimento.

Per poter dare un appoggio all'imprenditore e tentare quindi di aumentare il valore dell'impresa, l'investitore deve intraprendere la fase successiva a quella dell'investimento in senso stretto, ossia la fase del monitoraggio. Durante questo step lo scopo è quello di controllare l'andamento dell'impresa finanziata per poter ovviare ad eventuali problematiche che si potrebbero manifestare, anticipando le difficoltà e capendo quali sono i contributi extra-finanziari di cui l'impresa stessa necessita.

In aggiunta, la presenza dei Business Angels che monitorano le performance dell'impresa fa sì che si crei per quest'ultima un forte orientamento al controllo che porta ad un miglioramento delle suddette performance e quindi alla possibilità di creazione ed aumento di valore dell'impresa stessa.

Inoltre, questa fase è utile all'investitore anche per poter capire se gli obiettivi prefissati in sede di stipulazione del contratto possano essere raggiunti o meno.

Per poter assumere questo tipo di posizione all'interno dell'azienda, l'investitore potrebbe richiedere di diventare membro del consiglio di amministrazione, in modo tale da poter contribuire attivamente a scelte strategiche e decisioni che possano influire sul suo investimento. Oltre a poter ricoprire tale posizione, che gli permetterebbe di osservare dall'interno l'azienda con la quale condivide il rischio, l'investitore monitora dettagliatamente il proprio investimento chiedendo che gli siano forniti report periodici, partecipando, come visto, alla vita dell'azienda e cercando di raggiungere determinati obiettivi in un certo lasso di tempo. Il coinvolgimento diretto dell'investitore, in tal senso, è il motivo principale per cui, unitamente alla limitatezza dei fondi, gli Angel tendono a possedere portafogli limitati: sarebbe infatti difficile seguire un numero elevato di imprese contemporaneamente partecipando attivamente alla loro quotidianità.

Il monitoraggio e la partecipazione alla vita dell'impresa permettono all'investitore di tutelarsi dai rischi in cui incorre, come ad esempio il rischio di possibili asimmetrie informative, che non permetterebbe lui di assumere decisioni ottimali, il rischio di comportamenti opportunistici da parte dell'imprenditore qualora ci siano interessi disallineati e i rischi connessi all'attività svolta dall'impresa, quali rischi operativi, di credito e di mercato.

2.2.5. DISINVESTIMENTO

Il disinvestimento è l'ultima delle fasi del processo di investimento: il Business Angels può infatti essere definito come un socio temporaneo dell'impresa e ha come obiettivo finale quello di ottenere dei guadagni dalla vendita della propria partecipazione.

Quindi, in un certo momento, l'investitore dovrà procedere alla vendita totale, ma in alcuni casi anche parziale, della partecipazione.

Nel momento del disinvestimento, l'investitore valuterà di cedere la propria partecipazione nel momento in cui l'impresa avrà raggiunto lo sviluppo e il successo che si era inizialmente prefissato. Al contrario, se l'impresa non riuscirà a raggiungere tali

livelli e quindi non riuscirà ad aumentare di valore, l'investitore cercherà di uscire dall'investimento nel momento in cui capisce che la fase di crisi è irrisolvibile.

Esistono diverse modalità con cui l'investitore può uscire dall'investimento che dipendono da diversi fattori, quali ad esempio tipologia di impresa, settore di appartenenza, risultati conseguiti e via dicendo. Se ne analizzeranno in seguito alcune.

Quotazione dei titoli. Si tratta di una modalità di uscita dall'investimento che solitamente avviene nella forma di IPO (*initial public offering*). Essa prevede la quotazione dei titoli della società, che andranno così acquisendo un valore di mercato. La quotazione è legata all'attrattività del mercato borsistico e presenta sia dei pro che dei contro. Consente, infatti, "all'investitore di cedere con profitto il proprio pacchetto di azioni e all'imprenditore di mantenere il controllo della società" (AIFI, 2000). La quotazione consente alla società di contare su nuovi canali di finanziamento, permettendole quindi di diversificare la propria struttura finanziaria e di diminuire il rapporto tra debito ed equity. Inoltre, aumenta la liquidità dei titoli e ciò contribuisce a rendere una migliore immagine dell'azienda. Tra gli svantaggi si annovera il fatto che la quotazione necessita di tempi e costi elevati per l'ammissione e la permanenza nel listino ufficiale, e ciò non permette a tutte le aziende di poter intraprendere questo cammino.

Trade sale. Consiste nella vendita dei titoli ad un'altra impresa o ad un gruppo imprenditoriale che ha l'obiettivo di creare sinergie e continuare a far sviluppare l'azienda. Questa tipologia di operazione, di norma, non avviene solo su iniziativa dell'investitore che vuole cedere la propria quota, bensì con il consenso di tutti i soci, soprattutto dell'imprenditore, in quanto ad essere ceduta, in tali casi, è tutta l'impresa. rispetto alla modalità precedentemente descritta, questa è caratterizzata da costi e tempi più contenuti. Bisogna però andare alla ricerca di un acquirente fortemente interessato all'impresa con cui stipulare un accordo solido e che non sia in contrasto con i manager aziendali.

Vendita dei titoli ad un altro investitore finanziario. Questa modalità di uscita viene utilizzata principalmente quando l'impresa ha ancora bisogno di un supporto finanziario e non per continuare a svilupparsi. Si tratta però di un supporto diverso dal precedente: l'impresa, infatti, passando dalla fase di startup ad una fase di crescita più avanzata,

potrebbe necessitare di competenze e specializzazioni diverse da quelle dell'investitore. Potrebbe inoltre essere applicata questa modalità quando i rapporti tra finanziatore e imprenditore non sono più idilliaci.

Buyback. In questo caso si ha un riacquisto della partecipazione da parte dell'imprenditore originario, il quale dovrà sostenere un notevole impegno finanziario. Questa modalità solitamente viene adottata quando l'impresa non riesce a perseguire gli obiettivi di crescita che si era prefissata o quando non riescono ad essere adottate altre modalità diverse.

Vendita al management o ai dipendenti della società. Si tratta di una modalità che permette all'investitore di conferire al management o ai dipendenti della società la propria partecipazione, così che essi possano detenere una quota di maggioranza, solitamente grazie ad un'operazione di *management buy out* e alla leva finanziaria.

Va precisato che, oltre alle modalità sopra descritte, ne esiste un'altra, chiamata *write-off*, che consiste nell'azzeramento della partecipazione, dal momento in cui l'investitore mette in conto sin da subito la possibilità che l'impresa non raggiunga i propri obiettivi o che, nel peggiore dei casi, fallisca.

La fase del disinvestimento è quindi una fase molto importante del processo di investimento, in quanto è quella in cui l'investitore ottiene il proprio guadagno. È importante quindi che, nelle prime fasi dell'investimento, siano previste dettagliatamente le condizioni e le modalità di uscita.

2.3. IL PROCESSO DECISIONALE

2.3.1. LE FASI DEL PROCESSO DECISIONALE

Come descritto nei precedenti paragrafi, una delle prime attività che i Business Angels devono svolgere è la valutazione delle diverse proposte di investimento (o richieste di finanziamento da parte delle imprese) per poi decidere a quale società erogare delle risorse. L'obiettivo degli Angels è, come detto, quello di ottenere un buon rendimento dall'investimento, dato l'alto rischio che essi si assumono, e delle condizioni favorevoli per uscire dall'investimento stesso. Proprio questo loro obiettivo è uno dei fattori che maggiormente influenzano le decisioni di investimento, anche perché l'investitore diventa a tutti gli effetti socio dell'impresa finanziata, condividendo con essa sia gli aspetti

positivi che quelli negativi della gestione. Altri fattori che influenzano le decisioni di investimento degli Angel Investor e che possono essere considerati come delle conseguenze del primo sono la forma dell'investimento e i rischi ai quali sono esposti al momento dell'investimento stesso. Tutti questi fattori influenzano le decisioni iniziali degli investitori.

A differenza di altri operatori economici, come possono essere, ad esempio, le banche, i Business Angels svolgono una valutazione caratterizzata da un contesto in cui spesso, a causa della loro natura o comunque della loro giovane età, le imprese non esternano informazioni utili all'investitore e comportano un alto grado di rischio, anche in ragione del fatto che spesso si tratta di imprese innovative.

Le decisioni di investimento sono quindi caratterizzate da un alto rischio potenziale e, proprio per questo motivo, è importante che gli Angels adottino un processo che li tuteli il più possibile dal momento in cui decidono di scommettere su un'impresa.

La decisione di investire in una determinata impresa scaturisce quindi al termine di un processo con il quale l'investitore valuta e seleziona una serie di proposte, impiegando tempo e risorse. Durante questa prima fase vi saranno una serie di imprese che vengono scartate. La selezione prosegue poi nelle fasi successive, fino ad arrivare a quella finale nella quale la scelta si riduce tra poche società.

Uno dei motivi principali per i quali viene attuato questo rigoroso processo di valutazione consiste nel cercare di ridurre, per quanto possibile, il rischio corso dall'Angel, soprattutto attraverso la conoscenza dell'impresa, dell'imprenditore e del management, ma anche attraverso un'attenta analisi del prodotto o servizio erogato, nonché del settore in cui essa opera. La conoscenza dell'impresa è fondamentale per cercare di minimizzare il rischio di asimmetrie informative e di comportamenti opportunistici da parte dell'imprenditore o, più in generale, del management.

Esistono diverse correnti di pensiero circa le tematiche testè prese in considerazione: tra queste, alcune elencano i diversi criteri utilizzati per selezionare le imprese, altre guardano al problema dal punto di vista dell'impresa stessa.

Tra le diverse correnti di pensiero si può però derivare un filo conduttore per il quale il processo decisionale che porta l'Angel ad investire in un'impresa sia caratterizzato da

diverse fasi consequenziali, dalla valutazione delle imprese all'investimento in senso stretto, attraverso dei criteri di decisione ben definiti.

In ognuna delle diverse fasi del processo, l'investitore può adottare una tra quattro diverse opzioni:

- portare avanti la propria valutazione e cercare di reperire nuove informazioni;
- proporre all'imprenditore delle variazioni;
- proseguire nel processo nonostante alcune perplessità che mira a chiarire nelle fasi successive;
- rifiutare la proposta e scartare l'impresa.

Nella generalizzazione del processo decisionale che porta alla decisione di investimento va tenuto presente che ogni operazione è caratterizzata da aspetti che la contraddistinguono dalle altre, e a ciò consegue che ogni Business Angel perverrà ad una scelta che da un certo punto di vista può essere definita come "soggettiva". Non è detto, infatti, che dinnanzi ad una stessa proposta di investimento due Angels operino la medesima scelta.

Tra le diverse proposte della letteratura circa il processo decisionale di investimento, quella che esprime il concetto in maniera più generale, operando una sintesi di tutte, è quella di Tyebjee e Bruno. Essi scompongono tale processo in cinque fasi che si procederà in seguito a descrivere.

2.3.2. LA CREAZIONE DELL'ACCORDO

E' la prima fase del processo decisionale, detta anche *deal origination*. Durante questo primo step gli Angels ricevono o cercano di loro iniziativa delle proposte di imprese sulle quali investire il proprio denaro, formando così un insieme di opportunità che verranno in seguito valutate per prendere una decisione.

I metodi attraverso i quali le proposte arrivano agli investitori sono sostanzialmente tre.

