



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea Magistrale  
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea Magistrale

**L'impatto dello Human Capital nel finanziamento  
delle start-up.**

Un'indagine empirica dei Venture Capital.

**Relatrice**

Prof.ssa Elisa Cavezzali

**Laureanda**

Laura Scaboro

892600

**Anno Accademico**

2022 / 2023



*Ai miei genitori,  
che non hanno mai smesso di credere in  
me e che mi hanno sostenuta durante tutto  
il mio percorso.*



## **Indice**

<b>Introduzione</b>	<b>7</b>
<b>I. Il mondo dell'entrepreneurial finance</b>	<b>11</b>
<b>1.1. Cos'è l'entrepreneurial finance e perché è importante</b>	<b>11</b>
1.1.1. Il processo di entrepreneurial finance	15
<b>1.2. I principali attori</b>	<b>17</b>
1.2.1. Founders, famiglia e amici	19
1.2.2. Acceleratori e incubatori	19
1.2.3. Crowdfunding	21
1.2.4. Business angel	25
1.2.5. Venture capital	29
1.2.6. Analogie e differenze tra i soggetti coinvolti nel processo di investimento	36
<b>II. Le caratteristiche di human capital in entrepreneurial finance</b>	<b>39</b>
<b>2.1. Il concetto di human capital</b>	<b>39</b>
<b>2.2. Il concetto di human capital a livello imprenditoriale</b>	<b>41</b>
2.2.1. Esperienza professionale	44
2.2.2. Relazioni sociali	46
2.2.3. Istruzione	47
2.2.4. Genere	48
2.2.5. Altre caratteristiche di human capital	51
<b>2.3. Il concetto di human capital a livello dell'investitore</b>	<b>52</b>
2.3.1. Esperienza professionale	55
2.3.2. Esperienza negli investimenti	59
2.3.3. Decision-making style	62
2.3.4. Istruzione	63
2.3.5. Genere	65
<b>III. Le caratteristiche di human capital influenzano la possibilità di ottenere successivi round di venture capital?</b>	<b>67</b>
<b>3.1. Introduzione</b>	<b>67</b>
<b>3.2. Ipotesi di ricerca</b>	<b>68</b>

3.2.1.	Human capital del founder	68
3.2.2.	Human capital dell'investitore	69
<b>3.3.</b>	<b>Metodologia e dati</b>	<b>71</b>
3.3.1.	Variabile dipendente	74
3.3.2.	Variabili di controllo dell'impresa	75
3.3.3.	Variabili specifiche del founder	75
3.3.4.	Variabili specifiche del BA	76
3.3.5.	Metodo utilizzato	76
<b>3.4.</b>	<b>Statistiche descrittive</b>	<b>77</b>
<b>3.5.</b>	<b>Analisi empirica e risultati</b>	<b>80</b>
<b>3.6.</b>	<b>Conclusioni</b>	<b>83</b>
	<b>Conclusioni</b>	<b>87</b>
	<b>Bibliografia</b>	<b>91</b>
	<b>Sitografia</b>	<b>97</b>
	<b>Ringraziamenti</b>	<b>99</b>

## **Introduzione**

Questo studio mira a esplorare le caratteristiche di human capital nell'ambito dell'entrepreneurial finance, prendendo in considerazione tre attori principali: founders, business angel e venture capital. Nella ricerca, pertanto, ci si concentra sia sul lato dell'imprenditore che su quello dell'investitore, analizzando le loro peculiarità e caratteristiche di capitale umano.

Le motivazioni che hanno spinto ad esaminare questo tema hanno una duplice natura. La prima motivazione si riscontra nell'interesse verso il mondo dell'entrepreneurial finance e di tutte le operazioni di investimento nelle start-up. In secondo luogo, è interessante comprendere il ruolo delle caratteristiche del capitale umano, spesso trascurate o considerate solo secondariamente rispetto agli elementi economici che influenzano le decisioni di investimento.

Infatti, l'obiettivo dello studio è analizzare il ruolo delle caratteristiche di human capital nelle decisioni di finanziamento adottate dal venture capital. In particolare, si è cercato di verificare se istruzione ed esperienza abbiano un'influenza positiva sulle successive tranche di finanziamento fornite dal venture capital.

La ricerca è stata condotta considerando 348 imprese italiane, utilizzando il dataset fornito dall'IBAN. Successivamente, sono state acquisite le informazioni relative ai business angel e ai founders visitando i loro profili LinkedIn e procedendo quindi alla creazione e codifica delle variabili riguardanti le loro caratteristiche umane, come istruzione, esperienza ed altri fattori rilevanti. Sono state selezionate le variabili che si sono dimostrate più adatte al modello ed è stata stimata una regressione panel-logistica a effetti casuali dalla quale sono emersi i risultati consultabili nel terzo capitolo.

La tesi è articolata in tre capitoli. I primi due trattano la letteratura relativa al campo dell'entrepreneurial finance e alle caratteristiche di capitale umano. Il terzo si focalizza sulla domanda di ricerca, ossia se le caratteristiche di human capital dei founders e dei business angel influenzino i successivi round di finanziamento da parte del venture capital.

Il primo capitolo si apre con la definizione di entrepreneurial finance e con l'analisi delle sue potenzialità e dei suoi difetti (Bellavitis et al., 2017), come le sfide legate all'azzardo morale e alla selezione avversa (de Rassenfosse e Fischer, 2016). Inoltre, viene esaminato

il processo di entrepreneurial finance, sia dal punto di vista dell'imprenditore (FIRE) che da quello dell'investitore (FUEL), analizzandone le caratteristiche e le relazioni che si sviluppano tra le parti coinvolte (Da Rin e Hellmann, 2020). Successivamente, si procede a una descrizione più dettagliata di ciascun attore coinvolto nel processo e del contributo apportato. Dal founder, dalla famiglia e dagli amici, i primi ad intervenire nel progetto di sviluppo dell'impresa (Da Rin e Hellmann, 2020) agli incubatori e acceleratori, i quali cercano di accompagnare le start-up a una nuova fase di crescita e sviluppo (Aernoudt, 2004; Clarysse et al., 2015). Sono poi illustrate le caratteristiche del crowdfunding, evidenziando le diverse tipologie e i rischi associati alla partecipazione a queste specifiche piattaforme di raccolta fondi. Infine, vengono delineate le figure dei business angel e il venture capital, che saranno protagonisti nei capitoli successivi, individuando similitudini e differenze e sottolineando il loro ruolo nel finanziamento delle start-up.

Il secondo capitolo si concentra, invece, sulle caratteristiche di human capital, attraverso una rassegna della letteratura in merito. Si definisce il concetto di capitale umano e si sottolinea la sua rilevanza nelle performance delle imprese (Bruns et al., 2008). Dopo aver fornito una panoramica generale dell'argomento, si procede nell'approfondimento sia dal punto di vista del founder sia da quello dell'investitore. Numerosi studi hanno evidenziato l'importanza del capitale umano degli imprenditori e di come possa contribuire al successo imprenditoriale (Unger et al., 2011). In particolare, caratteristiche come la precedente esperienza professionale nel settore in cui si avvia l'attività imprenditoriale, le reti sociali, il livello di istruzione e il genere sembrano giocare un ruolo cruciale nelle performance e nelle decisioni di investimento da parte di business angel e venture capitalist (Colombo e Grilli, 2010; Unger et al., 2011). Allo stesso modo, si esamina il concetto di capitale umano dal punto di vista dell'investitore, il quale riveste un ruolo chiave nella selezione dei progetti di finanziamento. Anche per gli investitori, le caratteristiche come l'esperienza, l'istruzione, il genere e lo stile di investimento influenzano le performance delle imprese (Bonnet et al., 2022; Bonnet e Wirtz, 2011).

Nel terzo capitolo si affronta la domanda di ricerca, ossia se le caratteristiche di human capital sono in grado di influenzare le decisioni di finanziamento del venture capital. Vengono presentate quattro ipotesi di ricerca, due relative ai founders e due ai business angel. Sono inoltre descritti i dati utilizzati e il modello stimato, con l'indicazione delle variabili incluse nel modello, tenendo conto di alcune variabili di controllo dell'impresa e variabili specifiche per gli imprenditori e i business angel. Successivamente, si esegue



un'analisi delle statistiche descrittive e viene calcolata la matrice di correlazione. Infine, si procede con l'analisi empirica, mettendo in evidenza i risultati ottenuti, confermando o respingendo le ipotesi, e si conclude con una discussione dei limiti del modello e degli spunti di miglioramento per ricerche future.

Grazie a questa ricerca è stato possibile confermare l'importanza delle caratteristiche di human capital nelle decisioni di finanziamento da parte del venture capital. In particolare, istruzione ed esperienza si sono rivelati fattori estremamente rilevanti in termini di percezione della qualità delle conoscenze acquisite e delle competenze sviluppate. È stato così possibile stabilire che non solo gli aspetti economici e finanziari sono considerati dagli investitori, ma anche il possesso di una laurea specialistica, l'esperienza pregressa come imprenditore o il numero di co-investitori coinvolti in un determinato progetto e l'alto livello di monitoraggio favoriscono la partecipazione di nuovi attori nel finanziamento.



## **I. Il mondo dell'entrepreneurial finance**

### **1.1. Cos'è l'entrepreneurial finance e perché è importante**

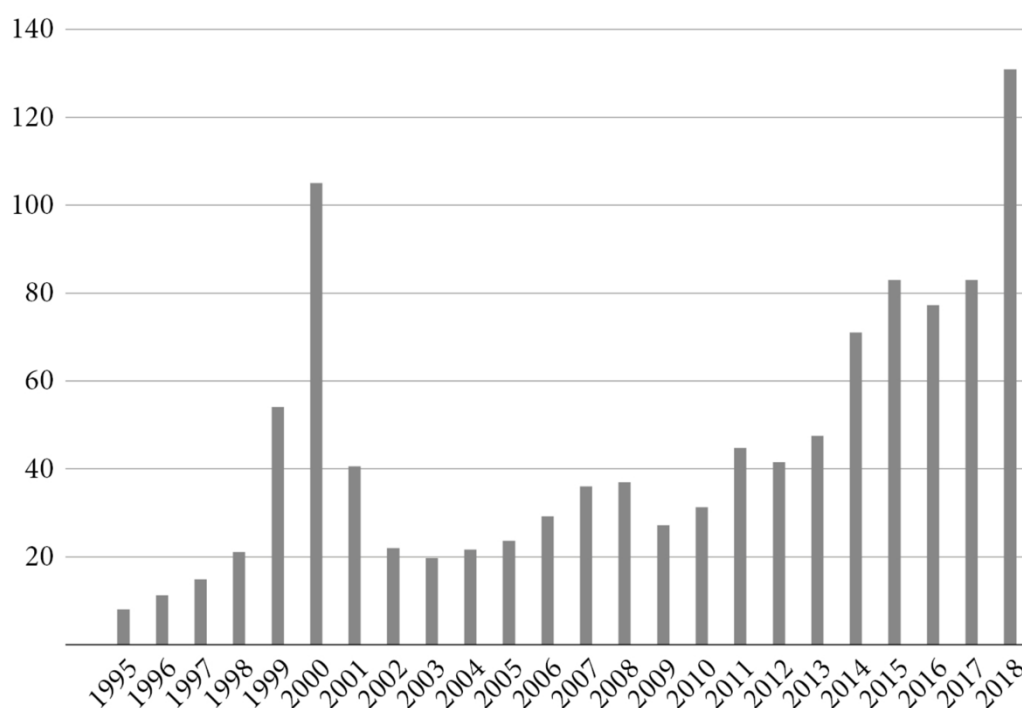
Il mondo dell'entrepreneurial finance è costituito da due concetti separati: il primo riguarda l'“entrepreneurship” che si fonda sull'aspetto più intuitivo e sperimentale, tipico del campo imprenditoriale, l'altro è quello della finanza, concetto che si basa sull'ordine e sulla logica, necessarie per compiere ogni scelta finanziaria (Da Rin e Hellmann, 2020). L'entrepreneurship si può considerare come un ecosistema formato da un insieme di elementi individuali, come il capitale, la leadership, la cultura e l'approccio “open-minded”, che interagiscono tra loro e permettono di creare valore e crescita (Isenberg, 2010). Dal punto di vista finanziario, invece, sono molteplici gli attori che intervengono nelle aziende: dalla famiglia e gli amici che garantiscono il primo round di capitale per l'avvio dell'impresa, ai cosiddetti *business angel* (BAs) e al *venture capital* (VC). Nel corso del capitolo verranno approfondite queste figure, il loro ruolo e l'importanza che ricoprono all'interno della vita aziendale.

