



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale

in Economia e Finanza

Tesi di Laurea magistrale

I Business Angels e il loro legame con i Founders:

un'analisi empirica della loro influenza sulle performance aziendali.

Relatore

Ch. Prof.ssa Elisa Cavezzali

Laureando

Mattia Zago

Matricola 868964

Anno Accademico

2021 / 2022

SOMMARIO

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1.....	4
1.1 I finanziamenti alternativi	4
1.2 I business angels	6
1.2.1 Nuove imprese: peculiarità e ciclo delle fonti di finanziamento	6
1.2.2 Le caratteristiche dei business angels	8
1.2.3 Il mercato dei Business Angels e il caso italiano.....	13
1.3 Le differenze tra investitori informali e formali: complementarità o sostituzione?.....	19
1.4 Il ruolo dello Stato nel supporto ai business angels	22
CAPITOLO 2.....	28
2.1 Introduzione all'omofilia.....	28
2.1.1 Definizione e tipologie	28
2.1.2 Le cause dell'omofilia.....	31
2.1.3 Le teorie funzionalistiche, una contrapposizione all'omofilia	32
2.2 L'omofilia in campo economico	34
2.2.1 L'influenza dell'omofilia nei rapporti economici	34
2.2.2 Il ruolo dell'omofilia nella disparità di genere.....	36
2.2.3 Il rapporto omofilia-performance	39
CAPITOLO 3.....	43
3.1 Ipotesi di ricerca	43
3.1.1 BA ed esperienza imprenditoriale	43
3.1.2 BA ed istruzione economica	44
3.1.3 BA e quota di proprietà	45

3.1.4 Founders e rete di relazioni	46
3.2 Dati e metodologie	47
3.2.1 Dataset	47
3.2.2 Il modello econometrico	48
3.2.3 Le variabili del modello	49
3.3 I risultati dell'analisi empirica	52
3.3.1 Statistiche descrittive	52
3.3.2 Risultati del modello	55
CONCLUSIONE	61
BIBLIOGRAFIA	63
SITOGRAFIA	67

INTRODUZIONE

Con il passare degli anni il numero di investitori informali sta aumentando sempre più e gli imprenditori, in particolare coloro i quali hanno fondato startups e PMI, stanno sempre più facendo affidamento a finanziamenti provenienti da questi soggetti per poter sviluppare la loro idea di business e la loro attività. In particolare, una figura molto peculiare ed importante, che appartiene al gruppo degli investitori informali, prende il nome di Business Angel. Tali “finanziatori angelici” con il tempo hanno assunto sempre più importanza all’interno del mondo economico, in quanto, in aggiunta a quanto appena affermato, consentono di superare e colmare il cosiddetto *primary equity gap*, il quale rappresenta il vuoto di finanziamenti che le imprese nelle loro prime fasi di vita generalmente subiscono e che può minare la loro continuità aziendale. Ecco la motivazione che porta questi soggetti ad essere definiti con l’appellativo di “angeli”, in quanto con la loro attività sono in grado di “salvare” tutte quelle imprese che possiedono un elevato potenziale ma mancano loro i fondi necessari.

Per il ruolo che essi ricoprono e per gli sviluppi che sicuramente in questo settore si avranno in futuro, si è deciso di realizzare questo lavoro con l’obiettivo sia di chiarire il loro ruolo ed il loro *modus operandi*, sia di comprendere quali aspetti li caratterizzano maggiormente e consentano loro di sviluppare più agilmente i business e la performance delle imprese in cui hanno deciso di investire.

Nel primo capitolo si potrà comprendere le principali caratteristiche che rendono questi soggetti unici e molto diversi rispetto ad altre tipologie di investitori ed anche come avviene il processo decisionale che porta un finanziatore angelico ad investire in una determinata impresa. Inoltre, verrà approfondito il tema riguardante il loro mercato e il ruolo dei Networks, quale modalità per rendere tale mercato meno informale e permettere a più BAs di operare congiuntamente. Ci sarà infine una disanima su come gli Stati possono supportare la loro attività, considerata fondamentale per gli aspetti visti prima.

Il secondo capitolo darà spazio all'approfondimento del concetto di homophily, dapprima in linea generale e poi focalizzandosi sull'influenza che essa assume sullo sviluppo delle relazioni in campo economico-finanziario. Tale lavoro si basa sulla consapevolezza che una delle caratteristiche principali dei business angels è che essi tendono a prediligere il contatto diretto con l'imprenditore nello svolgimento della loro attività di investimento. Sulla base di tutto ciò, quindi, le relazioni sociali svolgono un ruolo essenziale e possono determinare la buona, o mancata, riuscita di un business. Studiare dunque come l'omofilia agisce all'interno delle relazioni risulta molto importante.

Infine, il terzo ed ultimo capitolo di questo lavoro si concentrerà su un progetto di analisi empirica che permetterà di analizzare come la performance delle imprese, oggetto dello studio, possa essere influenzata in modo positivo o negativo da alcune variabili rappresentanti alcune caratteristiche di business angels ed imprenditori. Si vuole dunque comprendere se alcuni fattori specifici abbiano un effetto diretto sulla performance di un'impresa.

CAPITOLO 1

1.1 I finanziamenti alternativi

Negli anni successivi al 2008, e quindi successivi alla grave crisi dei mutui sub-prime, l'ammontare di finanziamenti alternativi è cresciuto nel tempo e questo in parte fu dovuto alla stretta creditizia (*credit crunch*) del sistema bancario. Le imprese, infatti, per poter finanziare le proprie attività e per perseguire i propri business videro sempre più nei finanziamenti alternativi un modo per poter superare il problema di liquidità del mercato. È bene comunque evidenziare che tali finanziamenti alternativi non sono da considerarsi (come dice il loro nome) delle vere e proprie alternative al credito bancario, ma vanno considerati maggiormente in senso di complementarità con il credito erogato dal sistema bancario. Fin da questa prima istanza, risulta dunque immediatamente comprensibile l'importanza che riveste l'approfondimento e l'analisi di queste forme di finanziamento, in quanto permeano il tessuto economico soprattutto con riguardo alle piccole e medie imprese (PMI), ma non solo.

Esistono varie forme di finanziamenti alternativi, come ad esempio:

- 1) Minibond;
- 2) PIR;
- 3) finanziamenti pubblici;
- 4) Crowdfunding;
- 5) Invoice Trading;
- 6) Private Equity e Venture Capital.

I minibond sono titoli obbligazionari a medio-lungo termine che possono essere utilizzati dalle PMI, con più di 2 milioni di fatturato o almeno 10 dipendenti, per ottenere fondi da investitori istituzionali.

I PIR, ovvero Piani Individuali di Risparmio, sono sempre una forma di finanziamento a medio-lungo termine, ma tali Piani hanno l'obiettivo di allocare parte delle risorse

finanziarie delle famiglie a supporto del sistema imprenditoriale italiano; infatti, i PIR prevedono di investire almeno il 70% del capitale raccolto in PMI.

Un'altra forma rilevante di finanziamenti alternativi risulta essere quella appartenente al mondo dei finanziamenti pubblici; in Italia, lo Stato può garantire per le imprese agevolando così i loro rapporti con il mondo del credito (si parla di “fondo di garanzia”); oppure per quanto concerne le startup più innovative, lo Stato può erogare risorse senza interessi per l'acquisto di beni di investimento o per il sostenimento di costi di gestione aziendale (si parla del progetto “Smart&Start Italia¹”).

Non può naturalmente mancare come forma di finanziamento alternativa il crowdfunding, che sostanzialmente si basa su una raccolta fondi con lo scopo di cercare sostenitori per il finanziamento di determinati progetti. In Italia questo finanziamento collettivo consente attraverso portali online (preventivamente autorizzati da Consob) di fornire fondi ad esempio volti al finanziamento di startup o progetti di interesse comune ai partecipanti di tale processo.

Anche l'avanzamento tecnologico ha consentito lo sviluppo di nuove forme di finanziamento; un esempio di tutto ciò lo ritroviamo nell'“Invoice Trading”, il quale può essere considerato una forma di finanziamento FinTech. L'Invoice Trading offre la possibilità alle imprese di cedere i propri crediti commerciali per ricevere soldi in anticipo (generalmente corrispondenti all'80/90% dell'importo del credito) ed il tutto viene svolto all'interno di una piattaforma online, la quale attribuisce un rating ad ogni singola fattura da vendere.

Infine, un'altra importante forma di finanziamento alternativa è rappresentata dal cosiddetto Venture Capital e Private Equity. Esse rappresentano una modalità di finanziamento attraverso la quale determinati soggetti (fondi di investimento o persone fisiche) investono nel capitale di rischio di un'impresa con elevate potenzialità di crescita in varie fasi del suo ciclo di vita. Si parla di Venture Capital se il finanziamento avviene nella fase iniziale o startup, si parla invece di Private Equity

¹ Smart&Start Italia è un fondo che ha l'obiettivo di sostenere la nascita e lo sviluppo delle startup innovative, istituito con decreto del Ministero dello Sviluppo Economico e gestito da Invitalia.

se il finanziamento avviene quando l'impresa è più matura o ha raggiunto lo stadio di PMI. In particolare, si può poi distinguere un venture capital "formale" quando il finanziamento avviene da parte di un fondo specializzato da un venture capital "informale" quando il finanziamento viene apportato da parte di persone fisiche, i c.d. business angels. Quest'ultimi saranno l'oggetto principale di questa trattazione.

1.2 I business angels

1.2.1 Nuove imprese: peculiarità e ciclo delle fonti di finanziamento

Dagli anni '90 in poi si è assistito sempre più ad una sensibilizzazione verso i finanziamenti alle piccole e medie imprese, soprattutto con riguardo alle nuove imprese appartenenti ai settori *high tech* emergenti; al centro delle riflessioni risultavano esserci le tipologie di finanziamento più adeguate alle fasi di vita delle PMI in crescita, la natura dei contratti di private equity e il grado di sostituibilità tra le varie forme di finanziamento. Inoltre, è bene evidenziare che le PMI sono caratterizzate da un'opacità informativa, che le distingue dalle grandi imprese (Allen N. Berger, Gregory F. Udell, 1998). A dimostrazione di ciò, basti osservare che le piccole imprese, in generale, stipulano contratti che non sono pubblicamente visibili ed in aggiunta, i loro clienti e fornitori vengono tenuti privati. Se oltre a tutto questo, si aggiunge il fatto che le PMI ai finanziatori esterni comunicano un set informativo molto più limitato rispetto a quanto fanno le grandi imprese, ecco che l'opacità informativa di cui sono caratterizzate può costituire un problema per la ricerca di fondi al fine di finanziarsi. I mercati di private equity svolgono dunque un ruolo molto importante perché possiedono meccanismi per superare queste difficoltà, potendo così finanziare tali piccole imprese, anche nelle loro fasi iniziali.

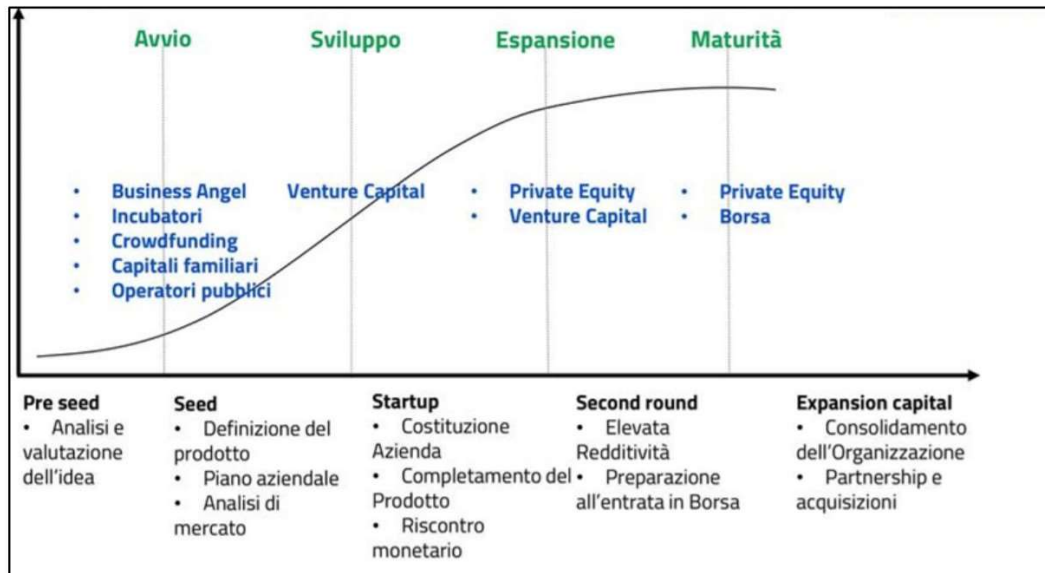
Si può affermare che le PMI possiedono un ciclo di crescita all'interno del quale i bisogni finanziari e le relative opportunità cambiano a mano a mano che l'impresa

cresce. Nella primissima fase di vita, quando l'imprenditore sta ancora sviluppando il prodotto e le attività dell'impresa sono ancora per lo più immateriali, fondamentale è il ruolo della cosiddetta *insider finance*, ovvero i capitali messi a disposizione dell'impresa da parte dell'imprenditore e, ad esempio, dei familiari e degli amici. Successivamente, quando avviene lo sviluppo formale del business plan, ma comunque ci si trova in una fase caratterizzata da un'elevata opacità informativa, l'impresa può contare sulla *angel finance*, dove i business angels assumono una valenza fondamentale, in quanto sono in grado di supportare l'impresa in una fase della sua vita particolarmente delicata, quella iniziale, caratterizzata, come visto, da una forte opacità dal punto di vista informativo che non le consente di ricevere finanziamenti da banche e da altri intermediari. I business angels permettono quindi di colmare il cosiddetto *primary equity gap*, ovvero il possibile vuoto di finanziamenti con cui le imprese devono fare i conti nei primi stadi di sviluppo (Mason and Harrison 2000; Hall and Lerner 2010; Landström and Mason 2016; Wilson, Duruflè, and Hellmann 2018, in Stefano Bonini & Vincenzo Capizzi, 2019). Nelle fasi successive, quando l'impresa comincia a crescere ed il suo prodotto viene testato sul mercato, si aprono nuove possibilità di finanziamento, in particolare attraverso i fondi di venture capital, che quindi intervengono in una fase "più matura" rispetto ai business angels.

Con riguardo invece a banche ed altre società di finanziamento, alcuni studi hanno dimostrato come esse siano disposte a finanziare un'impresa solamente quando quest'ultima raggiunge determinati livelli di produzione che le consentono di avere tra gli attivi di bilancio attività tangibili, che possono essere utilizzate a titolo di garanzia (come, ad esempio, inventario ed attrezzature).