Proposta dell'investitore all'imprenditore. Si ha quando è direttamente l'imprenditore a richiedere fondi al potenziale investitore, sia personalmente che telematicamente. Si tratta di un metodo diffuso soprattutto nei paesi in cui i mercati del capitale di rischio sono più avanzati e le proposte arrivano già ben strutturate. Nei mercati meno evoluti, o

che comunque stanno lentamente progredendo, l'imprenditore è solito inviare una proposta piuttosto generica, ed è l'investitore a richiedere successivamente maggiori dettagli sotto forma, ad esempio, di business plan. Si tratta però di una metodologia che non attrae molto gli investitori, in quanto questi ultimi, nella loro scelta, danno molta importanza al rapporto personale con l'imprenditore stesso.

Conoscenze e referenze. E' un secondo metodo con il quale l'investitore può vedersi arrivare delle proposte: egli, infatti, potrebbe affidarsi ad esperienze di altri investitori o di intermediari, ma anche di imprenditori con cui ha avuto rapporti durante la sua carriera lavorativa o a conoscenze personali che gli permettano di venire in contatto con le società in cerca di finanziamento. Si tratta di una forma che talvolta permette all'angel di trovare qualcuno che condivide con lui il rischio dell'investimento sotto forma di *syndication*⁵², qualora egli non dovesse far parte di un gruppo.

Ricerca da parte dell'investitore. Il Business Angels può decidere di adoperarsi attivamente nella ricerca di imprese con le quali condividere un progetto che necessitino di risorse. Questo metodo viene utilizzato soprattutto nei paesi in cui questo mercato non è ancora molto evoluto, come, ad esempio, quello italiano.

L'investitore, quindi, ricerca imprese che necessitano di fondi per poter crescere tramite monitoraggio dell'ambiente, conoscenze o ricerca attiva da lui stesso operata. Già in questa fase l'investitore opera un primo screening, per cercare di raggruppare solo imprese che catturano il suo interesse.

Come detto in precedenza, nei mercati più sviluppati spesso le proposte che pervengono all'investitore sono già strutturate nei minimi dettagli. Gli investitori, dal canto loro, stabiliscono una soglia minima e una soglia massima per il loro coinvolgimento finanziario e nel farlo prendono in considerazione tutte le componenti che l'investimento comporta. La soglia minima viene stabilita in modo tale da poter avere, al termine dell'investimento,

⁵² Forma di partecipazione di più investitori, in cui viene suddiviso il rischio imprenditoriale e di conseguenza i futuri profitti. Solitamente uno degli investitori assume il ruolo di leader, partecipando all'impresa con una quota maggiore rispetto agli altri investitori, mentre quest'ultimi offrono il loro apporto finanziario ed extra-finanziario con quote minoritarie, tendenzialmente a titolo speculativo per diversificare il proprio portafoglio investimenti.

un guadagno. La soglia massima, invece, viene stabilita per rispettare il limite massimo del capitale che l'investitore può investire.

Una volta che l'Angel ha raccolto una serie di proposte, passerà allo step successivo per selezionare quelle che più lo attraggono.

2.3.3. LO SCREENING

Si tratta della fase del processo decisionale in cui l'investitore ha una platea di proposte che deve valutare. Data la numerosità di queste ultime, in questa fase l'Angel dovrà definire una serie di criteri con i quali sfoltire la rosa di imprese a disposizione, in modo tale da poter svolgere successivamente una più accurata fase di valutazione.

La necessità di adottare dei criteri per selezionare le diverse proposte a disposizione nasce dal fatto che questi soggetti investitori non dispongono di staff di grandi dimensioni, né di molto tempo: attraverso i criteri di selezione, quindi, gli Angel potranno eliminare in poco tempo le proposte che non sono di loro totale interesse.

I metodi per sfoltire la vasta gamma di proposte vengono adottati in base alle strategie dell'investitore e anche in base alle aree di competenza sulle quali è specializzato, magari simili a quelle che ha ricoperto con esperienze lavorative passate, soprattutto per quanto riguarda fattori quali tecnologia, settore, segmento di mercato, localizzazione dell'impresa da finanziare.

La fase di screening può essere, a sua volta, scomposta in due ulteriori sottofasce, quella di screening specifico e quella di screening generico. La prima è quella di cui si è appena trattato, nella quale attraverso dei criteri di selezione l'investitore prende in considerazione certe imprese e ne scarta altre; la seconda è quella in cui l'Angel analizza le proposte che hanno superato lo screening specifico più nel dettaglio secondo criteri generali e basandosi sull'analisi di mercato in termini di ampiezza e sviluppo, di risultati e di ammontare di risorse richieste.

I criteri di selezione cui si fa riferimento sono molteplici e variano a seconda delle preferenze d'investimento e delle proposte ricevute.

La fase di screening e quella di valutazione delle proposte rientrano nella più generica fase di due diligence, ossia un'indagine sull'impresa oggetto di interesse.

Questo step permette all'Angel di ottenere maggiori informazioni circa le imprese che lo hanno maggiormente colpito nella fase iniziale e di poterle confrontare con i dati riportati dal business plan, facendo così venir meno le asimmetrie informative tra le parti e permettendo di poter decidere di investire o meno in modo consapevole ed informato.

Il risultato finale della fase di screening è l'eliminazione di proposte ritenute non in linea con gli interessi dell'investitore. Le proposte che, invece, hanno catturato l'interesse del Business Angel verranno prese in considerazione più dettagliatamente nella successiva fase del processo.

2.3.4. VALUTAZIONE

Le proposte fin qui selezionate dal Business Angel vengono, in questa terza fase, valutate dal punto di vista del rischio e del rendimento atteso. L'investitore, ponendosi come fine ultimo quello di realizzare un profitto, infatti, sarà disposto a scommettere sull'impresa di suo interesse solo se, il potenziale guadagno nel momento dell'exit sarà in grado di coprire il rischio corso durante tutto il processo di investimento nella società. Proprio per questa ragione e per la possibile presenza di asimmetrie informative e di fenomeni di moral hazard, questa fase viene ritenuta come una delle più importanti dell'intero processo decisionale.

L'investitore, quindi, si adopera ad un'attenta valutazione del rischio e del potenziale ritorno, facendo riferimento a diverse caratteristiche dell'impresa presa in considerazione, ricavabili anche dal business plan.

Tra le caratteristiche che gli Angel tengono in considerazione nella valutazione delle aziende si possono menzionare l'attività di mercato, il grado di differenziazione del prodotto, le competenze manageriali, la resistenza alle minacce ambientali e la facilità di disinvestimento nel momento più appropriato.

Tra i fattori appena elencati, le competenze manageriali e le minacce ambientali influiscono in particolar modo sul rischio, in quanto buone competenze e un'elevata resistenza alle minacce fanno percepire l'impresa come meno rischiosa; l'attrattività del mercato e la differenziazione del prodotto, invece, influiscono prevalentemente sul ritorno atteso, in senso positivo.

Anche la fase di valutazione, così come quella di screening, può essere suddivisa in due ulteriori sottofasce, la prima fase valutativa e la seconda fase valutativa.

Nella prima, l'investitore tiene sotto controllo l'impresa in maniera generica, tentando di ottenere utili informazioni sia dalla stessa impresa che da altre fonti, in modo da poter operare dei confronti.

Le informazioni in questione vengono utilizzate per poter giudicare l'impresa, il suo management e le sue prospettive future, in modo tale da capire qual è il rischio effettivamente corso e quali potrebbero essere i potenziali profitti. Questo per poter arrivare a determinare il valore dell'impresa e, conseguentemente per prendere la decisione di investire o meno.

Per ottenere le informazioni di cui si è accennato, sono necessari colloqui con l'imprenditore e, se necessario con il management team, per capire quali competenze li caratterizzano, ma anche contatti con stakeholders quali, ad esempio, fornitori, clienti, altre imprese, intermediari.

Utile risulta inoltre, in questa fase, un'analisi sul prodotto o servizio che l'impresa offre in termini di mercato e di settore, per capire quanto questo possa avere successo o meno. Un'analisi di questo tipo può essere utile anche per capire quanto potrà essere vantaggioso il disinvestimento per il finanziatore.

La prima fase valutativa culmina quindi con la decisione dell'investitore se procedere o meno con l'accordo.

La seconda fase valutativa inizia invece una volta confermato l'interesse da parte del Business Angel di proseguire nell'accordo. In particolare, essa consiste nell'identificazione degli eventuali ostacoli e delle soluzioni che permettano di superarli. L'attività di valutazione pertanto continua e si fa sempre più intensa anche a livello emotivo.

L'investitore inizia, a tal punto, ad essere desideroso di capire come strutturare l'accordo, ed è per questo che la seconda fase valutativa si intreccia con lo step successivo del processo decisionale di investimento, ossia la strutturazione dell'accordo.

2.3.5. STRUTTURAZIONE DELL'ACCORDO

A questo step si arriva qualora i precedenti step valutativi abbiano dato esito positivo. Durante questa fase, sostanzialmente, viene formalmente concluso l'accordo dopo una contrattazione che avviene tra investitore ed imprenditore sulla base delle informazioni raccolte durante la fase di due diligence e di valutazione.

Imprenditore e finanziatore dovranno quindi definire il prezzo dell'equity e, più nello specifico, la quantità di azioni o, comunque, la quota societaria spettante all'investitore in cambio del suo apporto in denaro, ma anche forma e ammontare dell'investimento stesso.

Fondamentali risultano essere le tempistiche e le modalità di investimento e disinvestimento concordate.

Altro elemento che solitamente viene negoziato in questa fase riguarda la possibilità per l'Angel di poter partecipare attivamente alla vita dell'impresa e di vedersi quindi assegnare un ruolo che gli permetta di monitorare in prima persona il proprio investimento.

Le parti possono inoltre concorrere alla stipula dei cosiddetti "*accordi di earn out*"⁵³ per tutelare l'investitore.

Solitamente le modalità attraverso le quali il finanziatore sottoscrive il proprio investimento sono tre: azioni ordinarie, azioni privilegiate o obbligazioni convertibili. Ognuna di queste metodologie comporta diversi gradi di rischio, quindi starà all'investitore prendere una decisione in merito.

Si arriverà ad una conclusione dell'accordo solo qualora imprenditore e Angels lo ritengano entrambi accettabile e se si è riusciti ad incastrare tra di loro aspettative dell'imprenditore, esigenze dell'investitore e bisogni dell'impresa.

Una volta che la negoziazione si è conclusa, l'accordo si chiude attraverso la firma dei diversi documenti e con l'apporto delle risorse da parte dell'Angel all'impresa.

⁵³ Clausola contrattuale che prevede la subordinazione del regolamento del prezzo e/o della definizione del suo ammontare al raggiungimento di alcuni obiettivi prefissati.

2.3.6. ATTIVITA' POST-INVESTIMENTO

Una volta stipulato l'accordo con l'impresa, il Business Angel assume a tutti gli effetti una quota di partecipazione societaria, con l'intento di rivenderla nel medio periodo, una volta che l'impresa è cresciuta.