L'entrepreneurial finance rappresenta una realtà in continua evoluzione ed è fondamentale studiarla, sia per conoscere i soggetti direttamente coinvolti, come imprenditori e investitori, sia per conoscere l'effetto sull'economia più in generale. Dal punto di vista imprenditoriale, ottenere finanziamenti è vitale per la sopravvivenza aziendale e per il suo successo in quanto le risorse raccolte determineranno il livello di investimenti e la crescita futura (Da Rin e Hellmann, 2020). Anche la scelta dell'investitore gioca un ruolo essenziale nello sviluppo del business poiché dovrebbe supportare sia finanziariamente sia a livello di conoscenze economiche e strategiche (Da Rin e Hellmann, 2020). Non tutti gli imprenditori hanno gli stessi obiettivi e la fase di vita in cui si trova l'azienda può influenzare le loro decisioni: nella fase iniziale, gli imprenditori possono essere riluttanti a condividere il controllo aziendale, ma anche nel caso di imprese familiari consolidate, i founders potrebbero non essere convinti nel ricorrere a finanziamenti esterni che diluiscono la proprietà familiare o che comportano l'assunzione di debiti che metterebbero a rischio la situazione finanziaria (Fraser et al., 2015). Secondo la prospettiva degli investitori, invece, finanziare le giuste imprese, specialmente agli stadi iniziali, è cruciale per generare alti rendimenti (Da Rin e Hellmann, 2020). L'entrepreneurial finance, infine, è di reale importanza anche per l'economia in quanto le imprese sono un driver fondamentale per la crescita economica

in quanto apportano sviluppo, crescita, tecnologie, nuove industrie, mercati e creano molti posti di lavoro (Bellavitis et al., 2017).

Un esempio per spiegare l'importanza dell'entrepreneurial finance è sicuramente la dimensione di questo settore: il grafico sottostante (Grafico 1.1) permette di comprendere quali sono le sue dimensioni, in particolare nel caso del venture capital, negli Stati Uniti dal 1995 al 2018.

### **Grafico 1.1. Investimenti di venture capital negli Stati Uniti**



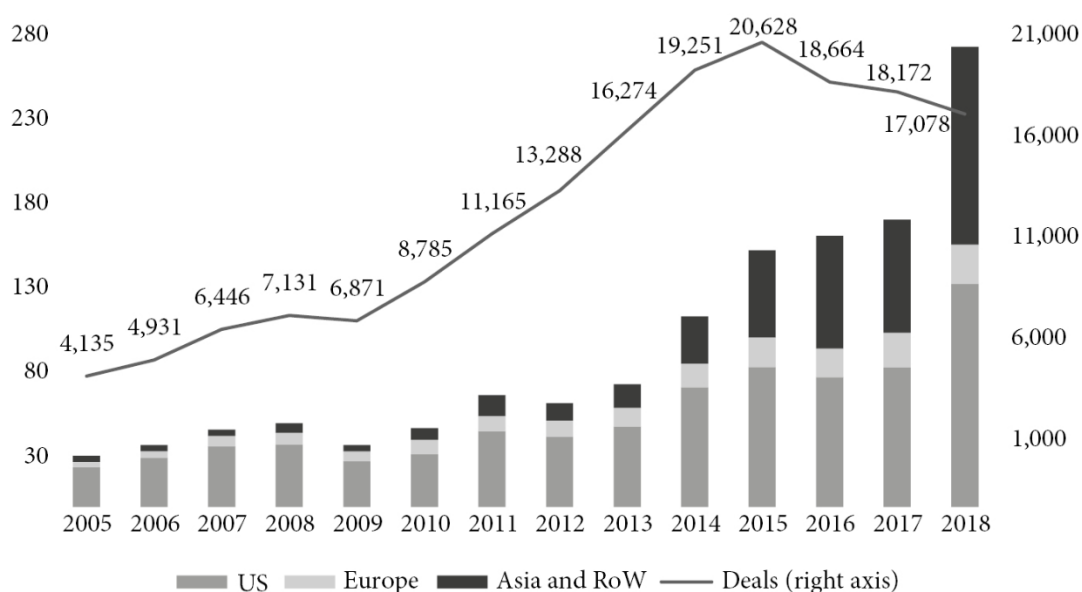
Fonte: NVCA Yearbooks visto in “Fundamentals of Entrepreneurial Finance”.

Questi dati, espressi in miliardi di dollari, rendono chiaramente l'idea di quali siano le dimensioni del settore che nel corso degli anni ha registrato sempre più interesse: nel 1980, secondo i dati di PricewaterhouseCoopers Moneytree, l'ammontare totale degli investimenti di VC negli USA era di circa 680 milioni di dollari, nel 1990 l'ammontare è salito a 2,3 miliardi di dollari e nel 1998 si sono superati i 20 miliardi (Puri e Zarutskie, 2012). I numeri poi diminuiscono dopo il boom registrato tra il 1999 e il 2000, dove si superano i 100 miliardi di dollari, e riprendono a crescere dal 2009.

Come sarà discusso successivamente, il venture capital non è solo cresciuto in termini dimensionali, ma si è anche diffuso sempre di più a livello globale: nel 2018 più della metà degli investimenti di VC è stato realizzato in Asia, solo un decimo in Europa e meno

della metà negli Stati Uniti, evidenziando il cambiamento rispetto al 2005 quando erano perlopiù gli USA ad essere interessati dal VC, come emerge dal Grafico 1.2.

**Grafico 1.2. Investimenti globali in venture capital tra il 2005 e il 2018 per aree geografiche espresso in miliardi di dollari**



Fonte: Pitchbook Data visto in “Fundamentals of Entrepreneurial Finance”

Come descritto precedentemente, l’entrepreneurial finance ha aumentato i propri volumi a livello mondiale negli ultimi anni, ma il settore di appartenenza è fondamentale per gli investitori nella scelta di finanziare una start-up: le start-up dei settori più tecnologici e scientifici riescono a ottenere molteplici e differenti fonti di finanziamento, come ad esempio acceleratori e incubatori e piattaforme di crowdfunding (Bellavitis et al., 2017). Per molti imprenditori ottenere finanziamenti di VC o attraverso altre fonti di entrepreneurial finance rappresenta un risultato significativo, un certificato di qualità e successo. Un esempio proposto da Bellavitis, Filatotchev, Kamuriwo e Vanacker (2017) riguarda il caso di AirBnB, l’ormai molto conosciuto sito in cui è possibile trovare alloggi a breve termine: la società venne fondata nel 2008 e l’anno seguente fu accettata nel programma di incubazione di Ycombinator. Bellavitis, Filatotchev, Kamuriwo e Vanacker (2017) proseguono affermando che, durante i tre mesi di incubazione, sono state sviluppate numerose strategie ed è stato anche cambiato il nome da Airbedandbreakfast.com a AirBnB.com. Successivamente, l’azienda ha catturato

l'attenzione di sempre più investitori, sia business angel che VC, rendendola sempre più popolare e conosciuta in tutto il mondo.

L'entrepreneurial finance presenta, però, anche delle problematiche. La prima riguarda la cosiddetta selezione avversa, ed è legata all'asimmetria informativa esistente tra imprenditori e investitori: gli investitori non possiedono le informazioni passate e le valutazioni del mercato, e devono cogliere le informazioni principali solo prestando attenzione alle caratteristiche dell'impresa che riescono a osservare (Epure e Guasch, 2019). Una caratteristica delle start-up, specifica della loro giovane attività, è infatti l'opacità informativa che rende difficile per gli investitori capire quando investire o no (Berger e Udell, 1998). Le asimmetrie informative tra gli investitori iniziali e gli imprenditori in merito alla qualità dell'investimento sono rilevanti e, pertanto, l'orizzonte temporale, ovvero il momento in cui si deciderà di concludere il rapporto, è cruciale (Barrot, 2016).

La seconda, non meno importante, riguarda il tema dell'azzardo morale: una volta che vengono raccolti i fondi, gli imprenditori possono usarli in maniera sproporzionata anche per affari personali (Denis, 2004). Una tematica legata all'asimmetria informativa e all'azzardo morale riguarda il rischio di agenzia: è il rischio causato dagli interessi separati e possibilmente divergenti tra principal e agent. Può derivare dal comportamento disonesto degli agent, dagli obiettivi contrastanti, dalla falsa rappresentazione delle loro capacità e competenze e dall'inesperienza. Il rischio di agenzia deriva dall'asimmetria informativa poiché gli agenti possiedono informazioni sul progetto che non sono note ai principal. L'asimmetria informativa, a sua volta, espone l'investitore all'azzardo morale, per cui gli agenti possono approfittare dell'asimmetria informativa per ridistribuire le risorse a loro favore e quindi a discapito dell'investitore, e di selezione avversa, che deriva dalla sua incapacità di valutare se l'imprenditore abbia le capacità necessarie (Harrison e Mason, 2017). Gli imprenditori potrebbero investire in strategie, ricerche o progetti che hanno alti rendimenti personali, ma bassi ritorni monetari attesi per gli azionisti. Ad esempio, il fondatore di un'azienda biotecnologica potrebbe scegliere di investire in un determinato tipo di ricerca che gli procuri grande riconoscimento nella comunità scientifica, ma che fornisca un ritorno inferiore per il venture capitalist rispetto ad altri progetti. Inoltre, l'imprenditore, possedendo informazioni riservate, potrebbe scegliere di continuare a investire in un progetto con net present value (NPV) negativo, quindi intraprendendo un progetto inefficiente. Ad esempio, i manager potrebbero ricevere

risultati iniziali da prove di mercato che indicano una scarsa domanda per un nuovo prodotto, ma gli imprenditori potrebbero voler mantenere il prodotto in vita perché ricevono significativi benefici privati (Gompers, 1995).