Il ciclo di vita di una startup lo si può osservare dalla *figura 1*.

Figura 1: ciclo di vita di una startup.



Fonte: VentureUp (AIFI, Fondo Italiano di Investimento)

Il seguente paragrafo provvederà all'analisi delle caratteristiche di questi investitori informali, un successivo approfondimento del loro mercato ed inoltre degli aspetti principali che distinguono business angels e venture capitalist.

1.2.2 Le caratteristiche dei business angels

I business angels sono investitori informali dotati di un'elevata esperienza in campo manageriale ed imprenditoriale, in quanto molto spesso sono ex imprenditori o manager in pensione in possesso di un ampio background.

Tali soggetti, generalmente, investono in startup che operano in settori di loro conoscenza, in cui nella maggior parte dei casi hanno già operato e alle quali, per questo motivo, non apportano esclusivamente denaro, ma anche le loro conoscenze e competenze a supporto dei giovani imprenditori che potrebbero peccare di inesperienza, non avendo il medesimo ricco background. È bene evidenziare fin dal principio che risulta errato pensare che le motivazioni che portano un ex imprenditore

ad investire in startup siano esclusivamente economiche, infatti, molto spesso la scelta deriva dalla volontà di avere successo nel business e di mettersi in gioco. La loro motivazione, dunque, non è solo il ritorno sui loro investimenti, ma anche la sfida di avere successo in un nuovo progetto (Rudy Aernoudt, 1999).

Risulta importante fare dunque una prima classificazione in base ai servizi che i business angels mettono a disposizione delle PMI:

- *Active Angels*: investitori che oltre a finanziare determinati progetti, mettono a disposizione le loro competenze manageriali ed imprenditoriali;
- *Passive Angels*: i quali non offrono servizi aggiuntivi oltre al finanziamento.

Invece, in base all'esperienza si possono classificare come:

- i *Virgin Angels*, ovvero tutti quei business angels che non possiedono esperienza;
- i *Beginner Angels*, che hanno investito in non più di dieci imprese;
- Gli *Experienced Angels*, che sono coloro che hanno investito in più di dieci imprese.

In generale, comunque, si riscontrano delle caratteristiche che accomunano tutti questi investitori, le quali sono ricorrenti e molto spesso consentono di distinguerli da altre tipologie di investitori. Rudy Aernoudt (1999) individua sostanzialmente cinque caratteristiche principali per identificare i business angels:

- 1) sono soggetti dotati di esperienza in campo manageriale e imprenditoriale;
- 2) hanno tra i 35 e i 65 anni;
- 3) hanno venduto le loro attività a condizioni vantaggiose;
- 4) sono generalmente interessati a quote di minoranza;
- 5) investono meno del 25% della loro attività totale.

Per quanto concerne l'età, infatti, nella maggior parte dei casi si tratta di persone non troppo anziane ma comunque dotate di esperienza, in quanto questi investimenti sono mediamente a lungo termine ed in linea generale la loro volontà è quella di seguire il progetto di investimento e di osservare come si evolve il business in cui hanno deciso

di investire. Inoltre, data comunque la rischiosità delle loro attività, essi sono portati, come visto, ad investire meno del 25% delle loro attività, in modo da non scoprirsi esageratamente verso un determinato business.

Con riguardo invece al genere, si osserva una prevalenza maschile, anche se negli ultimi anni la tendenza sta cambiando e sempre più donne, tra i 30 e i 50 anni e possedenti importanti patrimoni, si stanno affacciando a questo mondo. Molte donne in Europa stanno riscuotendo particolare successo nel business in cui hanno deciso di entrare, ma spesso perdono importanti opportunità per investire le proprie risorse e le proprie competenze nelle startup. Una ricerca condotta dalla UK Business Angels Association² in collaborazione con Angel Academy³ ha fatto emergere le principali motivazioni che impediscono o comunque ostacolano le donne dall'entrare nel mondo della *angel finance*; le principali sono:

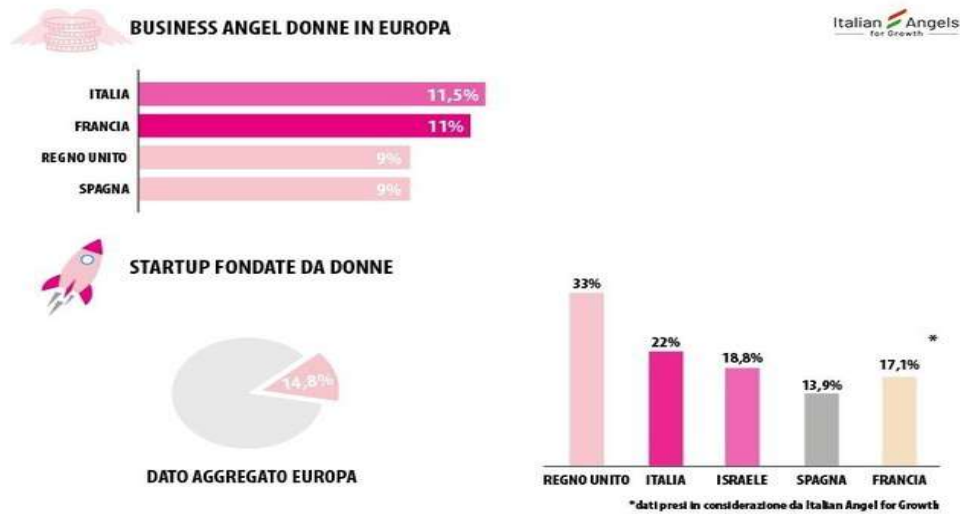
- Attività vista come molto rischiosa;
- mancanza di conoscenza delle agevolazioni fiscali;
- possedere altre priorità come, ad esempio, la famiglia (quindi mancanza di tempo);
- venir poco informate sulle opportunità relative a quest'ambito dai loro consulenti finanziari;
- la maggior parte delle donne non investitrici non conoscono altre donne impegnate in questo campo (che si può tradurre in una mancanza di appoggio/supporto).

Un'indagine condotta da Italian Angels for Growth, risalente al 2018, mostra alcuni dati in merito al numero di business angels donne.

² La UK Business Angels Association (UKBAA) è l'associazione inglese di categoria per gli investimenti angelici e nelle fasi *early-stage*.

³ La Angel Academy è un'iniziativa che ha lo scopo di connettere i business angels tra loro e di accrescere le loro competenze.

Figura 2: i numeri delle business angel donne in Europa



Fonte: Italian Angels for Growth (2018)

Dalla *figura 2* si può osservare come l'Italia sia al primo posto con l'11,5% di business angels donne.

Confortanti sono poi i risultati della medesima analisi condotta nel 2021, dove si sono registrati dati in miglioramento dopo un periodo di stallo in cui non si sono osservati sul mercato incrementi significativi. Nella survey condotta dall'IBAN nel 2021 si è registrata una percentuale del 14% di business angels donne, rispetto all'11,5% osservato nella *figura 2* relativa alla survey 2018. Ciò testimonia la crescita del numero di donne che si affacciano a questo mondo e i dati sembrano infatti suggerire futuri ulteriori aumenti. Sempre nella stessa survey si è osservato anche che circa il 78% di queste business angels possiedono una laurea magistrale ed oltre un terzo hanno effettuato almeno un investimento in imprese fondate da altre donne (ad incidere sembra dunque essere il concetto di *homophily*, che verrà analizzato nel capitolo seguente, il quale tanto sembra influenzare dette dinamiche in cui le relazioni sociali hanno una grande rilevanza).

Tornando poi agli elementi che caratterizzano i business angels, vi è una peculiarità emersa da una ricerca svedese che ha messo in luce che più del 60% di questi investimenti è rivolto a startup che si trovano a non più di 60 km dalla città natale del business angel; da qui, si può affermare che oltre ad investire in settori di loro conoscenza, i BAs tendono ad investire in imprese relativamente vicine.

Sempre con riguardo al tema degli investimenti dei BAs, l'approccio da questi ultimi adottato può essere descritto dalla parola "jockey", ovvero fantino (Harrison and Mason 1999, in Rudy Aernoudt 1999); infatti, ragionando in termini metaforici si può affermare che: "per il successo è più importante il fantino rispetto al cavallo". Con questa locuzione si vuole evidenziare come i business angels attribuiscono molta importanza alle qualità degli imprenditori per il successo di una startup e dunque, caratteristiche quali: onestà, carisma, affidabilità, leadership ed elevate competenze sono considerate fondamentali per il successo dell'impresa stessa e per il conseguimento degli obiettivi.

Per queste ragioni è di fondamentale importanza l'incontro tra business angel ed imprenditore, in quanto quest'ultimo per poter ottenere il supporto del primo deve riuscire a trasmettere i propri valori e le proprie qualità morali.

Ma come avviene l'incontro tra il business angel e l'imprenditore?

Una prima soluzione risulta essere la costituzione di un Business Angels Network; in particolare questo fenomeno lo si osserva in UK, dove sono già presenti ben 45 business angels networks, i quali operano generalmente su base regionale. Tali networks svolgono un ruolo molto importante in quanto supportano gli imprenditori nella stesura di un piano finanziario, che consente loro di mettere per iscritto le loro idee ed inoltre offrono supporto per l'esposizione dei loro progetti; successivamente vengono fissati degli incontri dove gli imprenditori espongono i loro progetti ai possibili investitori e sempre grazie all'attività di mediazione dei business angels networks avviene il contatto tra imprenditore e business angel interessato al progetto. Per chiarire le procedure ed i meccanismi che stanno alla base del funzionamento dei networks si può ragionare per fasi, dove in primo luogo verrà richiesto agli imprenditori interessati di presentare domanda online, allegando il business plan; poi

si osserverà una prima fase di screening a cura del personale dell'organizzazione, che potrà respingere la richiesta in caso di mancato rispetto di determinati requisiti; in seguito, alle imprese che superano la prima fase di screening sarà richiesto di dare una breve presentazione con successiva sessione di domande e risposte; successivamente le imprese ritenute più promettenti saranno invitate a dare una più ampia presentazione a tutti i membri nel meeting mensile stabilito ed infine, se tutte le fasi danno esito positivo, l'impresa in questione potrà ricevere il finanziamento.

Un'altra modalità attraverso la quale si favorisce un incontro tra un business angel ed un imprenditore si basa sul modello olandese, il quale prevede la pubblicazione di un bollettino mensile nel quale vengono indicate informazioni fondamentali quali: dati sui progetti, descrizione del settore in cui l'impresa opera, la regione, il carattere di rischio dell'investimento, l'obiettivo, la quota offerta, la durata, il rendimento atteso e naturalmente l'importo dell'investimento che viene richiesto. Dall'altro lato, anche i business angels si presentano, andando ad indicare: i settori ed i business di loro interesse, il rendimento atteso ed il loro capitale disponibile; inoltre, indicano anche se sono investitori privati o aziendali. NEBIB (la Borsa olandese per gli investimenti nelle imprese) si occupa di analizzare le offerte prima della pubblicazione e si occupa di organizzare incontri per mettere in contatto imprenditori ed investitori (in media si parla di circa 100 incontri l'anno).

La durata media di un investimento da parte di un business angel è di 3,3 anni e la exit strategy preferita si basa sul riacquisto da parte dei proponenti, mentre solo in secondo luogo attraverso l'ingresso di investitori finanziari di maggiore dimensione.

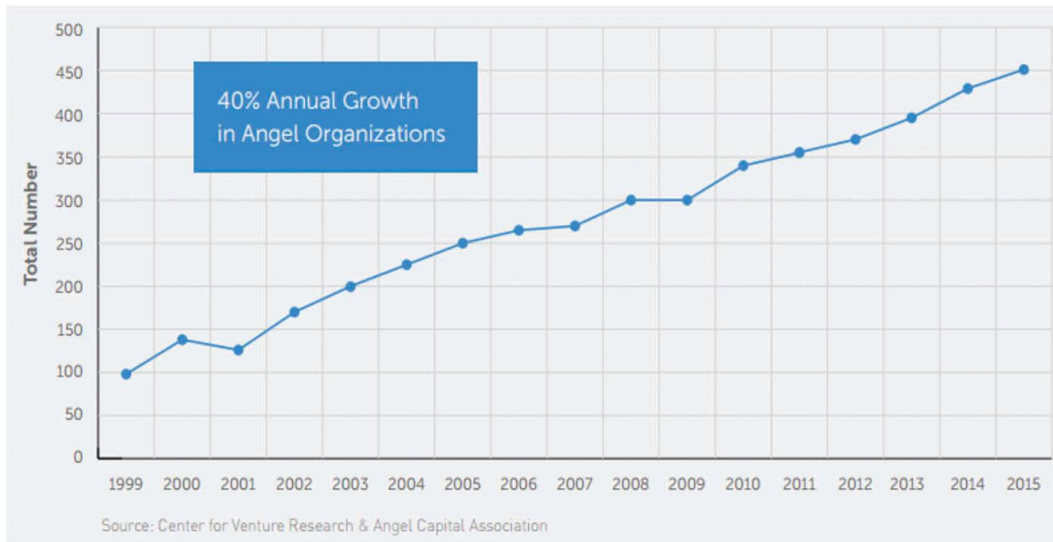
1.2.3 Il mercato dei Business Angels e il caso italiano

Il mercato dei business angels non è intermediato, dunque si tratta di un mercato informale attraverso il quale tali BAs investono direttamente, generalmente acquistando azioni ordinarie. I BAs vengono definiti *high net worth individuals* e quindi, come detto precedentemente, hanno un'elevata disponibilità economica e per questa ragione è spesso sufficiente un unico business angel per soddisfare i bisogni di

una startup, la quale in linea generale riceve finanziamenti che vanno da € 50.000 a € 250.000 nella forma di capitale di rischio. In certi casi è possibile osservare più business angels che realizzano un finanziamento di gruppo (syndication), questo con l'obiettivo di distribuire e ridurre il rischio.

Mentre i business angels possiedono ormai una lunga storia, diversamente si può dire per le organizzazioni che raggruppano tali investitori, le quali fanno riferimento ad un fenomeno più recente. I gruppi dei business angels sono strutturati come networks semi-formali o formali che si riuniscono come gruppo regolarmente per valutare eventuali opportunità di investimento (Sohl 2007; Paul and Whittam 2010; Gregson, Mann, and Harrison 2013; Mason, Botelho, and Harrison 2013; Lahti and Keinonen 2016; Bonini et al. 2018, in Stefano Bonini & Vincenzo Capizzi 2019, p.144). Sono sorti a metà degli anni '90 e, come si può osservare dalla *figura 3*, nel periodo 1999-2015 hanno mostrato una rapida ed importante crescita con il passare degli anni. I vari gruppi si differenziano tra di essi con riguardo alle regole di ingaggio, alla struttura interna, alla qualità ed al costo dei servizi forniti; per questa ragione, nel mercato, si osserva una notevole eterogeneità tra i vari gruppi.