Proprio per assicurarsi che i margini di crescita dell'impresa trovino realizzazione, l'investitore partecipa attivamente alla sua vita, fornendo quindi anche un apporto in termini extra-finanziari. Come già affermato nei precedenti paragrafi, il Business Angel affianca l'imprenditore in molti dei contesti aziendali, mettendo a disposizione le competenze che ha maturato nel corso della sua carriera. Egli, inoltre, può sfruttare la sua rete di contatti e conoscenze per aiutare l'impresa stessa e, se necessario, anche per operare dei cambiamenti, non solo a livello produttivo ma anche a livello gestionale, proponendo la sostituzione dei membri del management. Visto anche il futuro disinvestimento che lo attende, spesso l'investitore si occupa in prima persona anche di operazioni quali fusioni, acquisizioni o IPO.

Durante la sua collaborazione attiva nell'impresa, l'Angel richiede informazioni dettagliate e continue per poter tenere sotto controllo l'andamento del suo investimento, in modo tale da assicurarsi che la società raggiunga gli obiettivi di medio termine prefissati. Tale attività risulta importante per poter permettere all'impresa di aumentare di valore e, conseguentemente per poter ambire ad un elevato guadagno all'uscita. Oltre che per l'investitore, questa attività va a beneficio anche della stessa azienda che, attraversando le prime fasi della sua vita, magari non possiede competenze e conoscenze sufficienti, che invece l'investitore ha già maturato.

L'attività, in questi termini, dell'Angel, viene portata avanti fino a quando non arriverà il momento di uscire dall'investimento, vendendo la propria partecipazione ed ottenendo un buon guadagno qualora l'impresa sia riuscita ad incrementare il proprio valore.

2.4. LE SCELTE D'INVESTIMENTO

2.4.1. LE DETERMINANTI DELLE SCELTE

Nel corso del processo decisionale d'investimento ci sono delle caratteristiche delle startup e degli imprenditori che più impattano nella scelta dell'investitore.

La valutazione del potenziale di un'impresa, soprattutto per gli investitori, è in un aspetto molto importante. Le aziende tradizionali possono essere valutate tramite indicatori standard che ne esprimono la salute, consistenti in misure di carattere finanziario e di profittabilità. Una startup, che si trova nelle fasi iniziali della sua vita, non ha però profitti significativi e non è profittevole, ma ciò risulta essere fisiologico, in quanto il suo ciclo di vita, nel primo miglio, prevede che tutti i founder siano impegnati nelle attività di scoperta e validazione del *Business Model*, in condizioni di inefficienza e di non profittabilità.

Risulterebbe errato e pericoloso giudicare una startup in base a ciò che ancora non può fare, in quanto potrebbe influenzarne le azioni.

Gli investitori, però, devono poter riuscire a riconoscere in tempi brevi un buon investimento per poterlo operare prima di altri e per poterlo poi valorizzare.

Visto allora che, per la tipologia di investimenti che interessano i Business Angel, gli indicatori tradizionali non si possono utilizzare, devono essere trovate delle valide alternative che permettano la valutazione delle startup. Non esiste, tuttavia, un sistema consolidato per poter fare ciò, ma è possibile operare una serie di considerazioni in merito alla questione.

Un sistema di valutazione delle startup dovrebbe fondarsi su determinati aspetti, quali:

- la comprensione e la descrizione del team, del mercato, dello stadio di maturità della startup e del suo team;
- la valutazione oggettiva dell'adeguatezza della startup a vedersi erogare un finanziamento e sull'entità del finanziamento in questione perché questo possa essere funzionale alla sua crescita nel tempo;
- l'analisi delle ragioni della valutazione e condividerle con l'imprenditore;
- l'indicazione all'impresa su come crescere fino al punto a cui l'investitore è interessato in modo tale da poter creare un legame che sia capitalizzabile e utile nel corso del tempo per entrambe le parti.

Si propongono in seguito dei fattori non tradizionali che influenzano le decisioni degli investitori.

2.4.2. IMPRENDITORE E TEAM MANAGERIALE

Uno degli elementi che un investitore considera nella sua scelta d'investimento è l'imprenditore, colui che ha fondato l'impresa e ideato il business e il team manageriale. In particolare, ciò che di essi viene valutato con particolare attenzione sono le loro abilità, competenze ed esperienze.

Importanti sono le qualità personali, quali ad esempio entusiasmo, dedizione, impegno ed integrità. Imprenditore e team manageriale devono essere realistici, senza sopravvalutare l'impresa, valutando i rischi potenziali e cercando soluzioni ottimali per mitigarli od eliminarli.

Importante risulta essere il fatto che imprenditore e manager dell'azienda siano intenzionati a restare nell'impresa costantemente nel medio-lungo periodo, in quanto ciò rappresenterebbe un indice di fiducia nell'impresa stessa e nelle sue possibilità di successo future.

Imprenditore e team manageriale devono essere flessibili, in quanto nelle prime fasi di vita le startup potrebbero andare incontro a cambiamenti ed imprevisti improvvisi. Fondamentale è quindi la capacità di adattarsi ad ogni possibile scenario che si presenterà loro davanti.

Proprio per i motivi testè analizzati, l'imprenditore e i manager devono possedere una buona conoscenza del settore e del mercato in cui l'impresa opera. Si tratta di una caratteristica fondamentale, assimilabile all'esperienza, che può assumere anche un ruolo decisivo nelle decisioni d'investimento: un imprenditore e un management team che hanno già ottenuto dei buoni risultati in imprese e settori simili a quella che si sta valutando faranno una buona impressione sull'investitore, infondendo in esso una maggiore fiducia su possibili successi futuri.

Non meno importanti sono le competenze di questi soggetti in ambiti come marketing, vendite, aspetti operativi, organizzativi, finanziari e contabili, in quanto l'investitore, nonostante sia intenzionato a svolgere un ruolo attivo nell'impresa, non si sostituirà all'imprenditore nella gestione operativa, ma lo affiancherà e lo assisterà nelle sue scelte. Se tali competenze non fossero presenti nel team già insediato nell'impresa, l'investitore potrebbe sempre inserire nuove figure di sua conoscenza sulle quali ripone fiducia.

Anche la leadership dell'imprenditore è un tratto distintivo che viene valutato dal finanziatore. Tale caratteristica, però, deve essere presente nei soggetti a capo dell'impresa non solo nei momenti positivi, in cui la gestione risulta essere più semplice, ma soprattutto nei momenti negativi, in cui la pressione sarà maggiore.

Per quanto riguarda i manager, essi si occupano di molte funzioni aziendali di fondamentale importanza, che permettono all'impresa di raggiungere il successo o meno. E' proprio nella gestione dell'impresa che spesso gli investitori intervengono per portare la loro esperienza, in quanto molte aziende di piccole dimensioni, presentano delle lacune in tal senso. Il business Angel, che diviene socio dell'impresa, è quindi interessato a creare un team management formato da professionisti in grado di accrescere il valore dell'azienda. A tal proposito, spesso si preferisce che la gestione dell'azienda sia affidata a più persone, per evitare quello che potrebbe essere definito "one man show".

2.4.3. CARATTERISTICHE DELLE AZIENDE

Oltre al loro livello di maturità e prontezza all'investimento, le imprese presentano altre caratteristiche che potrebbero influire sulle decisioni di investimento dei Business Angels. E' fondamentale, per le aziende, riuscire a comunicare in maniera efficace tutte le caratteristiche in questione, così da fornire ai potenziali investitori il maggior numero di informazioni possibili.

Tra le caratteristiche a cui si fa riferimento si possono elencare la presenza di brevetti e denaro, i comportamenti dell'imprenditore indirizzati a creare fiducia e il business model.

La presenza di brevetti e l'ammontare di denaro investito dall'imprenditore e dal suo insieme di conoscenze sono un primo importante fattore per dimostrare quanto l'azienda sia solida. I Business Angels, infatti, osservano con un occhio di riguardo al denaro stanziato dall'imprenditore nel progetto, in quanto considerano ciò come un segnale di dedizione da parte dell'imprenditore stesso, il quale si assume in prima persona i rischi connessi all'attività da avviare. Proprio per questo motivo, le aziende che dispongono di una maggiore quantità di denaro investito dall'imprenditore e dalla sua rete di conoscenze, hanno maggiori possibilità di ottenere dei finanziamenti da parte degli Angels. Al contrario, il numero di brevetti non interessa particolarmente i Business

Angels, in quanto esso assume importanza solo nella prima fase del processo d'investimento. Gli investitori istituzionali, invece, danno un'importanza molto maggiore ai brevetti posseduti da un'azienda.

Un altro aspetto che permette alle startup di attrarre l'attenzione degli investitori è quello inerente la fiducia. Gli investitori come i Business Angels, infatti, ripongono grande importanza sulle caratteristiche dell'imprenditore e, in seguito al loro investimento, svolgono un ruolo attivo in azienda. Proprio per queste ragioni, se l'imprenditore riesce ad ottenere la fiducia da parte dell'investitore è già a buon punto. Come già evidenziato nel corso del lavoro, questa tipologia di investimenti comporta dei rischi di agenzia. Se si riesce a creare un buon rapporto di fiducia, gli interessi di imprenditore ed investitore diverranno comuni e i rischi di agenzia verrebbero notevolmente ridotti, così come i costi di transazione. Qualora l'imprenditore non riuscisse a infondere fiducia nell'investitore, i loro rapporti si incrinerebbero irrimediabilmente e il rapporto si interromperebbe.

Un ulteriore importante fattore che assume importanza fondamentale nelle decisioni di investimento è il business plan, a cui si è fatto più volte riferimento nel corso dell'analisi del processo decisionale d'investimento. Visto che i Business Angels investono in aziende che si trovano nelle fasi iniziali del loro ciclo di vita, il business plan redatto dall'impresa deve essere il più efficace e completo possibile, dimostrando che l'attività della startup potrà ottenere buoni risultati. Dal canto loro, gli investitori sono consapevoli del fatto che un business plan redatto all'inizio di un'attività non può essere già ottimale, ma avrà bisogno di successivi aggiustamenti.

2.4.4. L'AMBIENTE ESTERNO

Anche il contesto in cui i Business Angels si trovano ad operare gioca un ruolo fondamentale nelle loro decisioni di investimento. Una delle maggiori cause della nascita di un mercato dei capitali informali è, come facilmente immaginabile, la presenza di un cospicuo numero di imprese innovative in cui vi è una grande domanda di equity che ne genera l'offerta (sia istituzionale che informale), creando un circolo virtuoso che porta alla creazione di un ambiente fortemente imprenditoriale: più Venture Capital e Business Angel si troveranno in un dato ambiente, più startup nasceranno, consce del fatto che potranno trovare fondi sia per le prime fasi della loro vita sia per quelle successive, grazie

agli investitori istituzionali. Questa situazione in cambio aumenta ulteriormente l'offerta di equity, e così via.

Un ulteriore elemento che attrae i Business Angels è connesso alle istituzioni dello stato. Nelle economie in via di sviluppo, infatti, nelle quali vi sono ben poche istituzioni che permettano di effettuare investimenti in sicurezza, i mercati di capitali informali faticano a prendere forma. Gli Angel Investor che operano in queste economie dovranno quindi utilizzare strategie diverse rispetto a quelli che operano nelle economie più avanzate, investendo ad esempio in imprese già conosciute o al cui timone vi sono soggetti a cui sono legati da legami di amicizia o parentela, così da poter avere maggiori sicurezze e poter riporre la massima fiducia nell'imprenditore, evitando i rischi di agenzia cui si è fatto riferimento nel corso del lavoro.

Un'ulteriore tecnica potrebbe essere quella di svolgere attività di networking più accuratamente, così da poter ottenere un più ampio deal-flow di conoscenti con i quali poter co-investire.