Per difendersi da queste situazioni, le istituzioni finanziarie utilizzano diversi metodi come garanzie e collateral: l'uso di garanzie è particolarmente importante per i finanziatori tradizionali, in quanto permette di ridurre la selezione avversa e il rischio di azzardo morale associati ai contratti di prestito (de Rassenfosse e Fischer, 2016). Tuttavia, le nuove imprese di solito non hanno molti asset tangibili da impiegare come garanzia. La fornitura di beni personali come garanzia può superare questo problema, ma tale soluzione è costosa per l'imprenditore. I VCs, ad esempio, hanno sviluppato delle tecniche che si sposano bene con le nuove aziende: sono preparati a ridurre l'opacità informativa attraverso attività di screening e monitoraggio, inoltre, stipulano contratti specifici con l'obiettivo di ridurre l'azzardo morale (de Rassenfosse e Fischer, 2016).

Infine, un altro problema che si può individuare riguarda il rischio di mercato, o più ampiamente rischio di performance, che può essere definito come il rischio dovuto a condizioni competitive esterne imprevedibili che influenzano la dimensione, la crescita e l'accessibilità del mercato, o a fattori che influenzano il livello di domanda di mercato e a fattori operativi che potrebbero impedire il raggiungimento degli obiettivi e degli scopi di una nuova impresa (Harrison e Mason, 2017).

### *1.1.1. Il processo di entrepreneurial finance*

In questo sottoparagrafo il tema della discussione sarà il processo di entrepreneurial finance: Da Rin e Hellmann (2020) individuano due framework che saranno utilizzati per descrivere il processo imprenditoriale, il primo chiamato FIRE, che rappresenta il lato dell'imprenditore, e il secondo detto FUEL, che descrive la prospettiva dell'investitore.

La struttura "FIRE" segue l'evoluzione del rapporto tra l'imprenditore e l'investitore:

1. Fit: processo durante il quale investitori e imprenditori si incontrano e cercano di comprendere se esiste un possibile interesse reciproco per poi giungere ad un accordo.
2. Invest: fase in cui si raggiunge un accordo che indica l'ammontare e il numero di quote che gli investitori ottengono per aver concesso il finanziamento.

3. Ride: legame che si crea una volta firmato il contratto. Si può creare un rapporto di fiducia reciproca, di intesa, ma può anche essere un percorso in cui si incontrano delle difficoltà e in cui si possono presentare delle incomprensioni.
4. Exit: momento in cui il rapporto si conclude e in cui gli investitori ottengono un ritorno dei loro investimenti. In particolare, tra i numerosi scenari che si possono delineare, i due estremi di exit con successo sono: l'IPO (offerta pubblica iniziale), ossia quando un'azienda si quota sul mercato azionario, e l'altro accade quando la società viene acquisita con un'alta valutazione da una società consolidata.

L'altro framework preso in considerazione da Da Rin e da Hellmann (2020) si chiama "FUEL" e, come sottolineato precedentemente, rappresenta l'identità e i comportamenti dell'investitore. La struttura è più articolata rispetto alla precedente e la si può riassumere in questo modo:

1. Fundamental structure: si sottolineano quali sono le caratteristiche degli investitori, qual è la struttura organizzativa e quali sono le risorse finanziarie che possono mettere a disposizione, infine si guarda alla struttura di governance e al processo decisionale.
2. Underlying motivation: si evidenzia quali sono gli obiettivi dell'investitore, sia quelli di natura economico-finanziaria, ma anche il grado di avversità al rischio.
3. Expertise and network: cosa l'investitore offre all'imprenditore, qual è il suo livello di esperienza e di conoscenza che può apportare, quale network possiede e se può dividerlo con l'imprenditore.
4. Logic and style: come agisce un investitore, quali criteri usa per scegliere le compagnie e qual è il modo di interagire con le imprese.

Dunque, è evidente come gli investitori pongano una grande attenzione ai progetti che intendono finanziare. Questa particolare attenzione si nota anche osservando i tassi di rifiuto nel settore del VC, che mediamente sono molto più elevati rispetto a quelli registrati nel caso di debito bancario e non bancario: ad esempio, uno studio inglese pubblicato nel 2009 ha riscontrato che il 46% degli intervistati che si sono rivolti ai VCs ha sperimentato il rifiuto e il 24% di coloro che si sono rivolti ai business angel, ha sperimentato il rigetto del finanziamento (Fraser et al., 2015).

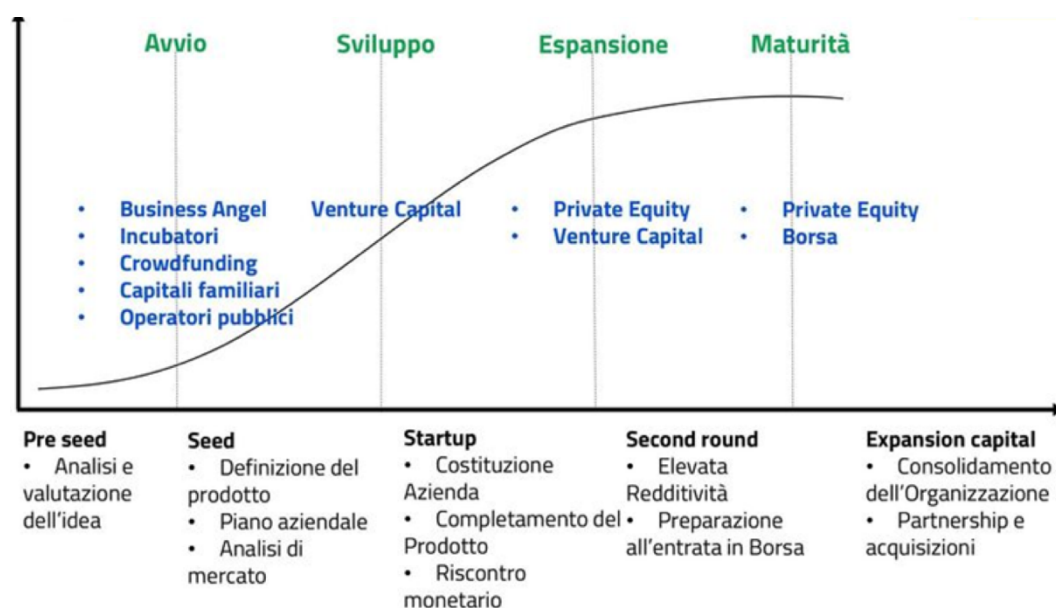


Nel corso del capitolo si andranno a descrivere quali sono i protagonisti del finanziamento di un'impresa ed emergerà come sia complicato per le start-up ottenere finanziamenti esterni. Infatti, le imprese sperimenteranno esigenze che cambieranno a seconda della crescita e del ciclo di vita dell'impresa: le start-up si affidano tradizionalmente alla finanza interna, al credito commerciale e, in misura minore, alla finanza dei business angel, più l'azienda cresce e guadagna una propria reputazione, più è probabile che diventi "pronta per gli investitori", quindi pronta ad accedere a finanziamenti esterni. Non solo la fase di vita dell'impresa influisce sul potenziale di crescita e sulle decisioni finanziarie: anche la dimensione del business, l'età e la forma societaria hanno un ruolo decisivo (Fraser et al., 2015).

## 1.2. I principali attori

Gli imprenditori necessitano di molte risorse per permettere il proseguimento della loro attività e devono affrontare molti ostacoli in quanto molto spesso i progetti che perseguono comportano numerosi rischi, sia per il loro grado di innovazione ma anche per il grado di commerciabilità del prodotto. Gli stadi iniziali sono i più complessi per le poche fonti disponibili e per l'impegno richiesto nella ricerca di qualcuno che creda nel loro progetto, che ne riconosca le potenzialità e che decida di investire in esso.

**Figura 1.1. Ciclo di finanziamento di un'impresa**



Fonte: Fonte: VentureUp

Com'è possibile osservare dalla Figura 1.1, il ciclo di finanziamento ha inizio con i “tre F”, ossia family, friends e “fools” (famiglia, amici e “idioti”), successivamente intervengono attori diversi, a seconda delle esigenze, che possono essere incubatori e acceleratori, piattaforme di crowdfunding, business angel, venture capitalist e infine il mercato del capitale, ad esempio attraverso le IPO. Dutta e Folta (2016), esaminando l'impatto nella creazione di valore dei BAs e dei VCs, hanno notato che entrambi concentrano una gran parte dei loro investimenti nelle start-up nelle loro fasi iniziali, dove il rischio associato all'innovazione risulta molto alto. Grazie ai dati raccolti dal Center for Venture Research e dal report di PricewaterhouseCoopers MoneyTree, riportano che, nel 2013, l'86% di tutti gli investimenti dei business angel e il 36% di tutto il venture capital era investito nelle seed ed early stage venture.

Ogni attore che interviene nel processo di finanziamento aziendale apporta il proprio contributo: ad esempio, nel caso delle piattaforme di crowdfunding, queste migliorano la reputazione e la loro conoscenza attraverso i social network, lo sviluppo della loro immagine, contribuiscono mediante risorse finanziarie e cognitive; i business angel, invece, apportano risorse finanziarie (anche se in misura minore rispetto ai VCs), lavorano con gli imprenditori per sviluppare il progetto imprenditoriale, fanno conoscere il proprio network di conoscenze; il venture capital fornisce ingenti risorse finanziarie, monitora le performance e cerca un rendimento entro un determinato orizzonte temporale (Bessière et al., 2018).

Il processo di entrepreneurial finance è in continua evoluzione e i soggetti coinvolti sono alla ricerca di imprese differenti che rispecchino i loro standard e i loro valori. Nel momento in cui domanda e offerta si incontrano, gli attori coinvolti intervengono in differenti round di finanziamento: apportano risorse finanziarie, nuove competenze e conoscenze come in ambito organizzativo e umano, oltre a sviluppare il progetto imprenditoriale in termini di crescita e successo. Ad esempio, quando gli imprenditori devono scegliere se fare affidamento a un VC o a un BA o a un qualsiasi altro soggetto che interviene nel capitale proprio, la loro decisione può basarsi sui termini dell'offerta finanziaria o sul valore aggiunto che questi soggetti potrebbero apportare. Un altro aspetto da considerare è il seguente: nelle start-up non esiste una netta separazione tra proprietà, management e controllo, quindi l'ingresso di nuove fonti di equity modifica drasticamente la distribuzione del potere decisionale e di controllo. Pertanto, la decisione

di intervenire con metodi di finanziamento sotto forma di equity deve essere opportunamente discussa e ragionata (Epure e Guasch, 2019).

Successivamente sono elencati gli attori principali che si occupano di finanziare queste imprese, nello specifico saranno approfonditi i seguenti soggetti: founders, famiglia e amici, acceleratori e incubatori, crowdfunding, business angel e venture capital.