Figura 3: crescita delle “organizzazioni angeliche”



Fonte: Center for Venture Research & Angel Capital Association, in Stefano Bonini & Vincenzo Capizzi (2019)

L'importante crescita osservata nel mercato di questi gruppi è dovuta ad un insieme di fattori che portano i business angels ad avere una maggiore convenienza nell'operare attraverso un gruppo invece che singolarmente; in primo luogo, attraverso un'opera di co-investimento i membri del gruppo riescono a ridurre le partecipazioni azionarie individuali e ad attuare una diversificazione del portafoglio; inoltre, attraverso un gruppo si è in grado di finanziare progetti relativamente più grandi rispetto a quanto un singolo business angel potrebbe finanziare ed in più si ha una condivisione dei costi di transazione, di monitoraggio, ecc...; non si può infine non considerare i vantaggi derivanti dalla possibilità di condividere conoscenze, esperienze e competenze con gli altri membri del gruppo che possono naturalmente arricchire e la maggiore visibilità che si ottiene operando attraverso un gruppo.

Nel mercato sono presenti anche gruppi meno formali rispetto a quest'ultimi, che prendono il nome di Business Angels Network (BAN) e si distinguono dai gruppi più formali generalmente per via dei loro obblighi e regole di ingaggio meno stringenti per i membri, come l'assenza di commissioni e di requisiti minimi di partecipazione

(Mason, Botelho, and Harrison 2013, in Stefano Bonini & Vincenzo Capizzi, 2019, p.145). Tali BAN sono già stati presentati nel paragrafo precedente come modello adottato prevalentemente in Gran Bretagna per favorire l'incontro tra imprenditori ed investitori informali.

Con riguardo al caso italiano, l'Italian Business Angels Network (IBAN) è un'Associazione senza scopo di lucro e dotata di personalità giuridica, fondata il 15 marzo 1999. Tale Associazione, come detto precedentemente, coordina e supporta l'attività di investimento, nel capitale di rischio, da parte dei business angels nei confronti di piccole imprese e startup e si pone come punto di riferimento per gli investitori privati, per i network nazionali (BAN) e per i Club di investitori. È bene evidenziare inoltre che l'IBAN è un membro permanente del BAE (Business Angels Europe) e che è una dei fondatori di EBAN (European Business Angels Network).

L'obiettivo dell'IBAN ed in generale della rete dei business angels, dunque, è quello di sostenere la crescita delle PMI italiane.

In particolare, un esempio di network nazionale è il Business Angels Network, la quale è un'Associazione nata a Firenze nel 2016 con l'obiettivo di valutare e selezionare le startup più promettenti del mondo tecnologico ed innovativo nazionali, andando a facilitare gli investimenti per sostenere il loro sviluppo; per fare ciò, vengono organizzati incontri nei quali vengono presentati i progetti delle startup selezionate. Inoltre, vengono organizzate attività di networking ed incontri B2B tra le startup e alcuni esperti del settore in cui operano. Tutto ciò è in linea con l'obiettivo di supportare tali startup, andando ad accrescere le loro competenze. Ad oggi il BAN conta più di 600 startup esaminate, tra le quali ne sono state selezionate circa 76 che sono quelle che possedevano i progetti più interessanti da proporre successivamente ai soci; per tali startup, ogni due mesi, vengono organizzati incontri con i soci. Sempre con riferimento all'Italia, secondo i dati dell'IBAN del 2019, sono stati identificati 1014 business angels, anche se naturalmente si tratta di numeri approssimati per difetto rispetto ai numeri reali, in quanto essendo investitori informali, sono di difficile identificazione, soprattutto se agiscono privatamente senza aderire ad un network o ad un gruppo.

Questo dato, e molti altri, si evincono dalla *figura 4*.

Figura 4: dati sui business angels in Italia



Fonte: Social Innovation Monitor (2020)

In primo luogo, si può osservare come il maggior numero di business angels è concentrato nel Nord Italia, in particolare in Lombardia, dove probabilmente vi sono maggiori opportunità di investimento. Inoltre, in accordo con quanto detto prima, l'indagine conferma che i settori più attrattivi ed in cui i business angels investono maggiormente i loro fondi sono proprio quelli riguardanti le nuove tecnologie, e quindi: servizi digitali & ITC, BioTech e FinTech. Confortanti sono i dati che dimostrano come più della metà dei business angels investa in organizzazioni che hanno un impatto sociale importante, come determinate organizzazioni del terzo settore; questo dimostra concretamente come tali investitori non abbiano come solo scopo quello del ritorno economico ma anche di rendersi utili nel contesto sociale e di mettersi in gioco in nuovi progetti che ritengono altamente stimolanti. Infine, sulla base di questo campione, troviamo un'altra conferma rispetto a quanto detto in precedenza, ovvero che circa il 60% degli investitori investe prevalentemente in Italia.

In Italia, oltre all'IBAN e al Business Angels Network, già menzionati precedentemente, vi sono altri importanti gruppi e networks che per completezza risulta utile includerli in questa trattazione:

- IAG: Italian Angels for Growth, è il network più grande presente in Italia ed è stato fondato nel 2007; ad oggi conta più di 270 professionisti del mondo imprenditoriale ed in più di dieci anni ha investito più di 200 milioni di euro; aderendo a quest'organizzazione i singoli business angels sono in grado di raggiungere ciò che da soli sarebbe molto complesso, grazie ad una condivisione di esperienze e di conoscenze ed inoltre grazie ad una riduzione dei costi di due diligence;
- Club degli investitori di Torino, il quale è un'associazione composta da circa 220 lungimiranti imprenditori sempre pronti ad investire in progetti e startup che presentano un elevato potenziale di crescita, come ad esempio i settori: Healthcare & Biotech, digital, FinTech, PropTech;
- Doorway: piattaforma di Equity investing online che opera dietro autorizzazione della Consob ed è riservata ai soli investitori selezionati, quali appunto business angels;
- Club digitale, che si propone di contribuire alla crescita del settore digitale in Italia, andando ad acquisire le partecipazioni delle startup più promettenti che stanno completando un processo di accelerazione d'impresa presso i cosiddetti incubatori partner del progetto (in particolare Nana Bianca, H-farm, LuissEnLabs, PoliHub e I3P);
- WABA Capital (We Are Business Angel), che ha l'obiettivo di creare un network di investitori con interesse verso l'innovazione e l'industria del “made

in Italy”, interessandosi soprattutto a progetti quali: realtà aumentata, 3D e robotica, nanotecnologia, Big Data ed Internet of Things;

- Italian Angels for Biotech, fondata nel 2015 con l’obiettivo di supportare i progetti riguardanti le scienze della vita, in quanto la maggior parte di idee e progetti in quest’ambito faticano a diventare una realtà solida e concreta e dunque questo gruppo vuole finanziare e coltivare i progetti più interessanti.

Infine, legandosi a quanto detto precedentemente con riguardo alla crescita del numero di business angel donne, è bene evidenziare che è stata fondata un’associazione chiamata “Angels for Women” (A4W), supportata da Impact Hub Milano e da Axa. In sostanza può essere definita come un network di donne che investono in altre donne, ponendosi vari obiettivi, quali:

- Promuovere l’ingresso delle donne nel mondo dell’*angel investing*;
- Supportare le startup fondate/gestite da donne;
- Contribuire alla riduzione del cosiddetto *gender gap*.

1.3 Le differenze tra investitori informali e formali: complementarità o sostituzione?

Dopo aver condotto questo approfondimento sulle caratteristiche principali, il loro ruolo ed aver osservato la realtà italiana dei business angels, risulta altresì importante, in chiave descrittiva, evidenziare ciò che contraddistingue tali investitori informali da altre tipologie di investitori formali; in questo modo si potrà fare una disamina ancora più dettagliata delle loro peculiarità e della loro importanza all’interno del mondo delle PMI e delle startup.

In particolare, risulta inizialmente importante definire la figura del venture capitalist, in modo poi da poter proseguire la trattazione andando a mettere in luce le differenze principali rispetto ai business angels. I venture capitalists sono investitori istituzionali e sono coloro che fondano e gestiscono un fondo di venture capital, il quale ha l'obiettivo di finanziare startup e piccole-medie imprese andando a conferire capitale di rischio.

Tra business angel e venture capitalist, vi sono importanti differenze da far emergere e sottolineare; in primo luogo, è importante ragionare sulla filosofia che sta alla base delle decisioni di queste due tipologie di investitori; infatti, mentre i BAs adottano il cosiddetto "approccio del fantino", il quale prevede che nella scelta della startup da finanziare un ruolo fondamentale lo giochi l'imprenditore con le sue qualità ed abilità (viene quindi data maggiore enfasi alla figura dell'imprenditore più che al progetto); per quanto concerne i venture capitalist, invece, essi guardano più alla profittabilità del progetto e quindi basano le loro decisioni più su elementi oggettivi che soggettivi. Sulla base di questo ragionamento si può quindi asserire che gli investitori formali tendono a concentrarsi sui rischi legati al prodotto e al mercato, mentre gli investitori informali si concentrano sul rischio connesso alle capacità imprenditoriali; inoltre, gli investitori formali guardano quasi totalmente al ritorno in chiave economico-finanziario, a differenza di quanto visto per i Bas precedentemente. A conferma di ciò, basti osservare che in media gli investitori formali puntano ad un ritorno pari a circa il 35/40% (Manigart et al. 1998, in Rudy Aernoudt 1999), mentre per quanto concerne gli investitori informali ci si assesta attorno al 20% (NEBIB 1998, in Rudy Aernoudt 1999).

In secondo luogo, un'altra differenza sostanziale riguarda la fase di vita dell'impresa in cui i business angels e i venture capitalist decidono di investire; infatti, sembrerebbe esserci una vera e propria gerarchia cronologica (Bonini et al. 2019). In linea generale si può affermare che i business angels intervengono nelle fasi *seed* e di *early stage* di una PMI o startup, mentre gli investitori formali decidono di finanziare una determinata impresa in una fase successiva, in cui generalmente essa ha acquisito una maggiore stabilità dal punto di vista sia patrimoniale che economico-finanziario e la

cosiddetta opacità informativa, enunciata in precedenza, si è ridotta. Alcuni studi hanno dimostrato, a supporto di quanto detto, che le stesse imprese preferiscono ricevere finanziamenti da parte dei Bas nelle fasi iniziali della loro vita, potendo contare anche sull'apporto di conoscenze e competenze del business angel stesso, e solo successivamente richiedono finanziamenti ad investitori formali; questo vale anche perché, nelle successive fasi di vita, i bisogni finanziari cominciano ad essere più consistenti e dunque si vede necessario richiedere finanziamenti a venture capitalist, molto spesso anche mentre un business angel è ancora all'interno della stessa impresa, perché possiedono capacità economiche superiori rispetto agli stessi Bas.

Un'altra distinzione da fare riguarda l'attività di monitoraggio dei propri investimenti da parte dei Bas e degli investitori formali. Bonini et al. (2018) evidenzia come i primi basino la loro attività su un "monitoraggio soft", il quale prevede un controllo non aggressivo ed informale, attraverso: stretti coinvolgimenti post-investimento, interazioni con gli imprenditori e naturalmente un'elevata fiducia alla base; mentre per quanto concerne gli investitori formali ritroviamo un monitoraggio che si basa su meccanismi contrattuali con l'obiettivo di ridurre i possibili conflitti di interesse (Sahlman 1990; Triantis 2001; Kaplan and Stromberg 2003; Gompers and Lerner 2004; Chemmanur, Krishnan, and Nandy 2011; Cumming 2008; Wong, Bhatia, and Freeman 2009; Erenburg, Smith, and Smith 2016, in Bonini et al. 2019, p. 143).

Con riguardo alle strategie di uscita, gli investitori informali, come detto precedentemente, prediligono il riacquisto da parte dei proponenti, mentre gli investitori formali puntano maggiormente ad una exit strategy basata su di una IPO⁴ (Initial Public Offering).

È possibile vedere il rapporto tra investitori formali e informali sia in senso di complementarità e sia in senso di sostituzione; nel primo caso, si sottolinea il fatto che, seguendo la gerarchia cronologica vista prima, la presenza dei Bas all'interno di

⁴ L'offerta pubblica iniziale (o IPO) costituisce lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (la c.d. creazione del flottante), che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato (Borsa Italiana).

una PMI potrebbe agevolare l'ingresso e il finanziamento da parte dei fondi di venture capital, in quanto, come visto, le competenze, l'esperienza e i fondi del BA possono facilitare lo sviluppo e la crescita dell'impresa stessa. L'approccio del rapporto di sostituzione, invece, si fonda sull'idea che le sinergie di cui i VCs godono quando investono in un'impresa finanziata precedentemente da un business angel, vengono più che compensate da tutta una serie di altri problemi che possono provocare impatti negativi sul rendimento dell'investimento stesso; in primo luogo, si può osservare il sorgere di costi di transazione derivanti dalla gestione della diluizione della quota detenuta dal BA a seguito dell'investimento da parte del venture capitalist; in secondo luogo, non si possono non tenere in considerazione le diverse politiche di investimento di questi due investitori, che potrebbero portare a conflitti di interesse nella scelta di quali decisioni perseguire per lo sviluppo dell'impresa e quindi con riguardo alle scelte di natura strategica da adottare; infine, un ulteriore problema che potrebbe sorgere riguarda i cambiamenti significativi che potrebbero verificarsi a livello di governance, in quanto si potrebbe osservare un'importante riduzione del già limitato controllo che il business angel generalmente possiede, portando ad una diminuzione importante dell'efficacia e dei vantaggi connessi al "monitoraggio soft".

1.4 Il ruolo dello Stato nel supporto ai business angels

Abbiamo visto in precedenza come i business angels svolgano un ruolo molto importante nell'economia perché, dopo famiglia e amici, essi rappresentano molto spesso la prima soluzione per il finanziamento di imprese di nuova costituzione; a questo, se si aggiunge anche che i fondi di venture capital negli ultimi anni hanno a disposizione meno capitali e stanno orientando sempre più i loro investimenti verso fasi più avanzate (e dunque meno rischiose) delle imprese, ecco che il ruolo che i BAs assumono sta diventando sempre più rilevante. Promuovere l'attività dei business angels, dunque, dovrebbe diventare sempre più una priorità per gli Stati, in quanto gli

effetti che i finanziamenti di tali investitori informali hanno sull'economia e sull'occupazione sono molto positivi.