Visto quanto appena detto, allora, è evidente come l'ambiente esterno possa influenzare la numerosità ed il comportamento degli investitori informali come i Business Angels. Per questi motivi molti stati hanno iniziato ad approvare delle misure per cercare di ampliare il mercato dei capitali informali.

2.4.5. PRODOTTO E SERVIZIO

Un ulteriore aspetto che risulta molto importante e che rientra tra gli elementi presi in considerazione dagli investitori nelle decisioni di investimento è quello relativo al prodotto o servizio proposto dall'impresa.

Il prodotto deve essere analizzato in termini di distinzione, funzione e flessibilità, dando grande importanza all'innovazione e alla qualità che lo caratterizzano e che gli permettono di assumere una posizione migliore sul mercato.

L'investitore sarà interessato ad analizzare le caratteristiche del prodotto o servizio, in particolar modo la tecnologia utilizzata, la brevettabilità, la novità e la capacità di ottenere una leadership di costo o differenziazione. Solitamente i prodotti o servizi che attirano maggiormente l'attenzione dei Business Angels sono quelli caratterizzati da tratti di unicità ed innovatività tecnologica, in grado di creare una nuova nicchia di mercato. In tal

senso, l'investitore deve considerare anche la fattibilità nel realizzare tale prodotto o servizio, il quale deve poter essere inserito nel mercato in tempi piuttosto brevi.

Il prodotto o servizio, inoltre, deve poter contare su caratteristiche di difendibilità dalla concorrenza, grazie appunto ai brevetti, che aiuterebbero l'impresa ad avere un vantaggio competitivo nel settore di appartenenza.

Rilevante è anche, per gli Angels, il modo in cui il prodotto o servizio viene sviluppato e poi distribuito: se l'investitore è interessato al prodotto ma non condivide i metodi con i quali esso viene sviluppato e distribuito, egli sarà restio nel finanziare l'impresa, almeno che l'imprenditore non accetti di operare dei cambiamenti in tal senso.

2.4.6. MERCATO E SETTORE

Le caratteristiche inerenti il mercato e il settore in cui l'impresa opera sono ulteriori elementi che i Business Angel considerano nelle loro scelte d'investimento.

Gli investitori, infatti, compiono un'analisi macroeconomica sulla dimensione del mercato e del settore, sul livello di maturità e di crescita e sul livello di sensibilità ai cicli economici, in modo tale da capire se l'impresa soddisfa in questo senso le loro preferenze. Viene inoltre svolta un'analisi microeconomica su acquirenti e relativo comportamento negli acquisti.

Gli Angels considerano, inoltre, quanto il mercato è attrattivo attraverso analisi della domanda, e la resistenza alle minacce ambientali. Di solito le proposte prese maggiormente in considerazione sono quelle caratterizzate da un affermato bisogno di mercato e in cui la competizione è limitata anche grazie alla presenza di barriere all'entrata.

L'aspetto competitivo viene tenuto in considerazione anche per discriminare tra imprese di successo e non con le prime che operano in mercati in cui non vi è massiccia presenza di competitors forti.

Un ulteriore fattore chiave a tal riguardo è il tasso di crescita del mercato, in quanto l'impresa viene preferita quando il mercato in cui opera presenta un potenziale di crescita alto. L'investitore deve avere buona conoscenza del mercato e del settore in cui opera,

in modo tale da poter investire consapevolmente e da avere maggiori possibilità di guidare l'impresa verso il successo.

Anche la posizione geografica è un aspetto di cui gli investitori tengono conto, in quanto diffusa è l'usanza di svolgere degli incontri con imprenditore e management team. Sarebbe opportuno quindi che l'impresa sia localizzata in mercati vicini fisicamente, così che l'investitore possa avere contatti ravvicinati con essa. In alcuni casi la localizzazione geografica però non rileva come criterio, poiché potrebbero essere stipulati accordi di syndication con altri investitori localizzati in aree vicine all'impresa, che si sostituiscono all'investitore leader per quanto riguarda il monitoraggio post-investimento e le attività a diretto contatto con l'imprenditore e il management team.

CAPITOLO III ANALISI EMPIRICA

Nei precedenti capitoli si è fornita una panoramica generale sui temi inerenti la struttura finanziaria delle PMI e i Business Angels, focalizzandosi in particolar modo su questi ultimi, sul loro *modus operandi* e sulle loro caratteristiche.

Il terzo capitolo si propone di considerare questi temi da un punto di vista empirico, esaminando l'effetto che alcune caratteristiche proprie dei Business Angels possono avere sulle performance realizzate dalle aziende da questi finanziate.

Il presente capitolo è strutturato come segue: il paragrafo 3.1 è un'introduzione con la quale si discutono gli obiettivi dell'analisi e si presentano le ipotesi di ricerca; il paragrafo 3.2 presenta la metodologia utilizzata per la ricerca, includendo informazioni sul dataset utilizzato e sulle variabili indipendenti, di controllo e dipendenti usate. Vengono inoltre esposti il modello di stima e il modello empirico utilizzati nell'analisi, unitamente alle statistiche descrittive e alla matrice di correlazione; il paragrafo 3.3, infine, presenta i risultati ottenuti con l'analisi empirica unitamente alla loro interpretazione.

3.1. QUADRO TEORICO DI RIFERIMENTO E IPOTESI DI RICERCA

3.1.1. QUADRO TEORICO DI RIFERIMENTO

I dati di mercato, sia a livello statunitense che europeo, dimostrano come l'importanza dei Business Angels come principali fornitori di capitale alle imprese in fase di avvio sia in continua e significativa crescita (Bonini, S., Capizzi, V. e Zocchi, P., 2018). Grazie ai Business Angels, è stato possibile colmare il cosiddetto divario di finanziamento che si era instaurato tra domanda e offerta di capitale nella fase iniziale della vita delle imprese, promuovendo così imprenditorialità e crescita economica.

Nonostante ciò, però, ad oggi il tema dei Business Angels presenta dei vuoti dal punto di vista dell'andamento degli investimenti, nel senso che a tal riguardo vi sono poche e opache informazioni. Una delle cause che più impattano sulla precisione della ricerca in tal senso è sicuramente la disponibilità di pochi dati congiuntamente alla ristretta cerchia di campioni esistenti. Oltre a ciò, è da aggiungersi il fatto che gli studi sulle performance solo a loro volta limitati dalla mancanza di dati sulle società in questione nella maggioranza dei paesi. Di conseguenza, le ricerche che si propongono di studiare

le performance delle società finanziate dai Business Angels si basano tutte su pochi casi concreti.

Risulta quindi difficile trovare delle conferme empiriche per esaminare l'andamento dei mercati informali del capitale di rischio così come per il processo di investimento dei Business Angels. Nonostante ciò, la sempre maggiore importanza dei fenomeni di "sindacati di Business Angels" così come la crescita dei *Business Angels Network* (BAN), rappresentano una forte spinta ad indagare sull'influenza da essi esercitata e sul contributo da essi portato alle aziende in termini di performance. In particolare, è utile soffermarsi su aspetti quali ad esempio: il monitoraggio, l'appartenenza a un *Business Angels Group*, le caratteristiche personali degli Angels, la loro partecipazione attiva, ma anche su aspetti riguardanti le imprese stesse come il settore d'appartenenza e l'età.

Con il presente lavoro si andranno ad esaminare 119 società finanziate da Business Angels negli anni tra il 2011 e il 2014, cercando di capire l'influenza che determinati fattori come quelli precedentemente enunciati esercitano sulle performance.

Uno dei principali problemi riscontrati nella presente analisi è quello relativo alla ricerca di un metodo per misurare le prestazioni delle aziende. In letteratura solitamente, per esaminare l'impatto, ad esempio, dei *venture capitalist* sulle società in portafoglio, vengono utilizzate come misure di performance quelle basate su aspetti finanziari quali fatturato, quota di mercato e capitale (Brav e Gompers, 1997), o dimensioni della performance operativa come innovazione (Hellman e Puri, 2000), crescita occupazionale (Bertoni et al., al., 2011) e produttività (Chemmanur et al., 2011).

Per procedere quindi con la determinazione di una misura di performance adatta all'analisi che ci si propone di svolgere risulta utile ricordare che, spesso, le società supportate dai Business Angels non sono ancora in grado di generare un reddito e molte volte presentano bilanci scarsamente informativi, tanto che tali società potrebbero chiudere prima ancora di aver realizzato una vendita o di essere stata acquisite attraverso IPO. Alcuni dati di mercato, infatti, confermano che solo alcune delle società in questione riescono a terminare il proprio ciclo di finanziamento con un'IPO o con un'acquisizione.

In letteratura, seppur quest'ultima sia molto limitata, si sono utilizzate misure di performance piuttosto eterogenee. Kerr et al. (2014) ad esempio, hanno sviluppato tre tipologie di misure: un indicatore binario inerente la sopravvivenza ed il successo (sopravvivenza dopo 4 anni dall'evento di finanziamento; uscita con successo tramite IPO o acquisizione), una variabile di crescita con tre possibili sviluppi (occupazione, brevetti, traffico sul sito web) e una inerente la capacità di un'azienda di ottenere finanziamenti anche successivamente al sostegno apportato da un Angel. Alemany e Villanueva (2015), invece, hanno studiato la relazione tra i criteri di selezione adottati dai Business Angels e la successiva performance delle aziende finanziate misurata in termini di vendite effettuate. Cumming e Zhang (2018) hanno scelto come proxy per la performance degli investimenti angelici le loro uscite di successo attraverso IPO o acquisizioni. Più di recente, invece, Levratto et al. (2017) hanno analizzato l'impatto delle BA sulla crescita delle imprese, misurato dal tasso di crescita delle vendite, dell'occupazione e dei beni materiali.

Visto però che, come dimostrato da Bonini, Capizzi, e Zocchi (2018) le società supportate dai Business Angels sono generalmente pre-reddito e i loro conti finanziari sono spesso scarsamente informativi, al punto che le società stesse potrebbero chiudere senza aver venduto alcun prodotto, risulta utile adottare misure di performance differenti, che verranno spiegate nei successivi paragrafi.

3.1.2. IPOTESI DI RICERCA

Come è possibile desumere da quanto trattato nei precedenti capitoli, si stanno diffondendo sempre di più le associazioni di Business Angels, grazie alle quali il mercato in questione ha subito trasformazioni significative. Facendo parte di un BAN, infatti, un Angel Investor ha una gamma più ampia di opportunità di investimento, anche di qualità superiore, tra cui scegliere. Altri aspetti positivi che si possono trarre dall'appartenenza a un BAN sono sicuramente legati alla condivisione delle informazioni e delle conoscenze tra i diversi membri della comunità. I gestori di questi gruppi, infatti, organizzano periodicamente degli incontri affinché venga promossa l'interazione tra Angel Investor e imprenditori alla ricerca di finanziamenti (Aernoudt, R. , Josè, S.A. , Roure, J. , 2007). Alcuni gruppi di Angels hanno dato vita anche a vere e proprie accademie interne che formano e istruiscono sia gli affiliati che gli imprenditori (Shane S., 2000). In tal modo i

Business Angels meno esperti possono sfruttare le conoscenze di quelli più esperti per cercare di contribuire maggiormente alla crescita futura dell'impresa che andranno a finanziare. La sempre crescente importanza dei BAN ha attirato l'attenzione delle istituzioni politiche e delle autorità di regolamentazione, che hanno iniziato a guardare con maggiore attenzione a tali realtà, soprattutto per quanto riguarda il monitoraggio post-investimento delle startup. E' possibile affermare, quindi, che una forte rete di Business Angels può generare ottime opportunità per gli Angels stessi, permettendo loro di avere accesso a un maggior numero di informazioni sulle startup e sui possibili percorsi di crescita all'interno del proprio contesto competitivo di riferimento.