### *1.2.1. Founders, famiglia e amici*

I primi finanziatori di una start-up sono gli imprenditori stessi, i quali utilizzano i propri risparmi. Molto spesso, però, le fonti a disposizione, specialmente se gli imprenditori sono giovani, non sono sufficienti a garantire la continuità aziendale, pertanto, le alternative che si presentano sono essenzialmente due: ricorrere al debito bancario o cercare nuovi investitori. Nel primo caso sono richieste garanzie che i giovani imprenditori non possono sempre offrire, la seconda strada, quindi, è la più semplice. I nuovi investitori sono rappresentati dalla famiglia e dagli amici, i quali provvedono direttamente ad apportare nuovo capitale o indirettamente, mediante un prestito o una donazione (Da Rin e Hellmann, 2020). Un'azienda che riceve i suoi investimenti iniziali da famiglia e amici, si dice che sta facendo “bootstrapping”, tuttavia, molti founders sono molto cauti a chiedere ingenti somme, soprattutto a causa dei forti legami affettivi esistenti (Grichnik et al., 2014). Inoltre, i legami personali limitano anche il range di rischio: non perdere i soldi di questi investitori rappresenta una sorta di “obbligo morale” i quali, spesso, hanno risparmi limitati e secondo le stime, la maggior parte delle start-up non raccoglie più di \$100.000 da questi investitori (Da Rin e Hellmann, 2020). Le modalità attraverso cui viene raccolto il capitale sono soprattutto tre:

- Donazioni: famiglia e amici finanziano la nuova impresa senza aspettarsi una restituzione;
- Prestiti: con la formula “ripagameli non appena puoi”, senza nessun costo aggiuntivo;
- Quota di equity: in alcuni casi amici e familiari desiderano una quota di capitale in cambio del loro investimento.

### *1.2.2. Acceleratori e incubatori*

Gli acceleratori sono un programma per le start-up che si trovano agli stadi iniziali, hanno un processo di selezione standardizzato ed esiste un piccolo gruppo che decide chi

ammettere (Da Rin e Hellmann, 2020). Clarysse, Wright e Van Hove (2015) individuano sei caratteristiche principali:

- possibile offerta di un investimento iniziale (di solito tra le £10.000-£50.000) in cambio di una percentuale di equity (tra il 5 e il 10%);
- supporto limitato (dai tre ai sei mesi) compresi eventi programmati e intense attività di supporto;
- un “application process” che in principio è aperto a tutti, ma altamente competitivo;
- gruppi o classi di start-up, quindi non considerate singolarmente;
- focus su piccoli team, non sui founders individuali;
- cerimonia periodica con un “Demo Day”.

Pertanto, attraverso le attività di accompagnamento e guida, gli acceleratori cercano di aiutare così le start-up e di portare nuovo valore aggiunto. Tuttavia, gli acceleratori sono presenti nei momenti iniziali per un periodo molto breve e non intervengono successivamente con altri round, attendendo il momento più opportuno per uscire dall’investimento.

Tra gli acceleratori più famosi, Y-Combinator con sede a San Francisco, avviato nel 2007, è considerato il primo acceleratore moderno: investe \$150.000 per una quota del 7% nell'azienda, implicando una valutazione standard post-money di \$2,1 milioni (Da Rin e Hellmann, 2020).

Gli acceleratori aziendali, invece, sono gestiti da grandi organizzazioni consolidate, con l'obiettivo strategico di instaurare relazioni con imprenditori che potrebbero fornire soluzioni utili all'azienda. Ad esempio, TechStars gestisce numerosi programmi per una vasta gamma di società, come gli acceleratori Rise di Barclays, che si concentrano sul settore Fintech (Da Rin e Hellmann, 2020).

Gli incubatori sono simili agli acceleratori, ma sono principalmente un fornitore di servizi, più che un investitore: il loro obiettivo è quello di fornire uno spazio adeguato e i mezzi necessari agli imprenditori per sviluppare la loro start-up (Da Rin e Hellmann, 2020). Originariamente, gli incubatori erano un veicolo utilizzato per rivitalizzare aree manifatturiere in declino e servivano come strumento di riconversione: offrivano servizi

a tutti i tipi di imprese, sia quelle più tecnologiche sia quelle meno tecnologiche, comprese manifattura e servizi (Aernoudt, 2004). Il più antico programma di incubazione si è sviluppato Stati Uniti negli anni '50, mentre in Europa hanno cominciato a svilupparsi dagli anni '70 dal Regno Unito (Aernoudt, 2004). Sia negli Stati Uniti che in Europa, il concetto si è evoluto gradualmente: l'incubatore è diventato uno strumento per promuovere una base più diversificata per le economie regionali e successivamente è diventato uno strumento per migliorare la competitività regionale promuovendo l'emergere di aziende tecnologiche (Aernoudt, 2004). Questo è il motivo per cui hanno iniziato a cercare contatti più stretti con istituti di istruzione superiore e istituti pubblici di ricerca. In Germania, ad esempio, l'Università di Berlino ha istituito il primo incubatore nel 1983, con l'obiettivo di agevolare il trasferimento dei risultati della ricerca all'industria. Aernoudt (2004) individua diverse tipologie di incubatori:

- incubatori di sviluppo economico;
- incubatori tecnologici, rivolti sullo sviluppo di aziende orientate alla tecnologia: negli anni '90, la tendenza era quella di sviluppare incubatori tecnologici attorno a specifici cluster industriali e tecnologici come la biotecnologia, l'informatica, la tecnologia ambientale o la tecnologia del linguaggio.
- incubatore sociale, il cui obiettivo è stimolare e sostenere lo sviluppo, la crescita e la continuità delle aziende che impiegano persone con basse capacità lavorative, come persone disabili, beneficiari di reddito minimo garantito, lavoratori poco qualificati, disoccupati di lunga durata, immigrati, rifugiati politici, ecc. Questo incubatore offrirà servizi di sviluppo aziendale, supporto aziendale, alloggio aziendale e supporto logistico per i nuovi imprenditori o le giovani imprese.
- incubatore di ricerca di base, il quale cerca di colmare il divario dal momento in cui si ha una scoperta scientifica alla fase di ricerca. Le idee vengono coltivate nei laboratori fino a quando non sono pronte per essere lanciate nell'economia. Dopo l'incubazione, le tecnologie assumono la forma di proprietà intellettuale che può essere concessa in licenza a partner commerciali o esercitata da spin-off.

### *1.2.3. Crowdfunding*

Il crowdfunding (CF) è un metodo di finanziamento che permette a diversi investitori di finanziare le imprese mediante piattaforme online: è un fenomeno giovane, in continua evoluzione, in cui non è possibile individuare un unico modello di riferimento e per

comprenderlo bisogna avere competenze finanziarie, ma anche in ambito psicologico, informatico e di marketing (Bessière et al., 2018). Le piattaforme fungono da intermediario tra imprenditori e investitori e una delle prime difficoltà è proprio quella di permettere alle due parti di incontrarsi e di avviare una conoscenza reciproca. Attualmente, il crowdfunding viene usato per finanziare progetti in molteplici industrie, come quelle energetiche, di intrattenimento, cibo e bevande, ICT, immobiliare, e-commerce (Bonini e Capizzi, 2019). Grazie allo sviluppo continuo delle piattaforme online, il loro utilizzo è diventato più semplice, i costi sono diminuiti e sono diventati più visibili per gli investitori retail (Bonini e Capizzi, 2019).

Bonini e Capizzi (2019) hanno individuato le motivazioni che spingono gli imprenditori a scegliere una campagna di CF: la volontà di farsi conoscere nel mercato e raggiungere nuovi potenziali clienti, ma anche la ricerca di nuovi investitori in quanto la proposta iniziale era stata rifiutata perché la somma richiesta era troppo alta per familiari e amici e troppo bassa per investitori istituzionali. Da Rin e Hellmann (2020) individuano le ragioni che spingono gli investitori a utilizzare queste piattaforme: la possibilità di conoscere nuove opportunità e individuare quella che più si avvicina ai propri interessi e la semplicità con cui possono essere concluse le transazioni.

Esistono diversi tipi di crowdfunding, rappresentando così un'alternativa ai metodi più convenzionali di finanziamento (come possono essere i BAs e i VCs). Da Rin e Hellmann (2020) ne hanno individuati tre, che possono essere così suddivisi:

1. *Reward and donation CF*: non richiedono contratti finanziari, l'imprenditore non è tenuto a restituire le somme ricevute, i finanziatori si aspettano delle ricompense non finanziarie, come anche simbolici segni di riconoscimento (t-shirt, tazze o altri gadget) o trattamenti preferenziali. Le donazioni hanno avuto un ruolo importante nella ricerca medica, specialmente nella ricerca di malattie rare. Esempi di piattaforme di crowdfunding basate su modello di compensi e donazioni sono: Kickstarter, Indiegogo e RocketHub negli Stati Uniti, ThundaFund in Sudafrica, Ulule e KissKissBankBank in Francia, Boomerang in Danimarca, Pozible in Australia.

2. *Lending CF*: le piattaforme di crowdfunding specializzate nel lending permettono agli imprenditori di raccogliere capitale di debito attraverso prestiti peer-to-peer<sup>1</sup> (il trasferimento di denaro avviene tra individui e non tra impresa e individuo). I principali soggetti coinvolti nel finanziamento sono banche, hedge fund, o operatori finanziari specializzati e il “compenso” richiesto consiste nella restituzione della somma prestata con gli interessi. Da Rin e Hellmann (2020) indicano come esempi di piattaforme di lending CF: Lending Club, Prosper e Kiva negli Stati Uniti, Lending Circle e Zopa in Regno Unito, Younited Credit in Francia, AuxMoney in Germania, Faircent in India, Fairplace in Brasile, Afluenta in Sud America, Harmony in Nuova Zelanda.
3. *Equity CF*: questa tipologia di piattaforme, tendenzialmente più soggetta a frodi rispetto alle altre, consente di ottenere quote di proprietà, soprattutto di start-up, nell'impresa in cui l'investitore decide di investire. Il paese che ha una regolamentazione più liberale è il Regno Unito che, negli ultimi anni, ha sviluppato un mercato di crowdfunding sempre più ampio; anche gli Stati Uniti hanno introdotto una legislazione che cerca di regolare questa nuova forma di finanziamento. Vengono distinti investitori “s sofisticati” dai “non sofisticati”: i primi sono individui ricchi con un livello di conoscenza sufficiente da riconoscere investimenti rischiosi dai non rischiosi, detti “accreditati”, i secondi, invece, sono meno ricchi dei primi e sono identificati come “non accreditati”. Da Rin e Hellmann (2020) indicano come esempi di piattaforme di equity CF: OurCrowd in Israele, Crowdcube e SEEDRS in Regno Unito, AngelList (considera solo investitori “accreditati”) e CircleUp negli Stati Uniti, Companisto in Germania, Symbid in Olanda, Fundnel a Singapore.

Al punto 3, si menziona uno dei principali problemi che possono influenzare le campagne di crowdfunding, ossia la frode. Essa può derivare dall'asimmetria informativa che interessa questo segmento innovativo dei mercati finanziari: l'organizzatore della campagna può nascondere lo stato finanziario reale dell'azienda o utilizzare i fondi raccolti per scopi diversi da quelli comunicati ai sostenitori (Bonini e Capizzi, 2019).