Importante comunque evidenziare che i business angels, per definizione, non hanno bisogno di ricevere molto denaro (in quanto sono soggetti benestanti) ed inoltre, generalmente investono solo una parte dei loro capitali in startup ed in imprese di nuova costituzione; va da sé che i governi, nel cercare di stimolare e promuovere le attività di investimento, non dovrebbero concentrarsi su come mettere a disposizione più denaro per tali investitori informali. Inoltre, un altro importante fattore da tenere a mente è che il processo di selezione da parte dei BAs si basa molto su elementi soggettivi e dunque, anche prevedere forme di assistenza tecnica per supportare la fase di selezione risulta poco determinante. Al contrario, una buona soluzione dovrebbe essere quella di supportare i business angels nella ricerca di buoni progetti in cui investire, dato che se c'è un fallimento del mercato, questo riguarda il lato degli imprenditori che non sono in grado di presentare in modo corretto e ben strutturato i loro progetti (NEBIB 1998, in Rudy Aernoudt 1999). Alla luce di tutto questo, si può ben capire come in questo contesto i governi non abbiano molto spazio per operare. Gli Stati dovrebbero puntare sugli aspetti fiscali e regolamentari, andando a rimuovere tutti quegli ostacoli che limitano lo sviluppo degli investimenti informali nel capitale di rischio delle PMI.

Le PMI sono la colonna portante dell'economia dell'Unione Europea e rappresentano circa i due terzi dell'occupazione totale in Europa; per queste e molte altre ragioni, è di rilevanza fondamentale assicurare loro finanziamenti, soprattutto nelle fasi iniziali per assicurare la crescita economica di tutti i Paesi.

A livello Europeo, per gli anni 2014-2020, sono stati stanziati i cosiddetti fondi strutturali e di investimento europei⁵ (fondi SIE) per promuovere gli investimenti degli Stati membri al fine di supportare le nuove PMI e, con riguardo al nostro focus, gli investitori privati. Sulla base di ciò, la Commissione europea ha redatto una guida

⁵ I fondi SIE comprendono cinque fondi, i quali sono disciplinati dal regolamento UE n. 1303/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio (regolamento disposizioni comuni); tali cinque fondi sono: Fondo europeo di sviluppo regionale (FESR), Fondo sociale europeo (FSE), Fondo di coesione, Fondo europeo agricolo per lo sviluppo rurale e Fondo europeo per gli affari marittimi e la pesca (FEAMP).

(non si tratta di indicazioni vincolanti) con l'obiettivo di consigliare gli Stati su come utilizzare tali fondi strutturali a favore delle piccole e medie imprese (2015). Fondamentale per gli Stati membri, quindi, concentrarsi nel creare le condizioni adeguate a favorire l'operato dei BAs, andando soprattutto a ridurre il rischio; fondamentale è il supporto che il governo fornisce ai networks di business angels, attraverso ad esempio campagne mediatiche e anche attraverso la creazione di forum locali per business angels e fondi di venture capital. Tutte queste manovre devono naturalmente essere accompagnate da una più snella regolamentazione riguardante gli investimenti nelle fasi *seed* delle imprese, per poter semplificare ed agevolare l'operato degli investitori informali. Gli Stati devono, inoltre, adottare un sistema di sgravi fiscali per tutti quegli investitori che decidono di investire in startup, che consenta loro di beneficiare di una detrazione fiscale immediata e puntare anche alla creazione di fondi di co-investimento; in particolare, questi fondi di co-investimento si sono rivelati una soluzione vincente, in quanto presentano un valore aggiunto per tutte le parti: Stato, business angels e naturalmente le PMI che ricevono tali finanziamenti. Per i BAs i vantaggi derivanti dai fondi di co-investimento riguardano la riduzione del rischio e la possibilità di effettuare un numero maggiore di investimenti. Generalmente la creazione di tali fondi di co-investimento con i business angels può portare a due scenari:

1. fondi di coinvestimento pubblico-privati, che portano alla creazione delle comunità di investimento. Considerando il fatto che enti pubblici e privati non si trovano più ad investire da soli, questo scenario consente di ridurre il rischio;
2. riunendo più parti si è in grado di raccogliere maggior denaro e questo porta alla possibilità di effettuare un numero maggiore di investimenti, nonché, la condivisione dell'assistenza e delle reti garantisce una riduzione dei costi.

I fondi di co-investimento, come visto, sono frutto di un'iniziativa pubblica, ma generalmente sono gestiti da società di gestione private, al fine di mantenere un orientamento volto al mercato. La peculiarità di questi fondi è che non negoziano le operazioni di investimento per conto proprio, ma creano partenariati contrattuali con i fondi di venture capital e con i consorzi e reti di business angels, al fine di effettuare

investimenti congiunti in determinate imprese prese come target. In sintesi, i fondi di co-investimento effettuano una due diligence andando a valutare le politiche di investimento dei co-investitori privati. Le caratteristiche principali di tali fondi sono: le uscite asimmetriche (si ha un'uscita asimmetrica quando più parti investono nello stesso progetto), gli sgravi fiscali e le commissioni di gestione.

Ma come si possono organizzare i fondi di coinvestimento?

Vi sono essenzialmente tre possibilità:

- 1) Fondo su base commerciale: si tratta di un fondo che co-investe con massimo 30 business angels ed inoltre solo con investitori informali di una stessa regione o di uno stesso Paese, con un'elevata esperienza in materia di investimenti;
- 2) Sostegno all'attuale comunità di business angels: fondo che coinvolge tra i 50 e i 200 business angels e che offre loro un importante sostegno per continuare ad investire nelle startup;
- 3) Sviluppo e promozione della comunità di business angels: fondo che consente ai business angels meno esperti di poter co-investire con coloro i quali possiedono un'esperienza maggiore, ponendo le basi per poter aumentare il numero di business angels esperti sul mercato.

Un esempio concreto di fondo per il sostegno ai business angels, creato nel 2012 dal Fondo europeo per gli investimenti, è l'European Angel Fund (EAF). L'EAF è un'iniziativa che fornisce equity ai business angels, adattandosi allo stile di investimento di quest'ultimi (assicurando quindi libertà decisionale), con lo scopo di finanziare le imprese più innovative. L'European Angel Fund stringe con i BAs relazioni contrattuali di lungo termine, invece di concedere co-investimenti trattativa per trattativa, attraverso le quali vengono erogati importi che vanno da 250.000€ a 5 milioni di euro. Si tratta di accordi quadro di co-investimento, generalmente per semplicità standardizzati, attraverso i quali il fondo eroga capitale a ciascun business angels per investimenti futuri.

Tale fondo è operativo in tutta Europa, con programmi nazionali dedicati per Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Germania, Irlanda, Italia, Paesi Bassi e Spagna.

Il successo dell'EAF si fonda proprio sulla sua capacità di adattarsi allo stile di ciascun business angel, condividendo con quest'ultimo le spese legate agli investimenti; inoltre, il pagamento di commissioni di performance da parte di questo fondo rende gli investimenti ancora più vantaggiosi per i business angels. Da non sottovalutare, soprattutto per i business angels meno esperti, i vantaggi di cui possono godere dalla possibilità di attingere all'esperienza e alla rete dell'EIF⁶ (European Investment Fund).

⁶ L'EIF è un'istituzione europea che ha l'obiettivo di supportare la crescita e lo sviluppo delle PMI.

CAPITOLO 2

Il tema centrale di questo capitolo riguarda il tema dell'omofilia e di come quest'ultima influenzi le relazioni umane ed in particolare i finanziamenti informali.

Nella società odierna diviene fondamentale saper condividere informazioni e saper costruire stabili reti di relazioni umane per poter crescere nel tempo e arricchire soprattutto le proprie conoscenze. Le relazioni umane interessano ogni ambito del mondo economico e senza quest'ultime sarebbe impossibile riuscire a costruire un'organizzazione efficiente: va da sé che quindi conoscere come queste relazioni si creano e quali aspetti le influenzino è estremamente importante.

Alla luce di quanto visto nel capitolo 1, è quindi doveroso aprire la trattazione al tema sociologico di come avviene la costruzione della relazione umana tra il business angel e l'imprenditore e di come quest'ultima possa influenzare le scelte aziendali strategiche dell'imprenditore o la performance dell'impresa.

2.1 Introduzione all'omofilia

2.1.1 Definizione e tipologie

In generale l'omofilia si definisce come il principio attraverso il quale i contatti tra soggetti che presentano importanti similitudini, in relazione a determinate caratteristiche, si verificano molto più frequentemente rispetto a quanto avviene tra persone dissimili (McPherson et al. 2001). All'interno di una società, tale principio porta, naturalmente, alla formazione di diversi gruppi che sono caratterizzati al loro interno da persone che condividono caratteristiche simili; tali caratteristiche possono riguardare sia il genere o l'età, oppure aspetti come la cultura, le credenze o i valori (Lazarsfeld and Merton 1954, in Ruef et al. 2003). Gli individui tendono quindi a

relazionarsi maggiormente con soggetti a loro più simili e questo fa sì che le similitudini si possano rafforzare ulteriormente.

Lazarsfeld & Merton (1954, in McPherson et al. 2001) nell'analisi delle tematiche riguardanti l'omofilia, distinguono quest'ultima in due tipologie:

- *status homophily*, ovvero l'omofilia che si basa sullo status informale, formale ed attribuito (come ad esempio: razza, sesso, età, religione, istruzione, occupazioni);
- *value homophily*, dove invece la similarità si basa su atteggiamenti, credenze e valori.

Per quanto concerne la *status homophily*, è bene evidenziare che ciò che crea maggiori divisioni all'interno di una popolazione sono proprio la razza e l'etnia. Tali status comportano forte omofilia nei rapporti tra persone. Interessante è lo studio condotto da Marsden (1987), che ha dimostrato che solo l'8% degli adulti afferma di discutere di argomenti importanti con persone appartenenti ad un'altra razza. Tutto ciò si ripercuote anche sul sistema economico, in quanto circa un'impresa su quattro non dà lavoro a minoranze e poco più di un quarto dà lavoro a non più del 10% delle minoranze (Reskin et al. 1999, in McPherson et al. 2001). Non bisogna inoltre tralasciare aspetti importanti riguardanti l'istruzione e l'occupazione, quali status rilevanti per l'omofilia; infatti, anche il livello di istruzione influenza notevolmente le relazioni tra soggetti e si può osservare come quest'ultimo, unito al prestigio professionale ed all'occupazione, mostri più o meno gli stessi livelli di omofilia di quanto provocato dal sesso e dalla religione (Verbrugge 1977, in McPherson 2001). L'analisi condotta da Louch (2000) testimonia che vi è una maggiore probabilità di relazioni ed interconnessioni tra soggetti che possiedono lo stesso livello di istruzione. Infine, ulteriori studi hanno dimostrato che anche l'omofilia dei comportamenti si rivela fondamentale nella probabilità di instaurare relazioni con altri soggetti: gli individui tendono infatti ad avere relazioni stabili con altri soggetti aventi tratti

comportamentali molto simili, da qui il risultato che i modelli comportamentali possono dimostrare l'influenza dei *peer groups*⁷.

In secondo luogo, anche la *value homophily*, la quale si basa su atteggiamenti, valori e credenze, può influenzare le interazioni tra soggetti (Huston & Levinger 1978). A questo tema si aggiungono importanti considerazioni legate a tratti importanti come ad esempio l'intelligenza. Duncan (et al. 1968, in McPherson 2001) sostiene infatti che l'aspirazione legata al miglioramento del proprio livello di istruzione sia legata all'influenza dei *peer groups*.

L'omofilia non influenza solo la probabilità di formare nuovi legami interpersonali, ma anche la probabilità di terminare determinate relazioni. Con riguardo all'appartenenza ad un gruppo, Popielarz & McPherson (1995, in McPherson et al. 2001) hanno dimostrato che più un membro è diverso dagli altri, rispetto a determinate caratteristiche, più è probabile che possa lasciare il gruppo. Alcune evidenze empiriche riportate da studi sugli adolescenti rivelano che i legami *cross-sex* oppure *cross-race*, hanno più probabilità di sciogliersi e di non sopravvivere ad eventuali cambiamenti o shock, a differenza di altri legami altamente omofili. Burt (2000) in uno studio condotto nel campo dell'investment banking ha fatto emergere particolari interessanti. I rapporti tra banchieri durano maggiormente nel tempo rispetto ai rapporti tra banchieri e figure diverse da quest'ultimi. In secondo luogo nelle grandi organizzazioni finanziarie si evidenzia la presenza di un modello "nucleo-periferia" dove i legami che si creano ai livelli più alti della gerarchia sono generalmente più stabili nel tempo rispetto alle relazioni che si instaurano tra soggetti appartenenti ai livelli più bassi della medesima gerarchia. Si può affermare in linea generale, quindi, che l'omofilia è in grado di influenzare la forza e la durata dei rapporti, aumentando o riducendo la probabilità che tali legami si possano sciogliere.

Risulta ora importante evidenziare quali sono le cause dell'omofilia, ovvero quali sono le fonti da cui essa si origina.

⁷ Con il termine *peer groups* si vuole far riferimento a quei "gruppi di pari" che, come il termine stesso indica, sono costituiti da individui che sono omofili rispetto a determinate caratteristiche prese di riferimento.

2.1.2 Le cause dell'omofilia

Come visto, l'omofilia si origina dalle relazioni di vario tipo che avvengono tra vari soggetti. Le principali fonti dell'omofilia riguardano: lo spazio geografico, i legami familiari ed i legami non parentali legati al mondo della scuola e del lavoro.

Con riguardo alla prima fonte, si può affermare che lo spazio geografico è la causa più elementare dell'omofilia, infatti, vi è una maggiore probabilità di avere contatti con soggetti più vicini dal punto di vista della localizzazione geografica rispetto ad individui più distanti. Anche se grazie all'avvento delle nuove tecnologie la difficoltà di relazionarsi con persone, anche molto distanti, sta venendo meno (Kaufer & Carley 1993, in McPherson 2001) garantendo una maggiore libertà nella creazione di legami omofili. In ogni caso, l'idea di base resta comunque valida e perciò la vicinanza fisica è comunque considerata la fonte basilare dell'omofilia.