Considerando quindi l'adesione ad un BAN come un tentativo di cogliere opportunità sia a livello di capitale umano che sociale, è possibile formulare la prima ipotesi di ricerca.

H1: la performance delle imprese finanziate dai Business Angels è influenzata positivamente dall'adesione ad un BAN.

Come più volte affermato nel corso del presente lavoro, è comune ritenere che i Business Angels contribuiscano nelle società da essi finanziate non solo a livello monetario, ma anche in altri modi, come ad esempio l'affiancamento all'imprenditore e ai dirigenti aziendali, l'estensione delle opportunità di networking e di business, la messa a punto della governance e dei sistemi di controllo interno, mettendo a disposizione tutte le risorse acquisite anche grazie alle esperienze professionali passate. Uno studio di Bonnet e Wirtz (2013) e Goldfarb et. Al (2014) suggerisce che questo contributo non monetario sia guidato dalla somiglianza tra finanziatore e imprenditore nei tratti personali. Si ritiene, in tal senso, che il coinvolgimento dei Business Angels all'interno delle imprese finanziate generi risultati positivi. E' stato riscontrato anche che vi è una relazione positiva tra i contributi non monetari apportati dagli Angels e le probabilità di ottenere successivi finanziamenti da *venture capitalist*. Tale effetto positivo può essere notato anche nel ritorno che i Business Angels hanno sul loro investimento al momento dell'uscita, in quanto anche grazie ad essi l'impresa aumenta di valore. Nonostante ciò, però, alcuni Business Angels preferiscono adottare un approccio diverso, che non prevede il loro coinvolgimento attivo nelle imprese finanziate: ciò, ovviamente, implica una partecipazione tacita alla vita e all'operatività dell'impresa, nonché una bassa quota

di contributi non monetari. Ciò dovrebbe portare a concludere che tali comportamenti possono essere associati a prestazioni inferiori.

Ecco che, allora, può essere formulata la seconda ipotesi di ricerca.

H2: la performance delle imprese finanziate da Business Angels è influenzata positivamente dal coinvolgimento attivo degli stessi.

Un altro aspetto che si è scelto di analizzare è quello relativo al numero di imprese all'interno del portafoglio di investimenti dei Business Angels. Come affermato più volte nel corso del lavoro, gli investimenti da parte dei Business Angels comportano un rigido processo valutativo e decisionale, da svolgersi con la massima accuratezza a causa della scarsità di informazioni sulle imprese che necessitano di fondi. Lo svolgimento di queste procedure, quindi, potrebbe implicare un dispendio di tempo ed energia non indifferenti per gli investitori, anche nel caso in cui questi si rivolgano a professionisti, in quanto l'ultima decisione spetta in ogni caso a loro. Ecco che, in tal senso, la decisione di investire in più imprese potrebbe far sì che il processo di analisi delle imprese da finanziare venga svolto in maniera meno scrupolosa, proprio a causa della molteplicità di aziende da valutare. Tra le diverse fasi del processo di investimento vi è, tra le altre cose, quella del monitoraggio e gestione dell'impresa, ossia quella durante la quale l'investitore dovrebbe apportare il proprio contributo non monetario. L'investitore dovrà quindi osservare l'andamento dell'impresa finanziata per poter contribuire alla soluzione di eventuali criticità e potrà capire se l'andamento è in linea con gli obiettivi prefissati. Il monitoraggio e la partecipazione attiva all'interno dell'azienda permettono all'investitore di ridurre i rischi di asimmetria informativa e di comportamenti opportunistici, oltre a quelli connessi all'attività stessa.

La presenza dei Business Angels che monitorano l'impresa finanziata, in generale, porta quindi ad un aumento delle performance della stessa. Si è allora interessati a capire quale può essere l'effetto esercitato dalla presenza di più imprese all'interno del portafoglio investimenti sulle performance delle stesse.

Qualora l'investitore possedesse, nel suo portafoglio di investimenti, più imprese dovrebbe partecipare attivamente alle attività di tutte o delegare tale compito a professionisti di sua fiducia. Ciò che ci si chiede è quindi se il fatto di delegare il

monitoraggio dell'impresa a soggetti terzi o il fatto di dover monitorare più imprese simultaneamente possa intaccare negativamente le performance delle imprese finanziate.

Ecco allora che si può giungere alla terza ipotesi di ricerca:

H3: le performance delle imprese finanziate dai Business Angels sono influenzate negativamente dal numero di imprese che questi detengono nel portafoglio investimenti.

L'ultimo aspetto che ci si propone di analizzare, strettamente collegato al precedente, è il numero di investimenti già effettuati dall'Angel Investor al momento della decisione di finanziare un'impresa. Come visto nel Capitolo 2, paragrafo 2.1.1, esistono diverse metodologie attraverso le quali distinguere i Business Angels. Una di queste fa proprio riferimento agli investimenti già operati dagli Angels al momento in cui decidono di finanziare una nuova azienda. In particolare, si distinguono *Active Angels*, che hanno già operato investimenti e che continuano a farlo, *Latent Angels* che hanno operato investimenti ma non negli ultimi tre anni e i *Virgin Angels*, che non hanno mai investito ma che hanno il desiderio di iniziare a farlo.

Il fatto che il Business Angel possa aver già effettuato degli investimenti in passato induce a pensare che egli abbia maturato una maggiore esperienza nel settore dell'*angeling*. Di conseguenza, con una maggiore esperienza di investimenti finanziari alle spalle, in aggiunta a quella lavorativa, ci si aspetta che sia in grado di scegliere le imprese con migliori margini di crescita futura. Così ragionando si è portati ad affermare che un maggior numero di investimenti effettuati dal Business Angel dovrebbe essere correlato a maggiori performance realizzate dall'impresa finanziata. D'altro canto, però, potrebbe essere anche che tutti gli investimenti passati dell'Angel non abbiano ottenuto i rendimenti attesi e, se così fosse, le performance sarebbero sicuramente negative.

Ecco che allora si può formulare la quarta e ultima ipotesi di ricerca.

H4: la performance delle imprese finanziate dai Business Angels è influenzata positivamente dal numero di investimenti effettuati dallo stesso.

3.2. METODOLOGIA E ANALISI DEI DATI

3.2.1. DATASET

Il dataset utilizzato per testare le ipotesi enunciate nel precedente paragrafo è un *panel*⁵⁴ di osservazioni annuali su 119 imprese che si trovano nella fase iniziale del loro ciclo di vita, dall'anno 2011 all'anno 2014 compresi.

Il dataset preso in esame è stato costruito utilizzando due banche dati:

- AIDA: banca dati fattuale di informazioni finanziarie, anagrafiche e commerciali su società di capitale, attive o cessate, in Italia. Per ciascuna società viene fornito il bilancio dettagliato secondo lo schema completo della IV direttiva CEE, la serie storica fino a 10 anni, la scheda anagrafica con la descrizione dell'attività svolta e la relazione di bilancio. Tutti i dati sono indicizzati per facilitare le funzionalità di ricerca e confronto e sono disponibili anche in formato originale.
- ORBIS: Banca dati fattuale contenente informazioni dettagliate e confrontabili di innumerevoli di aziende e banche mondiali. Mette a disposizione bilanci, serie storiche, rating confrontabili, il valore delle azioni delle società quotate in borsa, informazioni su fusioni e acquisizioni. Sono inoltre presenti dati macroeconomici e studi di settore. È possibile fare analisi di benchmarking, riclassificare i bilanci, aggregare dati di bilancio dei set di aziende creati dall'utente, effettuare analisi statistiche, calcolare rating, elaborare confronti settoriali. I dati sono esportabili in molti formati.

⁵⁴ I dati *Panel* o dati longitudinali sono ricavati dall'osservazione di k variabili su un insieme di N unità statistiche, ripetute su più istanti temporali T. Se i soggetti campionati provengono da una ben definita popolazione, i dati Panel combinano caratteristiche dei *dati Cross Section* (per i quali in uno stesso istante temporale sono rilevate le caratteristiche di più unità statistiche) e dei *dati Time Series* (per i quali in diversi istanti temporali sono rilevate le caratteristiche di un'unica unità statistica).

La seguente matrice mostra la disposizione dei dati in formato panel relativi ad una sola variabile Y composta da N x T osservazioni; ogni colonna si riferisce ad una diversa unità statistica per cui la variabile è stata rilevata, mentre per riga sono disposte le diverse rilevazioni nel tempo.

$$Y_{(N \times T)} = \begin{bmatrix} y_{11} & y_{21} & \dots & y_{i1} & \dots & y_{N1} \\ y_{12} & y_{22} & \dots & y_{i2} & \dots & y_{N2} \\ \vdots & \vdots & & \vdots & & \vdots \\ y_{1t} & y_{2t} & \dots & y_{it} & \dots & y_{Nt} \\ \vdots & \vdots & & \vdots & \ddots & \vdots \\ y_{1T} & y_{2T} & \dots & y_{iT} & \dots & y_{NT} \end{bmatrix}$$

Il dataset è stato costruito attraverso il programma Excel e successivamente importato in STATA, programma che a sua volta è stato utilizzato per eseguire le regressioni.

3.2.2. VARIABILI DIPENDENTI

La tesi si concentra quindi sull'influenza che determinate variabili esercitano sulla performance delle imprese prese in considerazione. Come variabili dipendenti non sono state scelte le tradizionali misure di performance economica, quali ad esempio il ROE, in quanto utilizzarle per imprese così piccole e che si trovano nelle fasi iniziali del loro ciclo di vita, sarebbe stato limitativo per l'analisi che si vuole condurre. Si è scelto quindi di procedere attraverso tre indici di performance ordinali che includessero diverse misure disponibili nel dataset utilizzato.

Il primo indicatore di performance è stato costruito utilizzando i seguenti tre dati:

- *Patrimonio Netto*: è la differenza tra attività e passività dello Stato Patrimoniale di un'azienda e rappresenta le fonti di finanziamento interne, cioè quelle che vengono apportate direttamente o indirettamente dal soggetto o dai soggetti che costituiscono l'impresa e la sostengono;
- *EBITDA*: si tratta di un indicatore utilizzato per valutare le aziende e i titoli azionari. E' l'acronimo di "*Earnings Before Interests Taxes Depreciation and Amortization*" e rappresenta la capacità dell'impresa di generare reddito basandosi sulla sola gestione operativa, ossia quella che prende in considerazione il business aziendale in senso stretto;
- *Net Income*: si tratta del risultato dell'attività d'impresa e viene calcolato sottraendo ai ricavi il totale dei costi sostenuti durante l'esercizio.

L'indicatore ordinale costruito attraverso queste tre misure può assumere valori che vanno da -2 a 2 a seconda di come variano i tre dati precedentemente descritti ed in particolare:

- 2 quando EBITDA, Patrimonio Netto e Net Income sono tutti maggiori di 0;
- 1 quando l'EBITDA e il Patrimonio Netto sono maggiori di 0 e il Net Income è minore di 0 o quando l'EBITDA è minore di 0 e il Patrimonio Netto e il Net Income sono maggiori di 0;

- 0 quando l'EBITDA è maggiore di 0 e Patrimonio Netto e Net Income sono minori di 0;
- -1 quando l'EBITDA e il Net Income sono minori di 0 e il Patrimonio Netto è maggiore di 0;
- -2 quando EBITDA, Patrimonio Netto e Net Income sono minori di 0.