---

<sup>1</sup> Il peer-to-peer, detto anche P2P, rappresenta un metodo innovativo di lending in quanto l'intermediazione finanziaria avviene in un marketplace online. La maggior parte di coloro che usufruiscono del P2P sono piccoli business e non start up perché queste ultime presentano un livello di rischio molto alto e non hanno un trascorso economico sufficiente per poter permettere agli investitori di decidere se investire o no.

Un'altra tipologia di frode è intrinsecamente legata alla natura online delle piattaforme e potrebbe causare furti di identità, riciclaggio di denaro, violazioni della protezione dei dati o finanziamenti al terrorismo, purtroppo, in questo caso, la frode è osservabile solo ex post (Wang, 2013). Dunque, una rete di sicurezza efficace è fondamentale per proteggere gli investitori ed è garantita dalle autorità di regolamentazione, che, in termini di trasparenza e divulgazione delle informazioni, hanno il potere di stabilire regole ad hoc con cui le società devono essere conformi.

Bonini e Capizzi (2019) individuano altre problematiche che interessano le piattaforme di crowdfunding che possono essere sintetizzate in questo modo:

1. Una campagna di crowdfunding potrebbe non raggiungere l'obiettivo di finanziamento, implicando l'impossibilità di realizzare gli investimenti programmati o, nel caso delle piattaforme "all or nothing", la necessità di restituire il capitale raccolto agli investitori. Inoltre, considerando la forte visibilità pubblica sulle piattaforme web degli esiti dei progetti, una campagna non riuscita potrebbe anche pregiudicare l'accesso ad altri segmenti dei mercati finanziari.
2. Poiché i sostenitori dei progetti solitamente sono investitori meno esperti, durante l'analisi e la valutazione delle opportunità di investimento potrebbero non investire sulla base della stessa esperienza o con la competenza degli investitori professionali. Il crowdfunding presenta dunque un problema di selezione, in quanto risulta difficile individuare le aziende che potrebbero presentare possibilità di crescita future da quelle che non le hanno.
3. Si può verificare una situazione di "sovra-finanziamento" nel momento in cui i fondi raccolti sono superiori rispetto a quelli richiesti per finanziare il progetto. Tale scenario può essere il risultato della mancanza di esperienza finanziaria da parte degli organizzatori e di scarse competenze nella pianificazione aziendale. In entrambi i casi, un crowdfunding apparentemente di successo non necessariamente si traduce in una vera e propria attività di successo, come dimostra il caso della "Coolest Cooler": il progetto Coolest Cooler, pubblicato su Kickstarter nel 2014, offriva un "frigo più cool" completo di altoparlanti Bluetooth, frullatore e caricatore USB. Si pose come obiettivo di finanziamento \$50.000 e superò il suo obiettivo, ricevendo oltre \$13 milioni da oltre 62.000 sostenitori del progetto. Nonostante ciò, a causa di una serie di problemi



imprevisti nella produzione, la produzione subì notevoli ritardi, lasciando due terzi dei sostenitori senza la Coolest Cooler due anni dopo.

4. La mancanza di esperienza, conoscenza aziendale e finanziaria, nonché la mancanza di una rete di relazioni può generare uno svantaggio competitivo rispetto ai VCs e ai BAs anche nella fase post-investimento a causa delle minori contribuzioni non monetarie che i sostenitori possono fornire alle società target, influenzando così il percorso di creazione di valore dell'azienda.
5. Gli investitori potrebbero essere esposti a significativi rischi di liquidità a causa della mancanza di un mercato secondario ufficialmente regolamentato, creando una situazione che consente ai sostenitori di vendere facilmente e rapidamente le quote acquistate durante una determinata campagna di crowdfunding.
6. Il possibile rischio di plagio è un rischio che appartiene alla natura pubblica del crowdfunding; infatti, non sempre è possibile proteggere brevetti o far rispettare il diritto di proprietà per ogni prodotto o idea pubblicati su una piattaforma web e quindi impedire ad altri utenti di diventare concorrenti.

Quindi, si può affermare che questa forma di finanziamento nonostante abbia numerosi lati positivi, in quanto consente di raccogliere fondi in un modo alternativo, abbia molteplici elementi negativi da considerare: dall'asimmetria informativa che la rende più soggetta a frodi al rischio che gli investitori non siano sufficientemente esperti nell'intraprendere iniziative di finanziamento.

#### *1.2.4. Business angel*

I business angel sono definiti come “high net worth individuals” (HNWIs), individui con un alto patrimonio netto, che investono il loro capitale, da soli o all'interno di un gruppo, in imprese non quotate in cui, dopo aver fatto l'investimento, solitamente prendono parte all'interno del business, ad esempio partecipando come consiglieri nel consiglio di amministrazione (Bessière et al., 2018). Esistono due tipi principali di business angel, associati e non associati. I primi hanno già qualche tipo di conoscenza o relazione con l'imprenditore: possono essere fornitori, clienti, dipendenti o competitor. I secondi, invece, non hanno nessuna relazione con gli imprenditori e includono qualsiasi HNWI che l'imprenditore non conosce (Edelman et al., 2017).

Tipicamente investono “seed capital”, cioè il capitale richiesto nelle prime fasi di sviluppo delle start-up: questi investimenti sono relativamente piccoli, tra i \$100.000 e i \$300.000

(somme considerate non interessanti o redditizie per i VCs), e sembrano svolgere un ruolo complementare a quello di altri investitori, fornendo un tipo di finanziamento ponte, fino a quando l'azienda non sarà in grado di ricevere finanziamenti di venture capital (Bonini et al., 2018). Gli investimenti dei BAs sono transazioni private che non sono soggette a nessuna disclosure pubblica. Inoltre, a differenza del mercato del VC, non c'è una grande struttura istituzionale. Per queste ragioni, i dati sugli investimenti degli angel sono difficili da ottenere (Denis, 2004).

Ogni BA gestisce un proprio portafoglio di investimenti, tipicamente composto da 2 a 5 investimenti (Mason, 2006). A causa dell'alto rischio degli investimenti in aziende non quotate, la maggior parte degli angel dedica solo dal 5% al 15% del proprio portafoglio di investimenti complessivo a questo tipo specifico di investimenti. Pertanto, se queste iniziative dovessero fallire, come spesso accade, le perdite non influiranno sul loro tenore di vita. Secondo alcuni studi riportati da Mason (2006) sulla ricchezza dei BAs, 1 su 3 negli Stati Uniti aveva un patrimonio netto (esclusa la residenza principale) superiore a 1 milione di dollari e nel 1994 solo il 19% degli angel (che erano anche imprenditori) nel Regno Unito era milionario.

I BAs investono le proprie risorse, a differenza di altri investitori istituzionali che ricevono denaro da fondi pensione, banche e fondazioni e, come conseguenza, hanno un obbligo diretto nei confronti di coloro che hanno affidato loro i propri risparmi. Infatti, i BAs non sono tenuti a investire se non ritengono che un investimento sia appropriato, mentre i fondi di VC hanno un tempo predeterminato in cui deve investire e poi uscire. Inoltre, possono prendere decisioni molto velocemente e necessitano di minori controlli legali e di due diligence che rende i costi minori (Mason, 2006).

I BAs di solito, oltre a mettere a disposizione il proprio capitale, offrono anche le loro competenze, la loro esperienza e il loro network personale. Infatti, come afferma Mason (2006) la maggior parte dei BAs sono imprenditori di successo e i restanti hanno esperienza manageriale in grandi società o hanno competenze in business specifici. Grazie ai loro background, questi individui hanno le competenze e le conoscenze necessarie per compiere le giuste scelte nei loro investimenti. Ciononostante, non tutti i BAs hanno lo stesso livello di conoscenze e competenze, e avere una lunga esperienza come imprenditore o come manager, non significa avere tutte le skill necessarie per essere un buon investitore (Mason, 2006). L'approccio dei BAs è molto pratico: non apportano

solo denaro, ma anche consulenza, consigli strategici, networking e in alcuni casi partecipazione diretta che permette anche di ridurre l'asimmetria informativa e il rischio di azzardo morale.

Il processo di selezione e valutazione è generalmente meno formalizzato rispetto a quello degli investitori istituzionali ed è basato principalmente sull'intuizione e sulla vicinanza all'imprenditore. Dutta e Folta (2016), nel corso dei loro studi, hanno notato che i BAs preferiscono adottare un approccio concreto, facendo affidamento per lo più alle relazioni instaurate con la governance, rispetto al puro aspetto contrattuale. Questa caratteristica suggerisce che i contratti saranno meno formali, avranno meno controlli e useranno meno disposizioni contrattuali.

Dutta e Folta (2016) ritengono che il sostegno degli angel fornisca alle start-up il riconoscimento della qualità che permette di diminuire l'incertezza delle fasi iniziali dello sviluppo tecnologico e che possa velocizzare il processo di innovazione delle imprese. Evidenze provenienti da interviste sul campo e sondaggi rivelano che i membri dei gruppi di BAs sono investitori attivi con reti nel settore che facilitano la ricerca di capitale umano e attirano altri potenziali partner di risorse (Dutta e Folta, 2016).

Ovviamente, i BAs investono con la speranza di raggiungere un ritorno futuro sotto forma di capital gain che si realizza attraverso una forma di liquidazione, come un'acquisizione o un'offerta pubblica iniziale (IPO). Alcuni angel esprimono anche motivazioni altruistiche: negli Stati Uniti la maggior parte degli angel, con esperienza da imprenditore, sarebbe disposta a rinunciare a parte del rendimento finanziario sia per investire in imprese considerate socialmente utili sia semplicemente per sostenere nuovi imprenditori (Mason, 2006).