Con riferimento alla seconda fonte, risulta importante sottolineare che i legami familiari hanno una struttura diversa rispetto agli altri legami sociali comuni (come, ad esempio, i rapporti di lavoro o di amicizia). Infatti, se da un lato i legami familiari sono omofili con riguardo alla maggior parte delle caratteristiche personali, dall'altro lato il fatto che si tratta di legami non volontari porta inevitabilmente alla conseguenza di una eterofilia rispetto ad altre caratteristiche, in quanto questi legami essendo basati su forti elementi affettivi tendono a superare alcune diversità. In aggiunta, tenendo in considerazione quanto detto in merito allo spazio geografico, i legami familiari portano comunque a relazioni e contatti molto frequenti anche se i vari soggetti si trovano in luoghi molto lontani tra di loro.

Infine, bisogna tener in considerazione anche i legami non parentali che si instaurano durante il corso della vita. In particolare, oggetto importante di studio sono state le relazioni che si vengono a costituire durante il periodo scolastico, durante il periodo lavorativo ed anche durante le attività di volontariato. I legami che si vengono a costituire a scuola presentano un elevato grado di omofilia ed inoltre alcuni studi hanno dimostrato che in assenza del sistema scolastico vi sarebbero molte più difficoltà per i bambini nel costruire e mantenere legami di amicizia con i loro coetanei

(Neckerman 1996, in McPherson 2001). Prendendo in considerazione i legami che si formano in un ambiente lavorativo, invece, si può osservare una forte omofilia rispetto agli aspetti del sesso e dell'istruzione (Marsden 1990, in McPherson 2001), probabilmente dovuta alle caratteristiche richieste per determinati posti di lavoro, le quali tendono a portare in azienda soggetti dotati di determinati requisiti minimi, come ad esempio la laurea. Con riguardo poi alle relazioni che si vengono a formare durante le attività di volontariato, qui si osservano meno rapporti omofili rispetto a quanto si osserva per i legami familiari e quelli formati in ambienti scolastici e/o di lavoro: si parla di legami di co-appartenenza. Naturalmente, le organizzazioni di più grande dimensione portano alla creazione di un maggior numero di relazioni, in quanto il numero di potenziali relazioni che si possono instaurare tra le varie persone è pari a $\frac{n(n-1)}{2}$, dove n corrisponde al numero di persone appartenenti al gruppo (McPherson 1983a, McPherson & Smith-Lovin 1982, in McPherson 2001, p. 432). Oltre a questi legami di co-appartenenza, comunque, all'interno dei gruppi di volontariato si vengono a formare anche amicizie, relazioni di fiducia e legami di supporto sociale, portando ad un consolidamento dell'omofilia nei legami che si formano al loro interno. Particolarmente interessante ai fini della nostra trattazione è lo studio condotto da Davis & Aldrich (2000), il quale ha rivelato che la co-appartenenza ad organizzazioni strumentali da parte di imprenditori, consente loro di aumentare la probabilità di beneficiare dell'accesso a risorse, come ad esempio la consulenza di esperti; questo fa capire come la rete di relazioni che si possono venire a costituire all'interno di determinate organizzazioni possono portare ad esternalità positive che si estendono anche ad altri campi.

2.1.3 Le teorie funzionalistiche, una contrapposizione all'omofilia

Dopo aver approfondito le tematiche più generali riguardanti l'omofilia, sembra ora doveroso esaminare le teorie che in qualche modo possono distanziarsi dal concetto di omofilia stesso. Nello specifico, queste teorie vengono definite funzionalistiche.

In chiave sociologica, per funzionalismo s'intende che le relazioni che vengono sviluppate tra le parti sono di tipo funzionale, ovvero che ogni parte svolge un compito particolare e l'insieme di queste attività contribuiscono all'equilibrio dell'intera società; sostanzialmente, dunque, si tratta di una teoria che crede nella ricchezza della diversità, in quanto crede fermamente nel diverso contributo che ogni parte può apportare alla società, al fine di soddisfare i vari bisogni e di raggiungere, come detto prima, un equilibrio.

Importante sottolineare che naturalmente questo concetto può essere applicato in chiave economica, oltre che sociale; infatti, considerando un'impresa come la società, ecco che ogni dipendente può apportare ad essa conoscenze e competenze diverse dagli altri, andando a contribuire al successo aziendale. Per questa ragione, in contrapposizione ai concetti basati sull'omofilia, troviamo una serie di teorie che possono essere definite "funzionalistiche", le quali sostengono l'importanza della presenza di un gruppo eterogeneo di membri. In questo modo si è in grado di poter sfruttare competenze di vario tipo e ciascun membro può dunque apportare conoscenze ed esperienze diverse, che possono risultare fondamentali per il miglioramento dell'intero processo di un'impresa. Alcuni studi riguardanti i settori della produzione di semiconduttori, portati avanti da Eisenhardt e Schoonhoven (1990, in Martin Ruef et al. 2003), mettono in luce che la crescita organizzativa delle imprese di quel settore è più alta per le organizzazioni costituite da fondatori tra loro eterogenei. Si può quindi presupporre che le varie organizzazioni possono trarre vantaggio dalla presenza di fondatori con un background lavorativo eterogeneo.

È bene però sottolineare che le analisi empiriche portate avanti da Martin Ruef (et al. 2003), eseguite negli Stati Uniti su un campione di 64.622 individui contattati tra luglio 1998 e gennaio 2000, hanno portato a risultati deboli per quanto concerne la teoria funzionalistica, andando a mostrare come sia più comune osservare organizzazioni più omogenee anziché eterogenee. Sempre la stessa analisi ha evidenziato la tendenza ad allontanarsi dalla specializzazione professionale all'aumentare delle dimensioni della squadra, favorendo l'omofilia funzionale.

2.2 L'omofilia in campo economico

2.2.1 L'influenza dell'omofilia nei rapporti economici

Dopo aver analizzato che cos'è l'omofilia, le sue tipologie e quali sono le principali fonti da cui essa si origina, è importante ai fini della trattazione approfondire come essa possa influenzare i rapporti economici tra vari soggetti, in particolare tra imprenditori ed investitori informali. Secondo Aram (1989, in Qin et al. 2021) gli investitori informali sono motivati, al pari, sia dai rendimenti finanziari e sia dai legami sociali che instaurano con i fondatori⁸ e quindi, il tema dell'omofilia entra profondamente all'interno di questi ragionamenti.

Operando a stretto contatto con gli imprenditori, gli investitori informali, come visto, devono possedere un importante background dal punto di vista imprenditoriale, al fine di poter compiere le scelte più consone in base alla loro esperienza. Qin (et al. 2021) analizza quest'aspetto evidenziando come l'esperienza imprenditoriale degli individui possa influenzare la loro propensione verso la sfera degli investimenti informali. L'esperienza passata, dunque, aiuta ad accumulare un bagaglio di conoscenze che permettono agli imprenditori di poter successivamente mettersi nuovamente in gioco, andando a supportare altri imprenditori nello sviluppo delle loro attività. L'omofilia gioca un ruolo molto importante con riguardo a quest'ultimo aspetto, in quanto, l'evidenza empirica rivela che sono proprie le caratteristiche in comune che stimolano la formazione di tali legami (Lazarsfeld and Merton 1954, McPherson et al. 2001, in Qin et al. 2021), in particolare aver operato in settori affini a quelli dell'imprenditore aiuta la formazione di un legame. A tutto ciò è importante aggiungere che alcune ricerche dimostrano come anche il contesto sociale abbia una rilevanza fondamentale per quanto concerne le attività imprenditoriali (Bjørnskov & Foss 2013, Davidsson

⁸ Come visto nel precedente capitolo, i business angels non operano come semplici finanziatori, ma entrano a stretto contatto con i fondatori, andando a ricoprire sostanzialmente il ruolo di co-imprenditori.

2016, Foss et al. 2013, Kim et al. 2016, Qin 2011, Qin et al. 2017, Sarasvathy & Venkataraman 2011, Welter 2011, in Qin et al. 2021).

L'omofilia sociale influenza quindi la scelta riguardante le imprese in cui investire. Si è osservato come gli investitori informali vengano notevolmente influenzati nelle scelte in base al comportamento dei loro *peer groups* e, molto spesso, sono loro stessi ad utilizzare le informazioni derivanti dalle attività dei loro *peer groups* per poter valutare il “grado di investibilità” di un'impresa. Dal lato imprenditoriale, Qin (et al. 2021) evidenzia che un ambiente sociale caratterizzato da un capitale imprenditoriale elevato influenza le scelte individuali aumentando la probabilità, da un lato, che si formino un maggior numero di iniziative economiche e dall'altro che si instaurino maggiori legami tra individui. Questo perché un gruppo costituito da un'elevata densità di capitale imprenditoriale può fungere da “gruppo di riferimento” per determinati individui e, dunque, può ispirare altri soggetti ad entrare in determinati business, senza trascurare il fatto che può inoltre produrre un circolo virtuoso che porta ad una maggiore propensione verso l'investimento in quelle determinate imprese, creando un ambiente con una cultura, rispetto al rischio, diversa.

In un ambiente caratterizzato da un'elevata densità di capitale imprenditoriale, inoltre, si può osservare come la mancanza di esperienza imprenditoriale individuale possa venir compensata. In presenza di un elevato capitale imprenditoriale un determinato individuo può colmare le proprie inesprienze sfruttando la diffusione di conoscenze in quel determinato ambiente. Ecco, dunque, che l'omofilia assume un ruolo molto importante all'interno del mondo degli investimenti informali: un investitore informale può accrescere le proprie conoscenze e competenze se l'ambiente che lo circonda è ricco di informazioni e di capitale imprenditoriale, potendo sfruttare eventuali contatti commerciali e potendo osservare come agiscono i più “veterani”.

Nell'analisi condotta da Qin (et al. 2021), si possono trovare anche importanti conferme in merito a quanto detto fino ad ora con riguardo al tema dell'omofilia. L'analisi empirica da loro condotta ha fatto emergere come il livello di esperienza imprenditoriale individuale e la densità di capitale imprenditoriale siano correlati positivamente con gli investimenti informali. Ciò conferma che da un lato una

maggior esperienza imprenditoriale aumenta la probabilità di diventare poi un investitore informale e dall'altro che la diffusione di conoscenze e l'incremento, in un dato ambiente, di capitale imprenditoriale influenzano positivamente il numero di investimenti informali. Sempre nella medesima analisi, si osserva che l'effetto del capitale imprenditoriale è molto più marcato laddove vi sia una minore esperienza imprenditoriale dell'individuo, a conferma dell'effetto compensazione evidenziato precedentemente. Infine, vale la pena sottolineare il ruolo dell'*education*: all'aumentare del livello d'istruzione si osserva un aumento dell'effetto sulla probabilità di essere impegnati in investimenti informali.

In conclusione, l'omofilia sociale entra notevolmente nel quadro economico imprenditoriale e degli investimenti. Come visto, la componente umana è alla base dei rapporti economici che si instaurano, soprattutto nella fase di *early-stage* di un'impresa e per il *modus operandi* degli investitori informali, i quali attribuiscono molta importanza al rapporto umano con l'eventuale imprenditore. Un contesto economico in crescita è dunque accompagnato da un aumento del numero di possibili investitori informali, anche grazie agli effetti di diffusione visti prima.

2.2.2 Il ruolo dell'omofilia nella disparità di genere

Come visto precedentemente, trattando le tematiche riguardanti l'omofilia si va a prendere in esame molte caratteristiche di un individuo, come l'etnia, la razza, l'*education* e i tratti comportamentali. Oltre a queste peculiarità appena elencate bisogna anche tenere in considerazione il sesso, in quanto tutt'ora si osservano nella società rilevanti disparità di genere in molti ambiti della vita; qui in questa trattazione ci si concentrerà maggiormente sulle tematiche più attinenti al mondo economico. Già nel capitolo 1, analizzando le caratteristiche dei business angels, era stato evidenziato come ci sia una forte differenza a livello numerico tra donne e uomini in tale settore, con gran prevalenza di quest'ultimi ed erano state sottolineate alcune motivazioni che potevano spiegare le ragioni dietro questi numeri.

Alcuni studi dimostrano come l'attività imprenditoriale femminile riscontri delle difficoltà nell'accesso al capitale (Brush, Greene, Balachandra, & Davis, 2014, in Groza et al. 2020) e questo naturalmente limita di molto le possibilità operative delle donne in questo ambito; basti pensare che tra il 2011 e il 2013 solo il 2.7% delle aziende che hanno ricevuto capitale da venture capitalists avevano un CEO donna. Una motivazione che si può ora dare alla luce di quanto visto sull'omofilia è che la forte presenza della componente maschile nel campo delle organizzazioni finanziarie e degli organi decisionali porta ad una maggiore preferenza nell'intrattenere rapporti stabili con altre persone con caratteristiche omofile (compreso il sesso); per questa ragione, un aumento del numero delle donne partecipanti al processo decisionale di finanziamento potrebbe facilitare l'accesso ai fondi di capitale necessari, secondo il principio per il quale le donne tendono a supportare maggiormente altre donne, rispetto a quanto non facciano gli uomini (Rudman & Goodwin, 2004). Sulla base di questo concetto, una proposta per poter ridurre questa disparità di genere potrebbe riguardare un incremento del numero delle donne all'interno delle società di venture capital, così da poter creare un circolo virtuoso in cui poi le donne imprenditrici riuscirebbero ad ottenere capitale più facilmente, secondo il principio omofilo.

È bene sottolineare che la letteratura non è in grado di stabilire quale sia la motivazione predominante che caratterizza i comportamenti omofili in questo campo. Infatti, prendendo in esame i possibili comportamenti delle donne nel campo dell'*investing*, ci si può trovare di fronte a molti scenari diversi, in particolare:

- le donne appartenenti ad una società di venture capital potrebbero essere più propense ad investire in imprese di altre donne, in quanto appunto donne come loro;
- le donne VC potrebbero preferire un investimento in imprese fondate da altre donne, non tanto in quanto donne, ma semplicemente perché piace il progetto e condividono gusti simili;
- le donne VC potrebbero decidere di investire in un campo in cui le donne fanno fatica ad affermarsi con l'obiettivo di supportare e di superare le barriere legate

al genere (vedi ad esempio il campo dell'edilizia), in questo caso l'omofilia la si può definire "attivista".

Alla luce di queste tre motivazioni si può ben capire come le scelte possano essere prese sulla base di diversi tratti omofili e risulta difficile individuare quale tra questi possa maggiormente emergere.