Per comodità del lettore si riassume tutto nella seguente tabella:

Valori che può assumere l'indicatore	EBITDA	PATRIMONIO NETTO	NET INCOME
2	>0	>0	>0
1	>0	>0	<0
	<0	>0	>0
0	>0	<0	<0
-1	<0	>0	<0
-2	<0	<0	<0

Tabella 1 Composizione del primo indicatore di performance. Fonte: elaborazione propria.

Nonostante siano possibili ulteriori combinazioni alternative di risultati, quelle qui riportate sono quelle che sono maggiormente coerenti con gli scenari di performance comunemente delineati in letteratura.

Il secondo indicatore utilizzato per misurare le performance delle imprese selezionate è quello utilizzato anche nel paper *"The performance of angel-backed companies"* di Stefano Bonini, Vincenzo Capizzi e Paola Zocchi, costruito attraverso i Ricavi, il Patrimonio Netto e il Net Income. Anch'esso, come il precedente, può assumere 5 valori:

- 2 quando Ricavi, Patrimonio Netto e Net Income sono tutti maggiori di 0;

- 1 quando i Ricavi e il Patrimonio Netto sono maggiori di 0 e il Net Income è minore di 0;
- 0 quando i Ricavi sono maggiori di 0 e Patrimonio Netto e Net Income sono minori di 0;
- -1 quando i Ricavi e il Net Income sono minori di 0 e il Patrimonio Netto è maggiore di 0;
- -2 quando Ricavi, Patrimonio Netto e Net Income sono minori di 0.

Sempre per comodità del lettore si riassume il tutto nella seguente tabella:

Valori che può assumere l'indicatore	RICAVI	PATRIMONIO NETTO	NET INCOME
2	>0	>0	>0
1	>0	>0	<0
0	>0	<0	<0
-1	<0	<0	<0
-2	<0	<0	<0

Tabella 2 Composizione del secondo indicatore di performance. Fonte: elaborazione propria.

Anche in questo caso sono possibili altre combinazioni di risultati ma quelle utilizzate sono quelle che meglio ricalcano la concezione di performance della letteratura.

Il terzo indicatore di performance, invece, è stato costruito utilizzando solamente Patrimonio Netto e Net Income. Esso può assumere tre valori:

- 1 quando Patrimonio Netto e Net Income sono entrambi maggiori di 0;
- 0 quando il Patrimonio Netto è maggiore di 0 e il Net Income è minore di 0 o viceversa;
- -1 quando sia Patrimonio Netto che Net Income sono minori di 0.

Anche in questo caso, per comodità del lettore, si riassume tutto nella seguente tabella:

Valori che può assumere l'indicatore	PATRIMONIO NETTO	NET INCOME
1	>0	>0
0	>0 <0	<0 >0
-1	<0	<0

Tabella 3 Composizione del terzo indicatore di performance. Fonte: elaborazione propria.

3.2.3. VARIABILI INDIPENDENTI

Come variabili indipendenti sono state scelte alcune caratteristiche dei Business Angels e dei loro investimenti. In particolare, le variabili indipendenti utilizzate sono le seguenti (tra parentesi viene indicato il nome che esse assumono operativamente):

- *Numero di imprese presenti nel portafoglio investimenti del Business Angel (Companies in portfolio)*: si tratta, come deducibile dal nome stesso, del numero di imprese che l'investitore detiene nel proprio portafoglio investimenti prima di investire in un'ulteriore impresa.
- *Numero degli investimenti (N. Investimenti)*: si tratta del numero degli investimenti che il Business Angel ha già effettuato prima di effettuare la nuova operazione di investimento nella corrispondente startup;
- *BAN (BAN)*: è una variabile dummy che indica se l'investitore ha aderito o meno ad un Business Angel Network. In particolare, essa assume valore 1 se l'investitore ha aderito ad un BAN, mentre assume valore 0 se così non fosse;
- *Partecipazione attiva (BA share)*: si tratta di una variabile che esprime in percentuale la partecipazione attiva del Business Angel alla vita dell'impresa;

3.2.4. VARIABILI INDIPENDENTI DI CONTROLLO

Altre variabili che potrebbero influenzare le performance dell'impresa sono state inserite nel modello come variabili indipendenti di controllo⁵⁵ in modo tale da rendere determinata l'effettiva relazione tra variabili dipendenti e variabili indipendenti.

⁵⁵ Una variabile di controllo *W* è una variabile correlata e che controlla per un fattore causale omissso nella regressione di *Y* su *X*, ma che di per sé non ha un effetto causale su *Y*.

Sono state scelte due variabili di controllo (tra parentesi viene sempre indicato il nome che esse assumono in STATA):

- *Età dell'impresa (Age)*: come dice il nome stesso, indica da quanti anni l'impresa è stata costituita;
- *Settore di appartenenza (Industry)*: indica il settore di attività prevalente nel quale opera l'impresa oggetto di studio.

Di seguito si fornisce una tabella riassuntiva di tutte le variabili utilizzate nel modello, comprensiva del nome in STATA e dei segni attesi che ci si aspetta di ottenere.

VARIABILE	NOME IN STATA	SEGNO ATTESO	
Indicatore 1	Indice con EBITDAPNNI		Variabili dipendenti
Indicatore 2	Index valori		
Indicatore 3	Indice con PNNI		
Numero di imprese in portafoglio	Companies in portfolio	(-)	Variabili indipendenti
Numero di investimenti	N. Investimenti	(+)	
Appartenenza ad un BAN	BAN	(+)	
Partecipazione attiva	BA share	(+)	
Settore	Industry	(+)	Variabili indipendenti di controllo
Età impresa	Age	(+)	

Tabella 4. Fonte: elaborazione propria.

3.2.5. METODO DI STIMA

Una volta selezionati il campione e le variabili da utilizzare, si può procedere con lo sviluppo del modello di regressione.

E' importante premettere che la scelta del modello statistico di stima da usare per l'analisi deve essere sempre ben ponderata in base al fenomeno oggetto di studio e all'obiettivo dell'analisi.

Basandomi sulla letteratura esistente e considerando il fatto che le variabili dipendenti scelte sono tutte ordinali, in quanto possono assumere determinati valori che rientrano in un certo intervallo, ho scelto di utilizzare il modello di regressione logistica ordinale per dati panel. Questo modello in statistica viene utilizzato per analizzare variabili dipendenti ordinate e categoriche ed è un'estensione della regressione logistica semplice, ma si differenzia da essa in quanto la variabile dipendente presa in considerazione non è dicotomica, bensì può assumere valori che appartengono ad un intervallo formato da più di due risultati.

La variabile dipendente, quindi, ha due importanti caratteristiche:

- È categorica, ossia può assumere valori appartenenti ad un determinato intervallo;
- È ordinata in quanto vi è un ordine nella sua classificazione.

Il modello può essere applicato solo ai dati che soddisfano l'ipotesi di probabilità proporzionale (*proportional odds assumption*, POA), in base alla quale la relazione tra due classi di valori è statisticamente la stessa, in quanto i coefficienti che descrivono la relazione tra la categoria più bassa e quella più alta di valori assumibili dalla variabile dipendente sono gli stessi di quelli che descrivono la relazione tra la classe inferiore successiva e tutte le altre categorie di valori più alti. Visto che, allora, la relazione tra classi di valori è la medesima, esiste solo un insieme di coefficienti.

3.2.6. SPECIFICAZIONE DEL MODELLO ECONOMETRICO

Per analizzare la relazione tra le variabili indipendenti scelte e le performance delle imprese, è stato sviluppato un modello logistico ordinale per dati panel. Le ipotesi formulate nel paragrafo 3.1.1 sono state testate utilizzando il modello econometrico in seguito specificato ed espresso in forma sintetica:

$$Y_i = \beta X + z(\text{Controls}) + \varepsilon \quad (4)$$

Dove:

- Y_i è la risposta ordinale degli indicatori di performance utilizzati;
- I rappresenta l' i -esima impresa e può andare quindi da 1 a 111;
- β rappresenta il coefficiente della variabile X ;
- X è un vettore delle seguenti variabili esplicative: numero di imprese in portafoglio, numero di investimenti, genere dell'investitore, appartenenza ad un BAN, partecipazione attiva e numero di co-investitori;
- z rappresenta il vettore dei coefficienti delle variabili di controllo;
- Controls è il vettore delle variabili di controllo che sono settore e età dell'impresa;
- ε rappresenta la parte di errore.

3.2.7. STATISTICHE DESCRITTIVE

La tabella in seguito riportata mostra le statistiche descrittive per le variabili dipendenti, per le variabili indipendenti e per le variabili di controllo.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min.	Max.
IndiceconEBITDAPNNI	423	-.2364066	1.32454	-2	2
IndiceconPNNI	426	.1431925	.5493638	-1	1
IndexValori	415	.6843373	1.141708	-2	2
Companiesinportfolio	476	3.630252	2.247302	0	8
Ninvestimenti	476	5.697479	3.928958	0	15
Bashare	476	.1809504	.216932	.025	1
BAN	476	.5210084	.500084	0	1
Industry	476	19.13445	8.756759	1	34
Age	476	2.10084	3.190499	-1	19

Tabella 5 Statistiche descrittive. Fonte: elaborazione propria.

3.2.8. MATRICE DI CORRELAZIONE

La tabella seguente mostra la matrice di correlazione a coppie di Pearson tra tutte le variabili indipendenti.

Tutti i coefficienti di correlazione tra le variabili indipendenti sono minori di 0.5920 (ossia il coefficiente sussistente tra la variabile *Numero di investimenti* e la variabile *Compagnie in portafoglio*. La motivazione del perché questo sia il coefficiente maggiore è intuitiva: ogni volta che un Angel investe in un'impresa aumenterà il numero di investimenti generali effettuati).

Non sussistono quindi problemi di multicollinearità tra regressori.

	Age	Industr y	Compa niesin ortfolio	Ninvest imenti	BAshar e	BAN
Age	1.0000					
Industry	0.0315	1.0000				
Companiesinportfoli o	-0.1005	0.0038	1.0000			
Ninvestimenti	-0.0500	-0.0115	0.5920	1.0000		
BAshare	-0.1389	-0.3052	-0.1741	-0.2017	1.0000	
BAN	-0.2811	-0.1237	0.1568	0.0632	-0.1968	1.0000

Tabella 6 Matrice di correlazione di Pearson. Fonte: elaborazione propria.

3.3. RISULTATI E DISCUSSIONE

La tabella alla pagina seguente mostra i risultati ottenuti nella stima dei tre modelli empirici utilizzando il modello di regressione logistica ordinale, ponendo come variabili dipendenti i tre indicatori precedentemente enunciati e costruiti rispettivamente utilizzando EBITDA, Patrimonio Netto e Net Income per il primo indicatore, Ricavi, Patrimonio Netto e Net Income per il secondo indicatore, Patrimonio Netto e Net Income per il terzo indicatore.