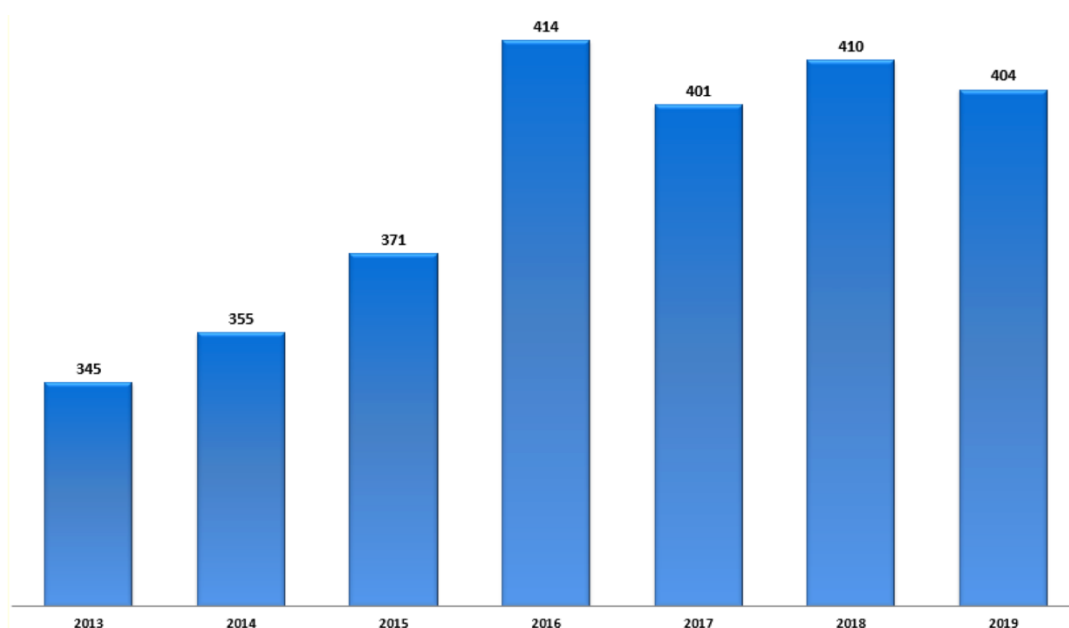
Le stime degli studi condotti da Lerner, Schoar, Sokolinski e Wilson (2018) indicano che la dimensione del mercato degli angel negli Stati Uniti è cresciuta da 17,6 miliardi di dollari nel 2009 a 24,1 miliardi di dollari nel 2014.<sup>1</sup> Il capitale investito dai gruppi di BAs stimato in Europa è quasi raddoppiato negli ultimi cinque anni, mentre in Canada è quasi triplicato.

La creazione di reti di BAs consente loro di condividere le fasi di selezione e valutazione e di strutturare i loro contributi finanziari e cognitivi durante le diverse fasi di

finanziamento (Bessière et al., 2018). Mentre i BAs che operano singolarmente operano da più tempo, i gruppi di BAs sono fenomeni relativamente recenti. A partire dalla metà degli anni '90, i BAs hanno iniziato a formare gruppi al fine di valutare e investire collettivamente in iniziative imprenditoriali. Nel corso degli anni i BAs si sono organizzati in gruppi solitamente su una base geografica o industriale e sono cresciuti in proporzioni regionali, nazionali (ACA negli Stati Uniti, BBA nel Regno Unito e IBAN in Italia) e addirittura continentali (tra queste EBAN e BAE in Europa) differenziandosi sempre di più l'una dall'altra in termini di regole di coinvolgimento, struttura interna, qualità, varietà e costo dei servizi forniti (Bonini et al., 2018). Inoltre, ogni BA può investire importi minori in singole iniziative, consentendo così di partecipare a più opportunità e di diversificare i rischi di investimento. Possono anche svolgere la due diligence sui potenziali investimenti come gruppo, riducendo gli oneri per i singoli membri. Inoltre, questi gruppi sono generalmente più visibili agli imprenditori e ricevono quindi un flusso di proposte migliore. Infine, i gruppi includono spesso alcuni dei BAs più sofisticati e attivi in una determinata regione, il che si traduce in una decisione di investimento migliore (Kerr et al., 2014). I gruppi di BAs seguono modelli simili: tipicamente, gli imprenditori iniziano il processo inviando una domanda al gruppo, che può includere una copia del loro business plan o un riassunto esecutivo; dopo una prima selezione da parte dello staff, le aziende vengono invitate a fare una breve presentazione a un piccolo gruppo di membri, seguita da una sessione di domande e risposte. Le aziende promettenti vengono poi invitate a presentarsi in un incontro mensile (spesso una colazione o una cena). Le aziende che suscitano maggiore interesse durante la presentazione entrano quindi in un processo di due diligence da parte di un gruppo più ristretto, anche se l'estensione della due diligence e della selezione prima o dopo la presentazione formale varia da gruppo a gruppo. Se tutto va bene, questo processo porta a un investimento da uno a tre mesi dopo la presentazione (Kerr et al., 2014).

Nel Grafico 1.3 si può osservare come la dimensione del mercato dei BAs sia aumentata nel corso degli ultimi anni, nello specifico del 17% dal 2003 al 2012 e sia moderatamente cresciuto negli anni successivi, soprattutto grazie alla consolidazione dei network e dai benefici derivanti dalle economie di scala e dalle sinergie (EBAN, 2019).

**Grafico 1.3. Numero di network di business angel attivi in Europa**

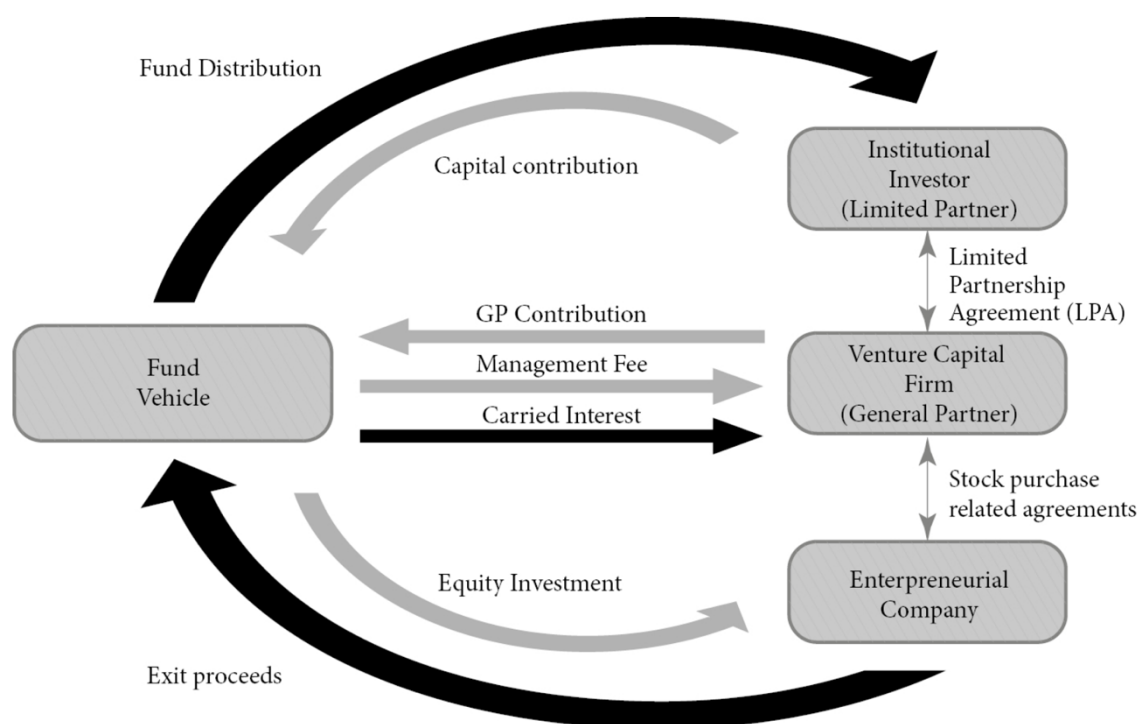


Fonte: EBAN Statistics Compendium 2019

#### *1.2.5. Venture capital*

Le società di Venture Capital, conosciute anche come General Partner (GP), agiscono come intermediari finanziari che raccolgono capitale da investitori istituzionali chiamati Limited Partner (LP). Successivamente, queste società gestiscono i fondi di investimento e forniscono il capitale alle imprese o startup selezionate. Mentre le VC firm gestiscono il processo di investimento, il fondo è il veicolo legale che riceve il denaro dagli investitori e lo consegna alle aziende (Da Rin e Hellmann, 2020). Alla base ci sono le imprese che ricevono i fondi per investire e crescere, con l'obiettivo di raggiungere un exit di successo. Nella Figura 1.2 è possibile vedere graficamente quanto espresso finora.

**Figura 1.2. Il modello di VC**



Fonte: Fundamentals of Entrepreneurial Finance, 2020

La relazione tra un investitore istituzionale e una VC firm è regolato da un Limited Partnership Agreement (LPA), un contratto che determina le regole che riguardano la creazione del veicolo, dei flussi finanziari e i diritti e i doveri di entrambe le parti (Da Rin e Hellmann, 2020).

La figura mostra che i flussi finanziari sono strutturati in due fasi. La prima è la "fase di investimento", in cui il denaro si sposta dall'LP al fondo e successivamente all'azienda: quando l'LP decide di affidare denaro a un fondo, accetta di investire una determinata somma, detta "capital contribution". Anche la VC fornisce alcuni finanziamenti, "GP contribution", per garantire il proprio impegno e riceve una commissione per la gestione del fondo. Infine, l'ultima freccia nella fase di investimento riguarda l'investimento nell'equity dell'azienda. La seconda è la "fase di rendimento" durante la quale l'azienda genera un rendimento che viene restituito all'LP: una volta che l'azienda raggiunge un exit di successo, il fondo di VC ottiene dei proventi, "exit proceeds", sia in contanti che in azioni, che vengono divisi tra l'LP (distribution) e la VC firm (carried interest o carry). Le frecce grigie nella Figura 1.2 si riferiscono alla fase di investimento, mentre le frecce nere alla fase di rendimento. La figura 1.2 evidenzia anche come il venture capital sia una forma di intermediazione finanziaria: i GPs raccolgono fondi da investitori istituzionali e

li investono in aziende imprenditoriali, in questa figura, però, si semplifica la realtà in quanto si immagina un singolo LP, quando nella realtà esistono molti attori a ogni livello.

Il venture capital è una forma di finanziamento usata prevalentemente dalle aziende giovani, innovative e rischiose (Gornall e Strebulaev, 2015). I VCs investono tipicamente in imprese in una fase “late stage”, si tratta di imprese che hanno già un modello di business valido e in grado di generare bassi livelli di ricavi, ma che necessitano di scalare il proprio business. Tra le caratteristiche fondamentali del VC, che saranno approfondite successivamente, si evidenziano (Bessière et al., 2018):

- partecipazione di minoranza all'interno della start-up in cui si investe;
- requisito di prestazione, definito come il guadagno richiesto nel momento dell'exit;
- periodo di investimento limitato (tra i tre e i cinque anni);
- tipo di exit che si cerca di definire fin dalle prime fasi di valutazione e successivamente specificato nel contratto;
- monitoraggio degli investimenti secondo i termini contrattuali: secondo i primi studi condotti nel 1989 da Gorman e Sahlman ci sono prove dirette che i venture capitalist monitorano attivamente le imprese in cui sono coinvolti, visitandole in media 19 volte all'anno (Denis, 2004).