In ogni caso, negli anni il numero di donne che si stanno impegnando nel finanziare l'attività di altre donne è aumentato notevolmente (Weisul 2019), sempre con l'obiettivo di colmare questo vuoto di finanziamenti (lato femminile) che caratterizza il mercato, dove, come detto precedentemente, gli uomini sono più propensi ad investire in attività di altri uomini.

Importante per superare questa mancanza di fondi si è rivelato essere il crowdfunding, che come accennato nel precedente capitolo è sostanzialmente una raccolta fondi che ha lo scopo di coinvolgere quanti più sostenitori possibili per poter finanziare il progetto di una determinata impresa. In pratica, attraverso il crowdfunding, le persone interessate mettono a disposizione il proprio denaro a supporto di un progetto attraverso una piattaforma internet prestabilita.

Nel crowdfunding, non essendoci figure di esperti come nel venture capital, si è in grado di aggirare e superare le eventuali barriere sociali, spesso incontrate dalle donne nella ricerca di capitali, attraverso una cosiddetta "democratizzazione dell'imprenditorialità" (Kaufman, Kassinger e Traeger 2013, in Mollick e Greenberg 2014). All'interno delle piattaforme internet, infatti, si è in grado di superare i principi omofili che possono influenzare le decisioni di finanziamento, in quanto ci si concentra esclusivamente sul progetto ed è questo a rendere il crowdfunding "democratico".

Uno studio condotto da Ethan Mollick e da Jason Greenberg nel 2014 ha portato alla luce dettagli interessanti riguardanti l'accesso ai capitali da parte delle donne, con un focus sul ruolo del crowdfunding. In particolare, lo studio ha evidenziato come l'omofilia attivista giochi un ruolo fondamentale nell'indirizzare i capitali verso determinati progetti; infatti, i dati che sono emersi dimostrano che le donne fondatrici

che ricevono maggiori aiuti sono coloro le quali operano in settori in cui la componente femminile è molto modesta (come ad esempio il settore tecnologico), in quanto sembra entrare in gioco la componente attivista che punta a supportare le donne nei campi in cui vi sono significative difficoltà. Nei settori in cui invece le componenti femminili e maschili tendono ad essere bilanciate, gli effetti di un maggior aiuto verso le donne fondatrici appaiono molto più sfumati, in quanto molto probabilmente non si vede la necessità di sostenere i gruppi sottorappresentati e quindi l'omofilia attivista non entra in gioco.

Collegandosi ai risultati ottenuti da questo studio, sembra quindi che l'idea presentata precedentemente secondo cui un incremento del numero delle donne nei ruoli decisionali possa facilitare l'attività di quest'ultime in campo economico, con una maggiore facilità di accesso ai capitali, non sia del tutto corretta. Nell'ambito del crowdfunding, dunque, ciò che sembra influenzare notevolmente le scelte e le decisioni non è tanto la classica omofilia sociale come descritta durante questa trattazione, ma più un'omofilia basata sull'attivismo, ovvero sulla volontà di supportare quei gruppi sottorappresentati (come può essere appunto per le donne) che incontrano molte difficoltà nell'ambito della ricerca dei finanziamenti.

2.2.3 Il rapporto omofilia-performance

A conclusione di questo capitolo in cui ci si è concentrati sull'omofilia, dapprima in chiave più generale e successivamente con un focus nell'ambito di maggiore interesse, ovvero quello economico, è importante porsi una domanda alla quale alcuni studiosi hanno cercato di dare una risposta: l'omofilia consente di aumentare le performance o le riduce? Tale quesito consente di compiere delle riflessioni molto interessanti, in quanto le implicazioni che si possono sviluppare possono portare le imprese e le istituzioni a compiere scelte mirate al fine di aumentare le loro performance: bisogna dunque puntare maggiormente sui rapporti omofili, oppure no?

In primo luogo, bisogna evidenziare che non esistono molti studi riguardanti questo tema e quelli che sono stati svolti non danno risultati molto chiari, anzi, risultano

parecchio contrastanti. Ad esempio, uno studio condotto da Gomper (et al. 2016, in Ertug et al. 2018) ha fatto emergere che l'omofilia tra i venture capitalists porta ad una riduzione della probabilità di successo degli investimenti (soprattutto nelle fasi iniziali); ma al contempo, da un altro studio di Hegde e Tumlinson (2014) è emerso che la somiglianza etnica tra venture capitalists e i fondatori delle startup porta ad un incremento delle performance delle imprese stesse. In aggiunta, a rendere ancora più spinosa la questione, è la presenza di idee e teorie che tra loro possono risultare contrastanti; è il caso delle teorie funzionalistiche che sono state accennate nel paragrafo precedente: in un contesto imprenditoriale è l'omofilia ad aumentare le performance, oppure è la diversità a garantire migliori risultati economici?

L'idea di base su cui Ertug (et al. 2018) ha incentrato l'analisi riguarda il posizionamento all'interno della gerarchia formale ed informale di una organizzazione. Coloro che si collocano ai livelli più alti della gerarchia generalmente tendono ad avere una relazione tra omofilia e performance negativa, in quanto, in ragione dei compiti che quest'ultimi devono svolgere è fondamentale potersi basare su un più ampio numero di informazioni diversificate; a questo, si aggiunge il fatto che proprio in virtù di uno status più elevato, essi sono in grado di accedere ad informazioni e risorse molto più facilmente. Al contrario, coloro i quali svolgono ruoli junior o comunque si situano nei livelli più bassi della gerarchia tendono ad avere una relazione omofilia-performance positiva.

Lo studio è stato condotto su un campione di banchieri appartenenti alla divisione "vendite e trading" di una banca di investimento globale. I dati hanno dimostrato che il posizionamento all'interno della gerarchia influenza effettivamente la relazione omofilia-performance; i banchieri che si collocano ai livelli più bassi della gerarchia sono in grado di ottenere risultati migliori se collaborano e si affidano a persone simili, proprio perché in questo modo sono in grado di ottenere determinate informazioni e risorse che altrimenti non avrebbero a disposizione. Per i banchieri con uno status più elevato, invece, fondamentale è poter contare su reti maggiormente diversificate, per via anche delle maggiori responsabilità. Un importante risultato di questa analisi è che a mano a mano che un soggetto migliora le proprie prestazioni (inizialmente grazie

anche all'aver instaurato dei legami omofili), aumentano le proprie responsabilità e di conseguenza il proprio status; così facendo, si dovrà successivamente modificare la propria rete di relazioni per potersi adattare ad una situazione che implica maggiori diversità di input per potersi assicurare ancora buone performance (Gargiulo e Benassi 2000).

I dati dello studio però si portano dietro dei limiti che non si può prescindere dal non menzionarli. Innanzitutto, ci si può chiedere: è l'omofilia che provoca la performance, oppure è per il fatto che si realizzino bassi rendimenti che poi si ricorre a relazioni omofile? Si tratta di un problema che riguarda la comprensione di quale sia la causa e quale l'effetto. Infatti, si potrebbe anche sostenere che coloro i quali presentino bassi rendimenti, siano portati ad avere relazioni omofile in quanto i soggetti più simili tendono ad essere più comprensivi. In sostanza i dati non specificano la vera direzione di questa relazione, anche se sembra più probabile che sia l'omofilia ad influenzare le performance e non viceversa.

Un altro limite che si può riscontrare dai dati fa riferimento al fatto che non si tengono conto di altre situazioni che all'interno di una grande banca di investimento si possono normalmente verificare, come ad esempio la forte concorrenza tra colleghi e l'ampio turnover, i quali possono influenzare la comprensione dei risultati e non possono consentire di estendere tali conclusioni ad altri contesti.

In sintesi, si può quindi affermare, alla luce degli studi condotti, che i rapporti omofili giocano un ruolo molto importante anche per quanto concerne le performance dei singoli individui che operano soprattutto all'interno di grandi organizzazioni in cui uno dei fattori chiave è l'elevata conoscenza di informazioni. In particolare, tali relazioni possiedono un'elevata rilevanza nei ranghi più bassi della gerarchia, dove è fondamentale poter contare sull'aiuto ed il supporto di altri individui; mentre, laddove vi sia la necessità di ottenere informazioni altamente diversificate, per esempio in relazione a lavori di importante caratura, risulta preminente una riorganizzazione della struttura delle proprie reti sociali per garantire rapporti con persone che possano apportare conoscenze e competenze diverse, in quanto ai livelli più alti la diversità è ricchezza.

CAPITOLO 3

Nei capitoli precedenti si è fornita una panoramica teorica generale sulla figura del business angel, focalizzandosi sulle sue caratteristiche, sul suo *modus operandi* e sui tratti che lo distinguono da altre tipologie di investitori (quali ad esempio i venture capitalists). La trattazione si è poi sviluppata sul concetto di *homophily* e di come quest'ultimo influenzi le relazioni economiche tra soggetti, andandosi a concentrare sulla relazione tra business angel ed imprenditore.

Questo terzo capitolo si propone di prendere in considerazione i temi in esame da un punto di vista empirico, andando ad evidenziare come le caratteristiche del business angel e dell'imprenditore possono influenzare le performance dell'impresa oggetto del finanziamento angelico.

Si è deciso di strutturare il seguente capitolo nel modo seguente: il paragrafo 3.1 sarà incentrato sull'elaborazione delle ipotesi di ricerca; poi, nel paragrafo 3.2 verrà presentato il modello da cui si sviluppa l'analisi, andando a descrivere il dataset, le variabili che compongono il modello ed il modello econometrico di riferimento; infine, nel paragrafo 3.3 verrà condotto un primo studio sulle variabili presentate precedentemente e successivamente verranno analizzati i risultati ottenuti dalla regressione oggetto dello studio, al fine di confermare o rifiutare le ipotesi di cui paragrafo 3.1.

3.1 Ipotesi di ricerca

3.1.1 BA ed esperienza imprenditoriale

Come evidenziato nei precedenti capitoli, una delle caratteristiche che distingue alcuni business angels è la loro importante pregressa esperienza imprenditoriale. Grazie

all'esperienza maturata da quest'ultimi vestendo i panni dell'imprenditore, sono in grado di mettere a disposizione delle startup in cui hanno deciso di investire, non solo capitali finanziari, ma anche importanti contributi non monetari di carattere conoscitivo, strategico e manageriale. Lo stretto legame che viene ad instaurarsi tra il business angel e l'imprenditore, permette a quest'ultimo di accrescere le proprie conoscenze e competenze in campo imprenditoriale in tempi più brevi e di raggiungere con maggior velocità buoni risultati per la sua impresa. La conoscenza delle dinamiche di mercato e del settore in cui si opera, unita alle competenze relative alla gestione di un buon business, sono nel mondo economico un fattore determinante per lo sviluppo di una buona idea imprenditoriale. Di conseguenza è naturale aspettarsi che le startup supportate da business angels con esperienza imprenditoriale pregressa che partecipano in modo proattivo all'attività dell'impresa (i cosiddetti *active angels*) siano in grado di ottenere performance migliori rispetto alle startup i cui imprenditori non possono far affidamento alla pregressa esperienza imprenditoriale messa a disposizione dai business angels.

Sulla base di quanto appena evidenziato, si può formulare la seguente ipotesi di ricerca.

H1. *La performance delle startup che hanno ricevuto un finanziamento angelico è positivamente influenzata dalla pregressa esperienza imprenditoriale del business angel.*

3.1.2 BA ed istruzione economica

Un'altra caratteristica relativa al capitale umano che la letteratura ha riscontrato ricoprire un ruolo fondamentale è il livello di istruzione, in quanto può essere considerato come un valido indicatore di conoscenze, competenze, capacità di *problem solving*, disciplina, motivazione, fiducia in sé stessi e più in generale di flessibilità mentale. Possedere un bagaglio culturale molto elevato permette quindi al business angel di compiere le scelte più opportune in base alla situazione che si trova

ad affrontare. Detto ciò, è probabile che possedere una formazione di carattere economico/manageriale possa permettere al business angel di comprendere meglio le dinamiche di mercato e di settore in cui la startup opera. Per questa ragione, possedere una *forma mentis* di carattere economico può probabilmente aiutare in molte circostanze della vita di un'impresa. Le nozioni teoriche che vengono apprese durante un percorso di laurea possono dunque fare la differenza e permettere al business angel di realizzare investimenti ancora più redditizi. Conseguentemente è probabile che ciò si rifletta anche sulla performance realizzata dall'impresa, in quanto di riflesso, poter contare su un investitore con elevate conoscenze teoriche economico/manageriali aumenta le probabilità di un buon andamento del business e di crescita dell'imprenditore stesso.

Posso quindi formulare la seguente ipotesi.

H2. *La performance delle imprese che hanno ricevuto un finanziamento angelico è positivamente influenzata da un'istruzione di tipo economico/manageriale posseduta dal business angel.*

3.1.3 BA e quota di proprietà

Una delle caratteristiche che sono state indagate nella letteratura concernente i business angels fa riferimento alla quota di proprietà che quest'ultimi possiedono all'interno delle startups finanziate (Aernoudt, 1999). L'evidenza empirica ha rivelato come questi soggetti sono generalmente interessati a quote di minoranza anziché di maggioranza. È però ragionevole sostenere che maggiore sia la quota detenuta dal business angel nell'impresa finanziata e maggiore sarà l'influenza che egli può esercitare nell'impresa stessa per quanto concerne le decisioni strategiche ed operative. È quindi possibile ritenere che grazie all'esperienza e alle competenze possedute dal BA, ciò si traduca in una performance superiore da parte dell'impresa.

Risulta possibile quindi formulare la seguente ipotesi.

H3. *La performance delle imprese finanziate da business angels è positivamente influenzata dalla quota di proprietà nell'impresa detenuta dal business angel.*

3.1.4 Founders e rete di relazioni

Un ulteriore aspetto di interesse riguarda la rete di connessioni e relazioni che i fondatori delle startup possiedono. Possedere un'ampia rete di contatti e di relazioni si traduce in maggiori opportunità di accrescere il proprio business e le proprie competenze, grazie alla possibilità di interagire con un più ampio numero di soggetti.

Il confronto con altre persone è considerato una fonte di ricchezza, in quanto può consentire sia di giungere alla risoluzione di eventuali problematiche in tempi più celeri e sia di venire a conoscenza di importanti informazioni, ad esempio di mercato, che possono consentire un più rapido sviluppo. Collegandosi poi al tema centrale di questa trattazione, è importante ricordare che il mercato dei business angels è un mercato informale e dunque un ampliamento della rete di relazioni da parte di un founder può sicuramente aumentare la probabilità di conoscere un investitore informale e di avere accesso più agilmente ai finanziamenti di cui un'impresa, soprattutto nella sua prima fase di vita, ha bisogno.