Per ogni variabile si riportano il coefficiente β stimato con relativo segno, il livello di significatività osservato (o *p-value*) del test sul coefficiente stesso e il livello di significatività espresso in forma abbreviata utilizzando gli asterischi nella seguente maniera: (*) *p-value*<0.10, (**) *p-value*<0.05, (***) *p-value*<0.01.

Nell'ultima sezione della tabella si riportano invece per ogni modello: il numero di osservazioni utilizzate dal programma STATA per effettuare la regressione, il numero di

entità usate da STATA per effettuare la regressione, il Wald chi square e il relativo p-value.

		Modello 1	Modello 2	Modello 3
<i>Companiesinportfolio</i>	β_1	-0.2526167 (0.018)**	-0.02989665 (0.012)**	-0.147786 (0.168)
<i>Ninvestimenti</i>	β_2	0.1999572 (0.001)**	0.2938919 (0.000)***	0.1856746 (0.003)***
<i>BAshare</i>	β_3	2.712514 (0.008)***	4.074928 (0.000)***	3.204216 (0.002)***
<i>BAN</i>	β_4	0.971161(0.021)*	1.204681 (0.011)**	0.8074643 (0.057)*
<i>Industry</i>	β_5	-0.0161617(0.486)	0.0061372 (0.813)	-0.0012302 (0.958)
<i>Age</i>	β_6	0.0401106(0.518)	-0.0243334 (0.729)	0.0424293 (0.501)
Number of obs.=		423	415	426
Number of groups=		119	119	119
Wald chi2		21.55	30.75	18.09
Prob>chi2		0.0015	0.0000	0.0060

Tabella 7. Fonte: elaborazione propria.

Il *Wald test*⁵⁶, un test utilizzato per verificare se una variabile dipendente ha un rapporto statisticamente significativo con le variabili indipendenti, risulta significativo per tutti e tre i modelli di regressione sviluppati:

⁵⁶ Si tratta di un test che prende il nome da colui che lo ha ideato, Abraham Wald. Con esso vengono confrontati la stima di massima verosimiglianza del parametro di interesse e un valore proposto, assumendo che la loro differenza sia approssimabile con una normale. Si è soliti confrontare il quadrato di questa differenza con una distribuzione Chi-quadro o, in alternativa, con una normale.

- nel primo modello ad un *Wald chi quadro* di 21.55 corrisponde un p-value di 0.0015;
- nel secondo modello ad un *Wald chi quadro* di 30.75 corrisponde un p-value di 0.0000;
- nel terzo modello ad un *Wald chi quadro* di 18.09 corrisponde un p-value di 0.0060.

Ciò sta a significare che in tutti i modelli proposti la variabile dipendente può essere spiegata dalle variabili indipendenti utilizzate.

Il numero di entità utilizzate da STATA ed il numero di osservazioni risultano soddisfacenti per poter eseguire la regressione.

Le *variabili di controllo*, età dell'impresa e settore, non presentano segni coerenti in tutti e tre i modelli utilizzati. In particolare, il settore sembrerebbe influenzare negativamente le performance delle imprese secondo il primo e il terzo modello, mentre sembrerebbe influenzarle positivamente in base al secondo modello.

Lo stesso accade per quanto riguarda l'età dell'impresa: il primo e il terzo modello suggeriscono che essa influenzi positivamente le performance delle imprese, mentre il secondo suggerisce che imprese più avanti con l'età ottengano performance peggiori.

Per entrambe le variabili di controllo quindi, il secondo modello, quello in cui l'indicatore di performance è stato costruito utilizzando ricavi, Patrimonio Netto e Net Income, sembra discordare con gli altri due. Ciononostante, nel caso di imprese startup, si è portati a dare ragione ai due modelli che sono coerenti nei segni: per imprese che si trovano nelle prime fasi del ciclo di vita, infatti, si può dire che l'età influenzi positivamente le performance, in quanto solo con il passare degli anni tali realtà potranno trovare una posizione nel mercato di riferimento, reperire adeguate fonti di finanziamento, far conoscere i propri prodotti e/o servizi e trovare un assestamento dal punto di vista della governance.

Anche per quanto riguarda il settore di attività prevalente, si è portati a dire che esso possa influenzare negativamente le performance delle imprese, soprattutto se trattasi di settori in difficoltà a causa di particolari cicli economici negativi. Non si può non

ricordare infatti che gli anni per i quali si è svolta l'analisi vanno dal 2011, anno della crisi del debito sovrano, al 2014.

Tuttavia, per entrambe le variabili di controllo ed in tutti i modelli proposti, a queste è associato un *p-value* ampiamente superiore allo 0.1, quindi si può concludere che il modello non trovi delle prove di una relazione tra settore di attività prevalente ed età dell'impresa con performance dell'impresa stessa.

Passando ora alle *variabili indipendenti*, si fornisce in seguito un'analisi prendendo in considerazione i tre modelli utilizzati.

Riguardo la relazione tra numero di compagnie presenti nel portafoglio investimenti del Business Angel al momento del nuovo investimento e le performance della nuova impresa finanziata, si può notare come il segno dei coefficienti sia coerente e negativo in tutti i modelli utilizzati. Questo suggerisce dunque che un maggior numero di imprese nel portafoglio investimenti del Business Angel influenzi negativamente le performance della nuova impresa finanziata. Ciò è in linea con l'ipotesi iniziale H3, in base alla quale si era assunto che la relazione fosse negativa.

Per i primi due modelli l'influenza esercitata dal numero di imprese nel portafoglio investimenti del Business Angel sulle performance è statisticamente significativa, con un *p-value* in entrambi i casi minore di 0.05. Non può dirsi lo stesso, invece, per il terzo modello, nel quale il *p-value* è pari a 0.168.

L'interpretazione di tale risultato sta nel fatto che la decisione di finanziare più imprese potrebbe far sì che il processo di analisi delle stesse venga svolto più sommariamente, proprio a causa della molteplicità di aziende da valutare. Come affermato nel capitolo 2, infatti, tra le diverse fasi del processo di investimento vi sono quella del monitoraggio e della gestione dell'impresa, durante le quali l'investitore dovrebbe apportare il proprio contributo non monetario, fatto di conoscenze ed esperienza. L'investitore dovrà quindi osservare l'andamento dell'impresa finanziata per poter contribuire alla soluzione di eventuali criticità e potrà capire se l'andamento è in linea con gli obiettivi prefissati. Ecco che, allora, quando il numero di imprese da monitorare diventa troppo elevato, la performance delle stesse potrebbe risentirne.

Riguardo la relazione tra il numero di investimenti generali effettuati dal Business Angels prima di finanziare la nuova impresa e le performance di quest'ultima, il segno dei coefficienti risulta coerente e positivo in tutti i modelli proposti. Questo porta ad affermare che il numero di investimenti effettuati dall'Angel Investor influenza positivamente le performance dell'impresa finanziata. Si tratta di un risultato in linea con l'ipotesi iniziale H4, in base alla quale si era assunto che la relazione tra le due variabili fosse positiva.

Per tutti e tre i modelli utilizzati la relazione tra numero di investimenti effettuati dall'Angel e performance dell'impresa è statisticamente significativa, con un *p-value* minore di 0.05 nel primo modello e minore di 0.01 nel secondo e nel terzo modello.

L'interpretazione di questo risultato può essere ricavata pensando che al fatto che i Business Angel abbiano già effettuato degli investimenti in passato ha fatto maturare in essi una maggiore esperienza nel settore dell'*angeling*. Di conseguenza, con una maggiore esperienza di investimenti finanziari alle spalle, in aggiunta a quella lavorativa passata, magari nello stesso settore in cui opera l'impresa finanziata, saranno capaci di scegliere le imprese con più ampi margini di crescita futura.

Riguardo la relazione tra la partecipazione attiva del Business Angel alla vita dell'impresa e le performance dell'impresa stessa, il segno dei coefficienti risulta coerente e positivo in tutti i tre modelli di regressione utilizzati per l'analisi. Questo significa che la partecipazione attiva del Business Angel alla vita dell'impresa influenza positivamente i risultati che la stessa impresa ottiene. Si tratta di un risultato in linea con l'ipotesi iniziale H2, in base alla quale si era assunto che la relazione tra le due variabili fosse positiva.

Per tutti e tre i modelli la relazione tra coinvolgimento attivo degli Angel e performance delle imprese finanziate è molto significativa, tanto che il *p-value* risulta minore di 0.01 in tutti i casi.

L'interpretazione del risultato ottenuto è in linea con quanto è comunemente constatato, ossia che i Business Angels contribuiscano nelle società da essi finanziate non solo a livello monetario ma anche in altri modi, come ad esempio affiancando imprenditore e dirigenti aziendali, allargando le opportunità di networking e di business in base alle proprie conoscenze ed esperienze o mettendo a punto sistemi di governance

e di controllo interno. Ciò viene spiegato dalla letteratura asserendo alla somiglianza tra imprenditore e finanziatore, come affermato nel paragrafo 3.1.1. L'effetto positivo del coinvolgimento attivo degli Angels può essere riscontrato anche nel guadagno che possono ottenere sul loro investimento al momento dell'uscita, in quanto anche grazie ad essi l'impresa aumenta di valore.

Riguardo, infine, alla relazione tra l'adesione dell'Angel Investor ad un Business Angel Network e le performance dell'impresa finanziata, il segno dei coefficienti risulta essere coerente e positivo in tutti i tre modelli utilizzati per eseguire le regressioni. Ciò sta a significare che l'adesione del Business Angel ad un Business Angel Network influenza positivamente le performance dell'impresa nella quale ha investito. Si tratta, anche in questo caso, di un risultato in linea con l'ipotesi di partenza H1, in base alla quale si era assunto che la relazione tra le due variabili fosse positiva.

Per tutti e tre i modelli utilizzati la relazione tra adesione ad un Business Angel Network e performance dell'impresa finanziata è statisticamente significativa, con un *p-value* inferiore a 0.1 nel primo e nel terzo modello e con un *p-value* inferiore a 0.05 nel secondo modello.

La spiegazione a tale relazione risiede nel fatto che facendo parte di un Business Angel Network un investitore ha una gamma più ampia di opportunità di investimento tra le quali scegliere. Oltre a ciò, l'adesione ad un Business Angel Network permette agli investitori di condividere informazioni e conoscenze maturate nel corso delle proprie esperienze.

CONCLUSIONI

Questo lavoro si è proposto di studiare le performance delle imprese finanziate dai Business Angels condizionate ad un insieme di variabili indipendenti relative a pratiche di investimento degli stessi (numero di compagnie in portafoglio, numero di investimenti effettuati, coinvolgimento attivo all'interno dell'impresa finanziata, adesione ad un *Business Angels Network*).

Nello svolgimento del lavoro si è utilizzata una metrica ordinale diversa dalle misure di performance che vengono utilizzate comunemente, che meglio si adattasse alle caratteristiche di imprese che si trovano nelle fasi iniziali del loro ciclo di vita. In

particolare, sono stati costruiti tre indicatori di performance utilizzati come variabili dipendenti che differenziano le imprese in base a quattro misure principali: EBITDA, Patrimonio Netto, Net Income e Ricavi.

Le ipotesi di partenza per l'analisi sono state formulate partendo da un dataset di 119 imprese finanziate da Business Angels ed estratte da database contenenti informazioni quantitative e qualitative come ORBIS e AIDA, poi compattate in un unico file Excel.