Durante la fase di valutazione e di due diligence, il VC cerca di comprendere il livello di rischio e il potenziale del cliente: in questa fase si incontrano numerose sfide, come le prime difficoltà a livello relazionale (incomprensioni con la proprietà o con il management), l'illiquidità degli asset e la decisione di quanto capitale investire. Queste difficoltà, specialmente agli stadi iniziali, spiegano il desiderio dei VCs di vedere i loro investimenti ripagati sufficientemente a livello economico-finanziario (Bessière et al., 2018). De Rassenfosse e Fischer (2016) individuano i criteri, che sono diversi a seconda dello stato di valutazione, maggiormente usati dai VCs per compiere le proprie scelte di finanziamento. Innanzitutto, i VCs considerano fattori relativi al posizionamento strategico della start-up, come il mercato in cui opera, quali sono i suoi competitor, l'intensità del capitale e il suo modello di business. In secondo luogo, i VCs attribuiscono grande importanza alle qualità dell'imprenditore e del team con cui opera. In terzo luogo, i VCs dedicano molto tempo a valutare la probabilità di successo delle start-up: a causa dell'alta opacità informativa delle nuove imprese, i VCs si basano su caratteristiche

facilmente osservabili, in quanto non esistono sufficienti dati storici a disposizione o perché non sono ancora conosciute sul mercato. La decisione di investire dipende anche dalle preferenze individuali e da fattori specifici: ad esempio, un segnale che ha ricevuto molta attenzione di recente è l'esistenza di brevetti che informa gli investitori sull'esperienza della start-up, oltre alla novità e alla qualità della sua tecnologia (de Rassenfosse e Fischer, 2016).

Il contratto stipulato tra le parti definisce ogni singolo aspetto del finanziamento, incluso l'exit, a seconda di ogni realtà. Una volta completata la valutazione, il contratto definisce tutte le condizioni di investimento (clausole legali, valutazione dell'investimento, scelta del metodo di finanziamento), determina la frequenza della rendicontazione finanziaria e assegna i ruoli dirigenziali (Bessière et al., 2018). Il contratto può anche essere impiegato per coordinare le relazioni tra gli agenti coinvolti, anticipare le possibili situazioni di conflitto e in cui il valore può essere distrutto (Bessière et al., 2018).

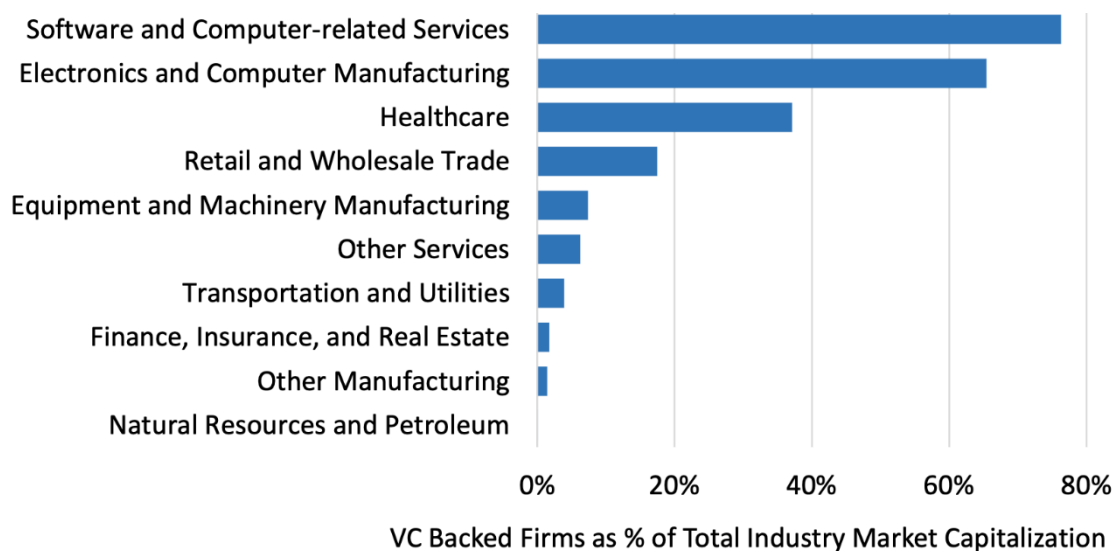
I VCs solitamente non forniscono tutto il capitale di cui un'impresa ha bisogno in un unico round, ma lo iniettano step by step, a seconda dei risultati conseguiti e degli obiettivi raggiunti (Denis, 2004). La suddivisione delle iniezioni di capitale è motivata da diversi motivi: il venture capitalist conserva il diritto di abbandonare un investimento le cui prospettive non sembrano più promettenti e la suddivisione fornisce incentivi all'imprenditore di concentrarsi nel raggiungimento degli obiettivi necessari per passare alla successiva fase di finanziamento. Tuttavia, la necessità della suddivisione dovrebbe diminuire man mano che l'azienda diventa più stabile o se l'imprenditore acquisisce una maggiore reputazione (Denis, 2004): Gompers (1995), analizzando la suddivisione delle iniezioni di capitale in un campione di 794 aziende finanziate da venture capitalist, riporta che questi rifiutano finanziamenti futuri alle aziende quando vengono a conoscenza di informazioni negative sui rendimenti futuri. Un altro segnale positivo è l'aumento della tangibilità degli asset, la quale aumenta la durata di una fase di finanziamento. Questi risultati supportano il ruolo della suddivisione delle quote di capitale come un importante meccanismo di controllo nelle imprese in fase iniziale.

Come affermato precedentemente, l'industria dei VCs investe in aziende innovative con potenziale di crescita con alto grado di rischiosità e questo induce i venture capitalist a investire in aziende in cui un piccolo investimento può generare enormi rendimenti, portandoli naturalmente a concentrarsi su determinati settori. Nel Grafico 1.4, Gornall e



Strebulaev (2015) suddividono la capitalizzazione di mercato delle aziende supportate dai VCs in ampie categorie di settori, facendo riferimento all'anno 2014.

**Grafico 1.4. Capitalizzazione di mercato per settore nelle aziende in cui è intervenuto il VC**



Fonte: “The Economic Impact of Venture Capital: Evidence from Public Companies”, 2015.

I settori più influenzati dagli investimenti sono quello tecnologico (ad esempio, Apple, Google o Cisco), il commercio al dettaglio (Amazon, Starbucks o Costco) e la biotecnologia (Amgen, Celgene o Genentech) (Gornall e Strebulaev, 2015). Un VC potrebbe decidere di specializzarsi perché i propri analisti e manager detengono competenze specifiche nel settore, d'altra parte, un'abbondanza di opportunità di investimento in un settore specifico potrebbe attirare diversi fondi di venture capital concorrenti, il che comporterebbe offerte o valutazioni più elevate. In tali circostanze, un VC potrebbe preferire investire (e, in effetti, specializzarsi) in settori meno affollati. Con ogni investimento, il VC deve valutare i benefici della riduzione della concorrenza rispetto ai potenziali rendimenti della specializzazione e all'attrattiva dei settori di mercato (Hochberg et al., 2015).

Gli investimenti sono molto rischiosi, infatti molti di questi falliscono e pochi hanno successo (Gornall e Strebulaev, 2015). Dei pochi che hanno successo è necessario ricordare Microsoft, Apple, Amazon e Google (nella tabella indicata come Alphabet) che

sono quattro delle cinque più grandi aziende a livello mondiale e tutte loro hanno ricevuto gran parte del loro capitale esterno dai VCs, come si può notare dalla tabella sottostante.

**Tabella 1.1. Cinque maggiori compagnie per capitalizzazione di mercato**

<b>Ranking</b>	<b>Azienda</b>	<b>Intervento di VC</b>	<b>Capitalizzazione di mercato (\$ miliardi)</b>	<b>Settore</b>
1	<b>APPLE INC</b>	Sì	2,609	IT
2	<b>Microsoft Corporation</b>	Sì	2,146	IT
3	Saudi Arabian Oil Company		1,893	Energy
4	<b>ALPHABET INC</b>	Sì	1,330	Communication services
5	<b>AMAZON.COM INC</b>	Sì	1,058	Consumer Discretionaty

Fonte: PwC analysis, dati aggiornati al 31/03/2023

La crescita di queste aziende ha generato centinaia di migliaia di posti di lavoro altamente specializzati, miliardi di dollari per gli investitori e milioni di miliardi di dollari di benefici per l'economia americana, oltre a innumerevoli esternalità positive, come le attività di ricerca e sviluppo che producono vantaggi non solo per i proprietari e i dipendenti dell'azienda, ma anche per i consumatori in generale e per le aziende di altri settori e paesi (Gornall e Strebulaev, 2015).

La Tabella 1.2 rappresenta le statistiche riassuntive della porzione delle società per azioni negli Stati Uniti supportata dai VCs nel 2014, secondo uno studio condotto da Gornall e Strebulaev. Prendono in considerazione 3.832 imprese con una capitalizzazione di mercato complessiva di 23,1 trilioni di dollari. Di queste, 665 (17%) sono supportate da VC, con una capitalizzazione totale di \$4,8 trilioni (21%) e danno lavoro a 4,1 milioni di persone. Investono soprattutto in ricerca, \$131 miliardi (44%) del totale della spesa in ricerca e sviluppo delle società per azioni americane.

**Tabella 1.2. Società per azioni negli Stati Uniti supportata dai VCs nel 2014**

	<b>VC-backed</b>	<b>%</b>	<b>Total</b>
<b>Number</b>	665	17%	3,832
<b>Enterprise Value \$b</b>	4,647	18%	26,111
<b>Market Capitalization \$b</b>	4,824	21%	23,140
<b>Employees</b>	4,111,000	11%	38,070,000
<b>Revenue \$b</b>	1,461	10%	14,628
<b>Net Income \$b</b>	168	16%	1,062
<b>Research and Development \$b</b>	131	44%	298
<b>Total Taxes \$b</b>	66	11%	589

Fonte: “The Economic Impact of Venture Capital: Evidence from Public Companies”, 2015.

I VCs non provvedono solo al finanziamento, ma anche al supporto non finanziario in quanto forniscono: consulenza, consigli strategici, accesso a nuovi network, aiuto nella scelta dei prodotti, delle strategie di marketing e del management. I servizi che i VCs forniscono alle compagnie includono anche lo sviluppo di un business plan, assistenza per eventuali acquisizioni, per la creazione di alleanze strategiche e la progettazione dei piani retributivi dei dipendenti. Secondo uno studio condotto nel 2002 da Hellman e da Puri, in cui vengono prese in considerazione 173 start-up nella Silicon Valley in California, le compagnie hanno beneficiato della presenza di VC attraverso nuove politiche sulle risorse umane, il reclutamento di staff specializzato in vendite e marketing e l'adozione di piani di stock option. In uno studio precedente, sempre condotto da Hellman e Puri nel 2000, si afferma come anche la proposta di nuovi prodotti al mercato sia avvenuta più velocemente (Denis, 2004). Inoltre, la presenza di questi soggetti attesta la qualità dell'impresa e aiuta a dare un'immagine positiva al mercato (Denis, 2004): la partecipazione di un VC all'interno di una start-up è garanzia di qualità, permette di accrescere la sua visibilità e riduce il costo per la ricerca di eventuali partner. Gli imprenditori sono disposti a pagare un premio del 10-14 per cento sotto forma di sconto sulla valutazione per ottenere finanziamenti da rinomate società di venture capital, rinunciando a proposte di investimento da parte di società di venture capital meno note e possono decidere di respingere certi investitori a favore di quelli che si adattano meglio

alle nuove imprese e che possono fornire preziose risorse manageriali (Hsu, 2004; Park e Steensma, 2012).