È ragionevole quindi pensare che ciò si possa tradurre in una performance migliore per l'impresa.

Sulla base di quanto detto, viene formulata la seguente ipotesi.

H4. *La performance delle imprese finanziate da business angels è positivamente influenzata dalla rete di relazioni posseduta dal/dai founder/founders.*

3.2 Dati e metodologie

3.2.1 Dataset

Per testare le ipotesi elaborate nel precedente paragrafo si è utilizzato un dataset di imprese sostenute da business angels. In particolare, si sono sfruttati i dati ottenuti dall'Italian Business Angel Network (IBAN), grazie ai questionari somministrati ai suoi associati e ad altri investitori privati dal 2008 al 2018.

Risulta importante evidenziare che la maggior parte degli investimenti effettuati dai BAs rimane sconosciuta poiché si tratta di investimenti privati che per loro natura tendono a rimanere invisibili o anonimi. La metodologia di *sampling* adottata dall'IBAN consente di integrare il “mercato visibile” con il cosiddetto “mercato invisibile”. Nello specifico, la procedura di campionamento è composta da varie fasi ed è così suddivisa:

1. IBAN invia il link relativo all'indagine ai propri associati e, più in generale, a tutti i BAs noti o stimati con conseguente raccolta delle risposte;
2. Coloro che non portano a termine il questionario vengono poi sollecitati al completamento;
3. Si passa poi alla fase di analisi di tutte le risposte ricevute, andando ad identificare ed escludere le risposte errate o incomplete;
4. Infine, vengono svolte chiamate telefoniche dirette ad alcuni partecipanti per controllare e confermare alcune risposte.

Il dataset IBAN contava 905 società finanziate da 556 business angels dal 2008 al 2018. Successivamente, attraverso un *matching* con il database AIDA-BVD⁹, sono state identificate 348 aziende, per le quali si sono scaricati i dati contabili e finanziari. Questo gruppo di imprese rappresenta il nostro dataset finale cui far riferimento.

⁹ AIDA-BVD è una banca dati online contenente informazioni di carattere economico-finanziario, anagrafico e commerciale in riferimento a tutte le società di capitali italiane attive e fallite.

Si è deciso di prendere in esame un periodo di tempo che va da T=0 a T=4 per svolgere le successive analisi empiriche (T=0 corrisponde all'anno in cui il primo business angel ha investito nella determinata impresa).

L'analisi empirica è stata condotta attraverso l'utilizzo del software STATA.

3.2.2 Il modello econometrico

Il modello econometrico che è stato adottato al fine di svolgere l'analisi empirica che ci si è proposti di condurre è il seguente.

Si tratta di un modello di regressione ordinale panel logistica (xtologit), il quale presenta tale forma sintetica:

$$y_{i,t} = \beta * HypothesisVariables_{i,t} + \phi * Controls_{i,t} + \tau + \theta + \rho + \varepsilon$$

Dove:

- $y_{i,t}$ corrisponde alla variabile dipendente studiata del modello, ovvero la performance delle imprese;
- β corrisponde al coefficiente che moltiplica il vettore $HypothesisVariables_{i,t}$ composto dalle variabili esplicative del modello su cui sono state formulate le ipotesi: *Entrepreneurial_exp*, *BA_educ_EconLaw*, *Ownership_share* e *founder_connections*;
- ϕ corrisponde al coefficiente che moltiplica il vettore $Controls_{i,t}$ composto dalle altre variabili che completano il modello;
- τ , θ e ρ rappresentano gli effetti fissi del tempo, dell'industria e NUTS2 (Nomenclatura delle unità territoriali statistiche a livello regionale);
- ε fa riferimento alla componente di errore del nostro modello.

3.2.3 Le variabili del modello

Per quanto concerne la variabile dipendente, ovvero l'indice di performance, è bene sottolineare che nella letteratura si possono osservare svariate metodologie per stimare tale indicatore. Per esempio, alcuni indicatori di performance aziendale vengono stimati sulla base del fatturato, della quota di mercato o sulla produttività. Tuttavia, tali indicatori non rappresentano una buona scelta nel nostro contesto poiché le imprese che ricevono finanziamenti angelici si trovano all'inizio del loro ciclo di vita e quindi i loro ratios contabili/finanziari sono spesso molto limitati dal punto di vista informativo.

Kerr et al. (2014), in merito alla misurazione delle prestazioni aziendali, ha sviluppato tre misurazioni diverse:

1. Costruzione di due indicatori binari facenti riferimento la sopravvivenza e il successo, in particolare: sopravvivenza dopo 4 anni dal finanziamento del business angel e uscita dalla società di successo attraverso una IPO¹⁰ o attraverso un'acquisizione;
2. Impiego tre variabili di risultato per quanto riguarda la crescita, ovvero: occupazione, traffico sul sito web e brevetti;
3. Capacità dell'impresa di aumentare un successivo finanziamento da parte di un venture capital come misura di performance (si veda Collewaert et al. (2010) e Werth & Boert (2013)).

In questa trattazione si è deciso di adottare l'indice di performance definito in Bonini et al. (2018), che sulla base del lavoro svolto da Kerr et al. (2014) ha definito un indicatore di performance ad-hoc per le imprese supportate da business angels. In particolare, si tratta di un indice di performance ordinale che può assumere 5 valori: -2, -1, 0, 1, 2.

L'assegnazione del punteggio si basa sui valori assunti dai ricavi, dall'utile netto e dal valore del patrimonio netto, in particolare:

¹⁰ Una IPO è un'offerta pubblica iniziale, attraverso la quale una società diffonde i propri titoli tra il pubblico ed in questo modo ottiene la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato.

- -2 quando i ricavi sono pari a zero, l'utile netto ed il valore del patrimonio netto sono negativi;
- -1 quando i ricavi sono pari a zero, l'utile netto è negativo ma il patrimonio netto assume un valore positivo;
- 0 quando i ricavi sono positivi, ma sia l'utile netto che il valore del patrimonio netto sono negativi;
- 1 quando l'utile netto è negativo, ma le entrate ed il valore netto delle attività sono positivi;
- 2 quando i ricavi, l'utile netto ed il valore netto d'inventario sono tutti e tre positivi.

Con riguardo invece alle variabili indipendenti del modello, è bene sottolineare che esse fanno riferimento al primo business angel che ha supportato l'impresa e sono state costruite a partire dai dati raccolti attraverso il survey IBAN. Le variabili su cui si sono testate le ipotesi sono le seguenti:

- Entrepreneurial_exp: variabile dummy che assume valori pari a 1 se il business angel possiede esperienza pregressa dal punto di vista imprenditoriale e 0 altrimenti;
- BA_educ_EconLaw: è una variabile dummy che assume valore pari a 1 se almeno un business angel ha studiato Economia, Management o Legge e 0 altrimenti. Questa variabile consentirà di rispondere alla seconda ipotesi elaborata;
- Ownership_share: la quota di proprietà tenuta dal business angel all'interno dell'impresa. Variabile che permetterà di confermare o rigettare la terza ipotesi;
- founder_connections: variabile cardinale che rappresenta la somma del numero di connessioni dei soci fondatori dell'impresa, così come emerso da LinkedIn. È la variabile che fa riferimento alla quarta ipotesi;

Quest'ultime sono sostanzialmente le principali variabili indipendenti del modello che consentono di rispondere alle ipotesi precedentemente elaborate. Ci si aspetta dunque che tutte queste variabili assumano un coefficiente di segno positivo e siano

significative, al fine di confermare tutte le ipotesi oggetto dello studio. Al fine di una maggiore chiarezza viene costruita una tabella riassuntiva.

Tabella 1: tabella riassuntiva variabili principali.

Variabile indipendente	Segno atteso per confermare ipotesi
Entrepreneurial_exp	+
BA_educ_EconLaw	+
founder_connections	+
Ownership_share	+

Detto ciò, al modello sono state poi aggiunte altre variabili di controllo, al fine di garantire la bontà della regressione. In particolare, le variabili di controllo aggiunte sono:

- BA_IndustryHomophily: variabile dummy che assume valore 1 se il business angel in questione ha avuto esperienze analoghe nel settore in cui opera l'impresa in cui ha investito e 0 altrimenti;
- Proximity_same_region: variabile che attiene alla vicinanza tra impresa e residenza del BA (in particolare tale variabile fa riferimento alle teorie, approfondite nel Capitolo 1, le quali dimostrano come i business angels tendano ad investire in imprese tendenzialmente più vicine a loro per poterle controllare più agilmente);
- Capital_invested: la quale fa riferimento all'ammontare di capitale investito da parte dei BAs nelle varie startup;
- companyage: variabile relativa all'età delle varie imprese;
- BA_educ_EnginSciences: dummy che assume valore 1 se almeno uno dei BAs che ha investito nell'impresa possiede una laurea in materie scientifiche e 0 altrimenti;

- BA_educ_LiterLanguages: dummy che assume valore 1 se almeno uno dei BAs che ha investito nell'impresa possiede una laurea in materie umanistiche e 0 altrimenti;

Infine, nel modello sono state inoltre aggiunte le dummy relative al settore, all'area geografica e all'anno.

3.3 I risultati dell'analisi empirica

3.3.1 Statistiche descrittive

Con riguardo alle variabili elencate precedentemente si passa ora alla presentazione delle principali statistiche descrittive, di cui *tabella 2*.

Tabella 2: statistiche descrittive.

	Mean	SD	Min	Median	Max
Performance_index	0.751	1.147	-2	1	2
Entrepreneurial_exp	0.447	0.497	0	0	1
BA_educ_EconLaw	0.76	0.428	0	1	1
founder_connections	4090.489	4957.788	0	2315	29810
Ownership_share	0.195	0.225	0	.13	1
BA_IndustryHomophily	0.624	0.485	0	1	1
Proximity_same_region	0.68	0.467	0	1	1
Capital_invested	115.762	225.284	0	38	2200
companyage	5.246	4.054	1	4	32
BA_educ_EnginSciences	0.244	0.430	0	0	1
BA_educ_LiterLanguages	0.033	0.179	0	0	1

Qui si osservano rispettivamente: la media, la deviazione standard, il valore minimo, la mediana ed il valore massimo delle variabili del modello.

L'analisi poi prosegue con la matrice di correlazione, dove anche in questo caso i dati verranno sintetizzati all'interno della *tabella 3*.

Osservando i valori presenti all'interno della matrice di correlazione si può affermare che non sussistono problemi di multicollinearità; il valore più elevato corrisponde a -0,432 relativo alla correlazione fra la variabile BA_educ_EconLaw e BA_educ_EnginSciences e ciò risulta essere molto intuitivo dato che molti business angels tendono anche ad aver conseguito più lauree.

Tabella 3: matrice di correlazione

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
<i>Performance_index</i> (1)	1.000										
<i>Entrepreneurial_exp</i> (2)	0.085	1.000									
<i>BA_educ_EconLaw</i> (3)	-0.016	-0.062	1.000								
<i>founder_connections</i> (4)	0.111	0.057	-0.093	1.000							
<i>Ownership_share</i> (5)	0.125	0.119	-0.058	-0.035	1.000						
<i>BA_IndustryHomophily</i> (6)	-0.041	0.170	-0.035	-0.057	-0.003	1.000					
<i>Proximity_same_region</i> (7)	0.016	0.071	0.080	-0.071	0.187	-0.087	1.000				
<i>Capital_invested</i> (8)	-0.047	-0.025	-0.049	0.088	0.181	0.033	0.000	1.000			
<i>Companyage</i> (9)	0.014	-0.071	-0.049	-0.167	-0.012	-0.016	-0.075	0.100	1.000		
<i>BA_educ_EnginSciences</i> (10)	-0.103	0.015	-0.432	0.002	0.001	0.186	-0.062	0.233	-0.026	1.000	
<i>BA_educ_LiterLanguages</i> (11)	0.087	0.050	-0.328	0.213	-0.060	-0.065	-0.055	-0.061	0.009	-0.105	1.000

3.3.2 Risultati del modello

I risultati ottenuti dalla nostra regressione si possono osservare all'interno della *tabella 4*. Al suo interno vengono messi in evidenza: i coefficienti (β) stimati delle relative variabili introdotte all'interno del modello, gli errori standard (indicati tra parentesi) e i *p-value* (ovvero i livelli di significatività) delle varie variabili rispetto al test stesso; è bene sottolineare che per una questione di chiarezza e di sintesi STATA attribuisce zero, uno, due oppure tre asterischi al *p-value* secondo tale legenda:

- *: *p-value* < 0,10;
- **: *p-value* < 0,05;
- ***: *p-value* < 0,01.

Naturalmente ad un livello di significatività che presenta tre asterischi corrisponde una maggiore robustezza dei risultati, rispetto ad un livello di significatività che presenta un solo asterisco.

Tabella 4: i risultati della regressione.

Variabili	Risultati del modello
Entrepreneurial_exp	1,267*** (0,484)
BA_educ_EconLaw	-0,853 (0,667)
founder_connections	0,000** (0,000)
Ownership_share	2,769** (1,389)
BA_IndustryHomophily	0,479 (0,531)
Proximity_same_region	0,764 (0,495)

Capital_invested	-0,003* (0,002)
companyage	0,093 (0,070)
BA_educ_EnginSciences	-0,810 (0,644)
BA_educ_LiterLanguages	0,469 (1,324)
Industry	YES
NUTS2	YES
T	YES
Numero di osservazioni	522
Numero di gruppi	126

Innanzitutto, è bene sottolineare che il numero di osservazioni (522) ed il numero di gruppi, ovvero il numero di imprese sulle quali è stata condotta la regressione (126), consentono di poter compiere una regressione soddisfacente e quindi è possibile ora analizzare i risultati.

Prendendo in esame le prime quattro variabili della *tabella 4* è possibile dunque osservare se i risultati ottenuti possono confermare le quattro ipotesi elaborate precedentemente, oppure no. La prima variabile indipendente fa riferimento all'esperienza imprenditoriale pregressa dei business angels e si può notare come essa presenti un coefficiente positivo ed altamente significativo ($p\text{-value} < 0,01$); questo ci consente di confermare l'ipotesi **H1** secondo la quale vi è una relazione positiva fra livello di esperienza imprenditoriale pregressa e performance dell'impresa finanziata, in quanto maggiore è il bagaglio di esperienza che un finanziatore angelico si porta con sé e maggiore sarà la probabilità che quest'ultimo riesca a fornire un elevato numero di consigli ai fondatori di una determinata startup, apportando così valore.