I risultati ottenuti evidenziano come la performance delle aziende selezionate sia influenzata negativamente dal numero di imprese presenti nel portafoglio investimenti del Business Angel e ciò fa intendere che quando il numero di imprese che l'investitore deve monitorare diventa troppo elevato, egli avrà delle difficoltà ad apportare i propri contributi non monetari, come esperienza e conoscenza, cruciali per la futura crescita, a tutte quante.

L'appartenenza ad un Business Angel Network, invece, è positivamente correlata con la performance delle società finanziate dai Business Angels. Come già affermato nei precedenti paragrafi, l'emergere di associazioni di Angels ha trasformato in modo significativo il mercato dell'*angeling*. Aderendo ad un Business Angel Network, infatti, agli Angel Investor può essere offerta un'ampia gamma di opportunità, tra le quali la possibilità di beneficiare di un flusso di operazioni di qualità superiore, ma anche di effetti di informazione e condivisione delle conoscenze che si verificano all'interno di questi gruppi. La possibilità per gli investitori meno esperti di poter condividere informazioni e conoscenze con Angels con maggiore esperienza è un'altra preziosa opportunità che potrebbe aumentare la loro futura capacità di contribuire al processo di crescita delle imprese finanziate. Un Network di Business Angel può garantire agli stessi l'accesso a informazioni di qualità superiore sulle startup e sui loro margini di crescita all'interno del loro settore di attività prevalente.

Il lavoro mette in luce che il coinvolgimento attivo del Business Angel nella vita dell'impresa influenza positivamente le performance della stessa. Gli investitori, infatti, possono contribuire alle società finanziate al di là del loro investimento in denaro, ad esempio affiancando l'imprenditore e i dirigenti aziendali e fornendo una serie di conoscenze che permettano all'azienda di espandersi e far conoscere il proprio prodotto

o servizio. Il risultato ottenuto su questo aspetto è in linea con quanto affermato dalla seppur limitata letteratura esistente: Madill et al., nel 2005, hanno infatti riscontrato una relazione positiva tra i contributi non monetari apportati dagli Angels e la probabilità di ottenere successivi finanziamenti di venture capitalist da parte delle imprese. Come affermato nei precedenti paragrafi, inoltre, il coinvolgimento post-investimento dei Business Angel, soprattutto nella forma del mentoring, ha un impatto positivo sul guadagno che gli investitori stessi hanno sui loro investimenti e può accrescere significativamente il valore dell'impresa.

Dai risultati ottenuti si può infine evincere che il numero di investimenti effettuati dai Business Angels prima di finanziare nuove imprese influenza positivamente le performance delle stesse. Il fatto che i Business Angel abbiano già esperienza nel campo degli investimenti contribuisce in maniera rilevante alla loro capacità di selezionare imprese con margini di crescita più ampi. Nel caso dei Business Angels, all'esperienza nel campo degli investimenti va inoltre sommata quella eventualmente maturata in campo lavorativo nello stesso settore o in un settore simile a quello dell'impresa che sono intenti a finanziare e ciò, unitamente al coinvolgimento attivo post-investimento, fa sì che la società possa raggiungere risultati migliori.

In conclusione, questa tesi vuole contribuire a estendere il lavoro e le ricerche sulle performance delle società finanziate dai Business Angels, fino ad oggi molto limitate. Dai risultati ottenuti si possono ricavare ottimi spunti di riflessione per estendere il lavoro svolto: dati più dettagliati e serie storiche più ampie, ad esempio, permetterebbero di svolgere un'analisi più approfondita dei fattori che influenzano le performance delle imprese finanziate dagli Angels, così come la raccolta di ulteriori variabili che spieghino più precisamente le pratiche di investimento di questi soggetti.

BIBLIOGRAFIA

A. Bris, I. Welch e N. Zhu, (2006), *The costs of bankruptcy: Chapter 7 liquidation versus Chapter 11 reorganization*, Journal of Finance.

Aernoudt, R. , Josè, S.A. , Roure, J. , (2007), *Executive forum: public support for the business angel market in Europe –a critical review*.

Aleman, L., Villanueva, J., (2015), *Early Stage Investors' Criteria and New Venture Financial Performance: Are They Related?*.

Audinga Baltrunaite, Elisa Brodi, Sauro Mocetti (2019), *Assetti proprietari e di governance delle imprese italiane: nuove evidenze e effetti sulla performance delle imprese*.

Berger A.N., Udell G.F. (1998), *The economics of small business finance: The roles of private*

Bertoni et al., al., (2011), *Venture capital financing and the growth of high-tech start-ups:*

Bonini, S., Capizzi, V. e Zocchi, P. (2018), *The performance of angel-backed companies*, School of Business at Stevens Institute of Technology, Department of Economics and Business Studies, Università del Piemonte Orientale, SDA Bocconi School of Management.

Bonnet, C. , Wirtz, P. , Haon, C. , (2013), *Liftoff: when strong growth is predicted by angels and fuelled by professional venture funds*.

Brav e Gompers, (1997), *Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies*.

Chemmanur et al., (2011), *How Does Venture Capital Financing Improve Efficiency in Private Firms? A Look Beneath the Surface*.

Croce e Martí, (2016), *Productivity Growth in Private Equity-Backed Family Firms*.

Croce et al., (2013), *The Impact of Venture Capital on the Productivity Growth of European Entrepreneurial Firms: 'Screening' or 'Value Added' Effect?*.

Cumming, D., Zhang, M., (2018), *Angel Investors Around the World*.

Davila et al., (2003), *Venture capital financing and the growth of startup firms. Disentangling treatment from selection effects.*

E. Bonelli e F. Giordano, (2007), "Governance e struttura finanziaria delle imprese italiane", Il Mulino- Revisteweb.

E.I. Altman, (1984), *A further empirical investigation of the bankruptcy cost question*, Journal of Finance.

Emilia Bonaccorsi di Patti e Paolo Finaldi Russo, *Fragilità finanziaria delle imprese e allocazione del credito.*

Engel e Keilbach, (2007), *Firm-level implications of early stage venture capital investment -- An empirical investigation.*

Engel, (2002), *The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation. equity and debt markets in financial growth cycle*, Journal of Banking & Finance.

G. Andrade e S.N. Kaplan, (1998), *How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed*, Journal of Finance.

Goldfarb, B. , Hoberg, G. , Kisch, D. , Triantis, A. , (2014), *Are Angels Different? An Analysis of Early Venture Financing.*

Grilli e Murtinu, (2014), *Government, Venture Capital and the Growth of European High-Tech Entrepreneurial Firms.*

Hellman e Puri, (2000), *The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital.*

J. Ang, J. Chua e J. McConnell, (1982), *The administrative costs of bankruptcy: a note*, Journal of Finance.

J.B. Warner e M.J. White, (1983), *Bankruptcy costs and the new bankruptcy code*, Journal of Finance.

Kerr et al., (2014), *The Consequences of Entrepreneurial Finance: Evidence from Angel Financings.*

Kortum e Lerner, (2001), *Does venture capital spur innovation?.*

L.A. Weiss, (1990), *Bankruptcy resolution: direct costs and violation of priority of claims*, Journal of Finance Economics.

Levratto, N., Tessier, L., Fonrouge, C., (2017), *Business performance and angels presence: a fresh look from France 2008-2011*.

M. Dallochio e A. Salvi, (2004), *Struttura finanziaria: principi fondamentali - Finanza aziendale, Analisi e valutazioni per le decisioni aziendali*.

Madill, J.J. , Haines Jr., G.H. , Riding, A.L. , (2005), *The role of angels in technology SMEs: a link to venture capital*.

Puri e Zarutskie, (2012), *On the Life Cycle Dynamics of Venture-Capital- and Non-Venture-Capital-Financed Firms*.

Shane, S., (2000), *Prior knowledge and the discovery of entrepreneurial opportunities*.

Sorheim, R. and Landström, H., (2001), *Informal Investors – A Categorisation With Policy Implications*.

Università Ca Foscari Venezia, Dipartimento di Management, *Politiche Finanziarie Aziendali*, Mc Graw-Hill.

Van Osnabrugge, M. and Robinson, R. J., (2000), *Angel Investing: matching start-up funds with start-up companies*.

Y. Bar-Or, (2000), *An investigation of expected financial distress costs*, articolo non pubblicato, Wharton School, University of Pennsylvania.

SITOGRAFIA

- Agenda digitale, <https://www.agendadigitale.eu/industry-4-0/pmi-e-startup-perche-e-difficile-trovare-finanziatori-e-come-risolvere/>.
- Azimutdirect, <https://azimutdirect.com/it/blog/educazione-finanziaria/minibond-definizione-e-normativa>.
- Bebeez, <https://bebeez.it/studi-e-approfondimenti/investimenti-in-calco-a-66-mld-di-euro-per-private-equity-e-venture-capital-in-italia-nel-2020-mentre-la-raccolta-estera-quasi-scompare-lo-calcolano-aifi-e-pwc/>.
- Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/ammortamento.htm>.
- Brocardi, <https://www.brocardi.it/dizionario/2798.html>.
- Crowd-funding, <https://www.crowd-funding.cloud/it/donation-135.asp>.
- Crowd-funding, <https://www.crowd-funding.cloud/it/donation-232.asp>.
- Crowd-funding, <https://www.crowd-funding.cloud/it/reward-233.asp>.
- Economyup, <https://www.economyup.it/innovazione/equity-crowdfunding-che-cose-come-funziona-e-tutte-le-piattaforme-per-startup-e-pmi/>.
- Farmamanager, <https://news.farmamanager.academy/anticipo-salvo-buon-fine#:~:text=L'anticipo%20salvo%20buon%20fine,le%20sole%20commissioni%20d'incasso>.
- Financial Times, *FT.com*.
- Innexa, <https://www.innexa.it/thursday-talk-intervista-a-paolo-anselmo/>.
- Innovazioneblog, <https://innovazioneblog.wordpress.com/2013/05/20/che-cose-leconomia-dei-contratti-e-perche-tutti-i-contratti-sono-incompleti/>.
- Money.it, <https://www.money.it/Crowdfunding-reward-based-cos-e-come-funziona>.
- Mutui online, <https://mutuionline.24oreborsaonline.ilsole24ore.com/guide-mutui/domande-frequenti/cos-e-un-mutuo.asp>.
- Oxygenworld, <https://www.oxygenworld.it/cose-un-business-angel/>.
- Rendimento etico, <https://www.rendimentoetico.it/p/lending-crowdfunding>.

- Spreadeconomics,
<https://www.spreadeconomics.com/2021/03/21/internazionalizzazione-delle-imprese-il-contesto-taliano/#:~:text=L'internazionalizzazione%2C%20ossia%20la%20possibilit%C3%A0,sopravvivenza%20e%20la%20crescita%20aziendale.>
- Startupbusiness, *[https://www.startupbusiness.it/cose-un-business-angel-e-come-puo-finanziare-la-startup/88557/.](https://www.startupbusiness.it/cose-un-business-angel-e-come-puo-finanziare-la-startup/88557/)*
- Wikipedia,
https://it.wikipedia.org/wiki/Angel_investor#Storia_degli_angel_investor.
- Wikipedia,
https://it.wikipedia.org/wiki/Apertura_di_credito_in_conto_bancario.
- Wikipedia, *<https://it.wikipedia.org/wiki/Autofinanziamento.>*
- Wikipedia, *https://it.wikipedia.org/wiki/Modello_principale-agente.*
- Wikipedia, *https://it.wikipedia.org/wiki/Prestito_obbligazionario.*