In relazione poi all'ipotesi **H2**, si osserva la variabile indipendente BA_educ_EconLaw, che fa riferimento alla presenza o meno di business angels che

hanno conseguito una laurea in economia, management o legge; tale ipotesi, come detto, si fondava sull'idea che finanziatori angelici con uno studio approfondito in materie, quali: economia aziendale, finanza, management, diritto, ecc.... alle spalle potessero poi nella realtà ottenere risultati migliori rispetto ad altri colleghi senza tale *forma mentis*. In questo caso non è possibile confermare quest'ultima ipotesi, in quanto, osservando i risultati della regressione ci si accorge che la variabile di riferimento non è significativa e quindi non permette di spiegare l'andamento delle performance aziendali.

La variabile successiva, invece, permette di confermare l'ipotesi **H3** relativa alla relazione positiva tra numero di *connections* e performance aziendali. Presentando un livello di significatività corrispondente a $p\text{-value} < 0,05$ e un coefficiente che, seppur molto vicino allo zero, risulta essere positivo, è possibile (utilizzando come *proxy* il numero di *connections* su LinkedIn) confermare l'ipotesi secondo cui i fondatori che possiedono un più ampio numero di connessioni riescono più agilmente ad espandere le proprie conoscenze ed a sfruttare il maggior numero di opportunità che possono loro presentarsi nella rete, con un conseguente effetto positivo sulle performance aziendali. In un mondo che è sempre più dipendente dalla tecnologia e dalla rete, non si può non tenere in considerazione anche questi aspetti, divenuti ormai molto importanti.

Presenta un livello di significatività buono, corrispondente ad un $p\text{-value} < 0,05$, e un coefficiente positivo anche la quarta variabile indipendente del modello, che consente così di confermare anche l'ipotesi **H4** basata sull'idea che ad una maggiore quota di partecipazione del BA al capitale di una startup fosse correlata una performance dell'azienda migliore. Infatti, i risultati della regressione vanno in questa direzione, confermando che maggiore è l'influenza che un business angel riesce ad avere sulle decisioni societarie e migliori sono le performance aziendali. Questo risultato può risultare intuitivo, in quanto, una quota di proprietà elevata in capo al business angel è il segnale principale che tale finanziatore angelico crede molto nel progetto in cui ha deciso di investire; questa è un'importante informazione che viene trasmessa al mercato.

Osservando poi tutte le altre variabili di controllo, non si registrano significatività nei risultati, se non quella relativa alla variabile facente riferimento l'ammontare di capitale investito, che comunque risulta molto lieve ($p\text{-value} < 0,10$) e che presenta un coefficiente negativo, seppur molto vicino allo zero. Tale risultato può sembrare controintuitivo, ma, ragionando in termini più ampi, può essere visto come una piccola conferma del fatto che nel primo periodo di vita di un'impresa ciò che fa molto la differenza non sono solo i capitali apportati (seppur come visto nel Capitolo 1 di fondamentale importanza al fine di colmare il *funding gap*), quanto le conoscenze e i consigli apportati dal BA, che tra l'altro sono ciò che più li distingue e li rende così peculiari rispetto agli altri investitori formali.

Al fine di una maggiore completezza, qui di seguito si fornisce un'ultima tabella in cui vengono sintetizzate le relazioni (positive o negative) che ci si aspettava di osservare tra la variabile dipendente del modello e le altre variabili di controllo.

Tabella 5: segno atteso per le altre variabili del modello.

Variabili	Segno atteso
BA_IndustryHomophily	+
Proximity_same_region	+
Capital_invested	?
Companyage	?
BA_educ_LiterLanguages	+
BA_educ_EnginSciences	+

Ad eccezione delle variabili "Capital_invested" e "companyage", per le quali si pensa possano avere un impatto ambiguo sull'indice di performance, per le altre ci si attende che contribuiscano tutte in modo positivo all'aumento della performance di un'impresa.

A conclusione di questo studio si può quindi affermare che delle 4 ipotesi elaborate, 3 trovano conferma dalla regressione condotta.

CONCLUSIONE

Tale trattazione si è proposta di svolgere un'analisi ed un approfondimento relativo al mondo dei business angels, il quale presenta continue evoluzioni e sviluppi.

Nei primi due capitoli è stata condotta un'analisi descrittiva all'interno della quale si è voluto mettere in luce le caratteristiche principali che rendono peculiari questi soggetti ed è stata condotta una disanima riguardante la composizione ed il conseguente andamento del mercato di questi finanziatori angelici. Si è voluto dare spazio alla componente relazionale, quale vero valore aggiunto di questa tipologia di attività di investimento. Infatti, si è visto come il business angel preferisca operare a stretto contatto con l'imprenditore e crei con quest'ultimo un legame solido dal quale il neofondatore può sicuramente ottenere grandi insegnamenti ed arricchire il proprio bagaglio culturale con riguardo soprattutto ai temi economico-manageriali.

Partendo dunque dal presupposto che il finanziatore angelico, nella scelta del progetto in cui investire, attribuisca molta importanza ai valori morali dell'imprenditore (dato che formerà con quest'ultimo una solida relazione) si è deciso di condurre un approfondimento sul tema omofilia. L'*homophily* influenza notevolmente la creazione di rapporti e relazioni sociali e quindi si è deciso di introdurre all'interno di questa trattazione una tematica attinente alla sfera sociologica, proprio perché si è osservato come essa costituisca la base anche delle relazioni che si instaurano in campo economico.

Nel capitolo 3 si è poi dato spazio allo svolgimento di un'analisi empirica, dove si è voluto rispondere ad alcune ipotesi concernenti l'effetto che alcune caratteristiche lato imprenditore e lato business angel hanno sulla performance aziendale. Si è potuto constatare come la pregressa esperienza imprenditoriale del business angel, la rete di relazioni in capo ai *founders* (per la quale è stato utilizzato come proxy il numero di *connections* su LinkedIn) e la quota di proprietà posseduta dal finanziatore angelico contribuiscano in modo positivo all'incremento della performance aziendale. Inoltre, è bene evidenziare come, osservando soprattutto le ipotesi relative alla pregressa

esperienza imprenditoriale ed alla rete di relazioni posseduta dai fondatori, anche in questo caso ci si è voluti concentrare su caratteristiche relative ad aspetti di natura relazionale, soprattutto con l'obiettivo di sottolineare ancora una volta il forte interesse verso questo aspetto.

Con questa tesi si è voluto dare un contributo alla ricerca in questo campo al fine di estendere le analisi relative alle performance delle imprese finanziate dai business angels, le quali a causa soprattutto del cosiddetto "mercato invisibile" (che caratterizza questa tipologia di mercato informale) sono limitate. Si sono ottenuti validi ed interessanti risultati che potranno essere utilizzati come base di partenza per altri lavori e fornire supporto ad altre ricerche.

BIBLIOGRAFIA

Aernoudt R., 1999. *Business Angels: Should they fly on their own wings?* *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*.
<http://dx.doi.org/10.1080/136910699295965>

Ahuja, G., Polidoro, F.R., Mitchell, W., 2009. *Structural homophily or social asymmetry? The formation of alliances by poorly embedded firms*. *Strategic Management Journal*.
https://deepblue.lib.umich.edu/bitstream/handle/2027.42/63563/774_ft.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Aleman, L., Villanueva, J., 2014. *Early Stage Investors' Criteria and New Venture Financial Performance: Are They Related?*.
https://www.researchgate.net/publication/279275482_Early-Stage_Investors%27_Criteria_and_New_Venture_Financial_Performance_Are_They_Related

Aram, J. D., 1989. *Attitudes and behaviors of informal investors toward early-stage investments, technology-based ventures, and coinvestors*. *Journal of Business Venturing*, 4, 333-347.
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0883902689900050>

Audretsch, D.B., Keilbach, M., 2004. *Does entrepreneurship capital matter?* *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28, 419-430.
https://www.researchgate.net/publication/42241471_Does_Entrepreneurship_Capital_Matter

Berger, A.N., Udell G.F., 1998. *The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*. *Journal of Banking & Finance*, 22, 613-673.
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426698000387>

Bonini, S., Capizzi, V., 2019. *The role of venture capital in the emerging entrepreneurial finance ecosystem: future threats and opportunities*. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*. 21, 137-175. <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13691066.2019.1608697?journalCode=tvec20>

Bonini, S., Capizzi, V., Zocchi, P., 2019. *The performance of angel-backed companies*. *Journal of Banking & Finance*. 100, 328-345. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426618302759>

Burke, A., van Stel, A., Hartog, C., Ichou, A., 2014. *What determines the level of informal venture finance investment? Market clearing forces and gender effects*. *Small Business Economics*. 42, 467-484. https://econpapers.repec.org/article/kapsbusec/v_3a42_3ay_3a2014_3ai_3a3_3ap_3a467-484.htm

Capizzi, V., 2015. *The returns of business angel investments and their major determinants*. *Venture Capital*. 17, 271-298. https://www.researchgate.net/publication/283336239_The_returns_of_business_angel_investments_and_their_major_determinants

Davidsson, P., Honig, B., 2003. *The role of social and human capital among nascent entrepreneurs*. *Journal of Business Venturing*. 18, 301-331. https://www.researchgate.net/publication/313101101_The_role_of_social_and_human_capital_among_nascent_entrepreneurs

Engel, D., 2002. *The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation*. ZEW, Discussion Paper from ZEW - Leibniz Centre for European Economic Research.

https://www.researchgate.net/publication/5061401_The_Impact_of_Venture_Capital_on_Firm_Growth_An_Empirical_Investigation

Ertug, G., Gargiulo, M., Galunic, C., Zou T., 2018. *Homophily and Individual Performance*. *Organization Science*. 29, 912-930. <https://pubsonline.informs.org/doi/10.1287/orsc.2018.1208>

Goldfarb, B., Hoberg, G., Kisch, D., Triantis, A., 2013. *Are Angels Different? An Analysis of Early Venture Financing*. <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=2960640030860210170251220720100602305108405104406802200910307702711802406511910802506100111105501000112112402603001802909711212604603605107802207712507007201509705501602811809300007906511410309511807606408612101100009210901508712207027124085095001&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

Groza, M.P., Groza, M.D., Barral, L.M., 2020. *Women backing women: The role of crowdfunding in empowering female consumer-investors and entrepreneurs*. *Journal of Business Research*, 117, 432-442. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S014829632030388X>

Harrison, R., & Mason, C. M., 2017. *Backing the horse or the jockey? Due diligence, agency costs, information and the evaluation of risk by business angel investors*. *International Review of Entrepreneurship*, 15(3), 269-290. <https://www.senatehall.com/entrepreneurship?article=575>

Harrison, R. T., & Mason, C. M., 2007. *Does gender matter? women business angels and the supply of entrepreneurial finance*. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 31(3), 445-472. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2007.00182.x>

Hellman, T.F., Schure, P., Vo, D., 2015. *Angel and Venture Capitalists: Complements or Substitutes?* Finance Working Paper. 628. <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=073073021078081082094120094117087024051051004040033087102079000075002117093005124090054018020099098032062027089098093007111025057001095014077067125069107123017093088021012082106070095089031076080126100025099016019001068124023122113113067083090007068122&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

Kerr, W.R., Lerner, J., Schoar, A., 2014. *The Consequences of Entrepreneurial Finance: Evidence from Angel Financings*. *Review of Financial Studies*, 27, 20-55. https://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/88093/Schoar_The_consequences.pdf?sequence=1&isAllowed=y

McPherson, M., Smith-Lovin, L., Cook, J.M., 2001. *Birds of a feather: Homophily in Social Networks*. Annual Review of Sociology. 27, 415-444.

https://www.researchgate.net/publication/200110353_Birds_of_a_Feather_Homophily_in_Social_Networks

Qin, F., Mickiewicz, T., Estrin, S., 2021. *Homophily and peer influence in early-stage new venture informal investment*. Small Bus Econ (22). 59, 93–116

https://www.researchgate.net/publication/353673915_Homophily_and_peer_influence_in_early-stage_new_venture_informal_investment

Ruef, M., Aldrich, H.E., Carter, N.M., 2003. *The structure of founding teams: homophily, strong ties and isolation among U.S. entrepreneurs*. American Sociological Review. 68, 195-222. <https://www.jstor.org/stable/1519766>

Università Ca' Foscari di Venezia, dipartimento di management, 2019. *Politiche finanziarie aziendali*. McGraw-Hill Education.

Werth, J.C., Boert, P., 2013. *Co-investment networks of business angels and the performance of their start-up investments*. International Journal of Entrepreneurial Venturing. 5, 240-256. https://www.researchgate.net/publication/256012284_Co-Investment_Networks_of_Business_Angels_and_the_Performance_of_Their_Start-Up_Investments

SITOGRAFIA

BankPedia,

[https://www.bankpedia.org/index_voce.php?lingua=it&i_id=88&i_alias=b&c_id=18858-business-angel-\(enciclopedia\)](https://www.bankpedia.org/index_voce.php?lingua=it&i_id=88&i_alias=b&c_id=18858-business-angel-(enciclopedia))

Chi è il business angel, come può finanziare la startup, come trovarlo,

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

Business angels italiani ed impatto sociale. Il report completo 2021,

<http://innovazionesociale.org/index.php/1021-business-angel-italiani-e-impatto-sociale-il-report-completo-2021>

IAG e A4W a sostegno dell'imprenditoria femminile,

<https://www.italianangels.net/news/italian-angels-for-growth-and-angels-for-women-in-support-of-female/>

BAN, <https://businessangels.network/>

Associazione IBAN, <https://www.iban.it/>

Cos'è un business angels?, <https://sumup.it/fatture/dizionario/business-angel/>

A4W, <https://angels4women.com/business-angel-donne/>

Donne business angel, ancora poche, ma questo è l'identikit,

<https://www.startupbusiness.it/identikit-della-business-angel-europea/96039/>

Angels for Women: le Business Angels per la tua startup innovativa,

<https://www.assodonna.it/it/impresa/angels-for-women-business-angels-startup-innovativa.html>

Survey women business angels 2021, <https://www.lorenzamorandini.com/survey-women-business-angel-2021-di-iban-italian-business-angels-network/>

Sostenere le attività dei business angel a favore della crescita delle PMI, http://publications.europa.eu/resource/ellar/cf4dcc4d-cfc4-11e5-a4b5-01aa75ed71a1.0001.03/DOC_1

2020, per la prima volta la legge definisce i Business Angel, <https://www.economyup.it/startup/2020-per-la-prima-volta-la-legge-definisce-i-business-angel/>

Il business angel nel finanziamento di startup e PMI, <https://www.viscontilegal.it/il-business-angel-nel-finanziamento-di-startup-e-pmi/>