#### *1.2.6. Analogie e differenze tra i soggetti coinvolti nel processo di investimento*

Nel corso del capitolo sono stati esaminati gli attori che intervengono nelle fasi iniziali di finanziamento di un'impresa e sono emerse delle analogie e delle diversità tra i soggetti coinvolti. In questo sottoparagrafo, si cercherà di stabilire in modo sintetico quali sono le similitudini e le differenze tra i vari investitori e si concluderà con una tabella riassuntiva delle principali peculiarità (Tabella 1.3).

Innanzitutto, il processo di contrattualizzazione e di valutazione del progetto di investimento è più intuitivo e meno formalizzato per i BAs rispetto ai VCs: i VCs negoziano contratti più dettagliati e tentano di anticipare i maggiori rischi che potrebbero colpire i loro investimenti, mentre i BAs danno meno peso all'aspetto contrattuale. Analizzando studi precedenti, Harrison e Mason (2017) affermano che i gestori di fondi di venture capital saranno più preoccupati per il rischio di mercato, mentre i business angel saranno più interessati al rischio di agenzia. I gestori di fondi di venture capital possono utilizzare rigide disposizioni contrattuali standard che consentono loro di sostituire un manager che sottoperforma, che attua comportamenti scorretti o che si rivela non competente, per proteggersi dal rischio di agenzia. La sostituzione del CEO è stata identificata come una chiave di contributo degli investitori di venture capital durante o dopo il processo di investimento e le società sostenute da VC sono significativamente più inclini a sperimentare la rimozione del CEO. I business angel, al contrario, attribuiscono maggiore importanza al rischio di agenzia: la maggior parte degli angel ha una scarsa conoscenza delle informazioni, ha un flusso di operazioni limitato e manca di dati comparativi per valutare il rischio di mercato e ha meno opportunità di apprendere dall'esperienza. I contratti tra angel e gli imprenditori tendono ad essere semplici e informali, rendendo più difficile per loro far rispettare le sanzioni. L'implicazione è che i gestori di fondi di venture capital cercheranno di ridurre il rischio nella fase pre-investimento attraverso una selezione accurata, una dovuta due diligence e accordi contrattuali. Gli angel, al contrario, gestiranno il rischio ponendo maggiore enfasi sulle relazioni post-investimento, in particolare diventando attivamente coinvolti nella gestione dell'azienda.

In secondo luogo, i BAs apportano la loro esperienza e conoscenza del settore e vanno alla ricerca di interazioni più strette con l'imprenditore per fornire supporto, consulenza e contatti, mentre il contributo dei VCs si concentra per lo più sull'aspetto finanziario e sull'esperienza manageriale (Bessière et al., 2018).

In terzo luogo, i VCs tendono a specializzarsi in alcuni settori industriali, permettendo loro di sfruttare le loro competenze e i loro network per una due diligence efficace e per attrarre un'ampia gamma di risorse essenziale per lo sviluppo dell'impresa (Dutta e Folta, 2016). Come risultato, il network dei VCs sembrerebbe più ampio e più strutturato rispetto a quello dei BAs. Tuttavia, i gruppi di business angel includono alcuni degli investitori più sofisticati e attivi che hanno ampia esperienza industriale, i quali forniscono un importante segnale della qualità dell'investimento (Kerr et al., 2014).

In quarto luogo, le differenze riguardano anche il controllo e il monitoraggio che risulta molto più forte da parte dei VCs. Le modalità di controllo del processo di investimento sono definite nel contratto di accordo con gli imprenditori, sia per i BAs che per i VCs. Per quanto riguarda i fondi crowdfunding, invece, il monitoraggio dipende solo dal modello scelto dalla piattaforma (Bessière et al., 2018).

In quinto luogo, le motivazioni relative agli investimenti tra i diversi attori possono essere molto diverse. Per i BAs fattori come la vicinanza culturale e geografica con il leader del progetto e la conoscenza del settore entrano a far parte del processo decisionale. L'efficacia del crowdfunding, invece, deriva dall'eterogeneità dei suoi componenti e dalla conoscenza che ha di essi. I venture capitalist sono professionisti che adottano un approccio finanziario per le loro attività, basate sul rendimento dei loro investimenti. Oltre alle motivazioni elencate, esistono alcune peculiarità comuni per i BAs e il crowdfunding: entrambi investono in progetti rischiosi o con un rendimento inferiore rispetto ai VCs, però gli investimenti sono spesso fondati non solo su motivi strettamente finanziari, ma anche altruistici e sociali (Bessière et al., 2018).

**Tabella 1.3. Caratteristiche principali degli attori coinvolti nel processo di investimento**

<b>Investitore</b>	<b>Struttura organizzativa</b>	<b>Risorse finanziarie</b>
<b>Founders, famiglia e amici</b>	Soggetti privati legati al founder	Risparmi privati, generalmente risorse limitate
<b>Acceleratori e incubatori</b>	Indipendenti, gruppi o programmi governativi	Finanziamento minimo per un breve periodo di tempo
<b>Crowdfunding</b>	Piattaforme online che mettono in relazione gli imprenditori con una platea di possibili investitori	Risorse sufficienti per gli stadi iniziali (early-stage)
<b>Business angel</b>	Soggetti privati che possono essere “associati” o “non associati” all’impresa	Ammontare che permette un finanziamento iniziale, ma che di solito non prevede altri round di capitale
<b>Angel group</b>	Network di angel	Insieme di più risorse che solitamente non prevede altri round di capitale
<b>Venture capital</b>	Modello di Limited partnership, compost da investitori istituzionali	Finanziamenti step-by-step a seconda dei risultati conseguiti

Fonte: Elaborazioni proprie su “Fundamentals of Entrepreneurial Finance”

## **II. Le caratteristiche di human capital in entrepreneurial finance**

### **2.1. Il concetto di human capital**

Le principali caratteristiche alla base del concetto di human capital (HC) sono la conoscenza, l'istruzione, le competenze, il background dei genitori, l'esperienza lavorativa e l'esperienza come founder (Bonnet et al., 2022; Unger et al., 2011), utilizzate da un individuo per apportare valore all'azienda (Bruns et al., 2008). La teoria del capitale umano è stata adottata dai ricercatori nell'ambito dell'entrepreneurship incentivando un considerevole numero di ricerche che includono il capitale umano nei loro modelli di previsione del successo imprenditoriale (Unger et al., 2011).

Sono numerosi gli studi che dimostrano che l'HC ha effetti diretti e indiretti sulle performance delle imprese (Bruns et al., 2008). Nella letteratura spesso si effettua una distinzione tra i componenti generici e specifici del capitale umano (Bruns et al., 2008; Colombo e Grilli, 2005; Dimov e Shepherd, 2005). L'HC generico si riferisce alla conoscenza generale acquisita attraverso l'istruzione formale e l'esperienza professionale, che forniscono all'individuo competenze versatili e ampie capacità di problem solving utili in più contesti (Bruns et al., 2008; Colombo e Grilli, 2005). Per quanto concerne l'istruzione, questa viene spesso misurata in base agli anni di scuola frequentati. Tuttavia, le conoscenze acquisite grazie ad essa dipendono dalle caratteristiche dell'università o della scuola, come frequentare una business school o scuole di specializzazione, oltre alla qualità dell'insegnamento ricevuto (Unger et al., 2011).

Secondo Bruns, Holland, Shepherd, e Wiklund (2008), l'HC specifico si sviluppa attraverso la formazione o l'esperienza, che generano competenze limitate nell'applicabilità a una specifica azienda, mansione o compito. L'esperienza sul campo può agevolare lo sviluppo di alcune soft skills generali, ma conduce anche a una maggiore comprensione dei prodotti, dei processi e dei servizi specifici dell'azienda e consente di sviluppare una conoscenza tacita su come svolgere efficacemente un determinato lavoro. Mentre la conoscenza esplicita può essere espressa verbalmente, codificata e trasmessa più facilmente tra le persone e le organizzazioni, la conoscenza tacita tende ad essere legata a individui o aziende specifici, rendendo complicata la replica delle loro azioni e decisioni (Davidsson e Honing, 2003; Dimov e Shepherd, 2005). Infatti, la conoscenza tacita non può essere codificata e quindi non può essere facilmente appresa o condivisa

attraverso la comunicazione verbale o i testi scritti. Il concetto di conoscenza tacita è strettamente legato alle competenze e all'esperienza (Bruns et al., 2008), che definiscono in modo univoco il capitale umano specifico ed è stato dimostrato che rappresenta una fonte di vantaggio competitivo (Bruns et al., 2008). Sebbene tutta la conoscenza abbia una componente esplicita, la conoscenza personale è spesso di natura tacita, riflettendo l'ambiente sociale unico di una persona e le sue esperienze passate (Dimov e Shepherd, 2005). Risolvere problemi complessi e prendere decisioni imprenditoriali richiede l'interazione sia della conoscenza tacita che di quella esplicita, nonché delle strutture sociali e dei sistemi di credenze (Davidsson e Honing, 2003).

La conoscenza precedente svolge un ruolo decisivo nelle performance: permette l'integrazione e l'accumulo di nuove conoscenze, nonché l'integrazione e l'adattamento a nuove situazioni. Il capitale umano, come sostenuto precedentemente, non è solo il risultato dell'istruzione formale, ma include anche l'esperienza e l'apprendimento sul campo, così come l'istruzione non formale, ad esempio corsi di formazione specifici che non fanno parte delle strutture educative formali tradizionali (Davidsson e Honing, 2003).

La teoria dell'HC si riferisce anche alla capacità degli attori coinvolti di trarre benefici dalle loro strutture sociali, reti e appartenenze (Davidsson e Honing, 2003). Si teorizza che le reti sociali fornite da relazioni familiari estese, comunitarie o organizzative integrino gli effetti dell'istruzione, dell'esperienza e del capitale finanziario (Davidsson e Honing, 2003). L'HC è multidimensionale e si manifesta sia a livello individuale che organizzativo (Davidsson e Honing, 2003). Davidsson e Honing (2003), riportando alcuni studi passati, affermano che i fattori sociali sono strumentali nell'ottenere risorse critiche per sfruttare le opportunità. Pertanto, si prevede che l'HC fornisca considerevoli risorse quando viene sfruttato correttamente per il nascente imprenditore, e può essere particolarmente importante in contesti di informazioni incomplete e mercati economicamente deboli, come nuove industrie, prodotti, mercati e tecnologie emergenti (Davidsson e Honing, 2003).

Nel corso dei successivi paragrafi verranno evidenziate quali sono le caratteristiche di human capital sia a livello imprenditoriale sia dal punto di vista degli investitori.



## **2.2. Il concetto di human capital a livello imprenditoriale**

In questo sottoparagrafo l'attenzione sarà rivolta al concetto di HC a livello imprenditoriale, in particolar modo a quali sono le caratteristiche principali e come queste influenzano le scelte imprenditoriali. Nel corso degli anni si sono susseguiti molteplici studi al riguardo e si cercherà di riportare una visione complessiva, evidenziandone le peculiarità.

Knockaert, Clarysse e Wright (2010) identificano alcuni criteri su cui gli investitori, di VC in particolare, basano le loro decisioni di selezione degli investimenti. Il primo criterio è il "capitale umano" dell'imprenditore e del team imprenditoriale, che include: la capacità di gestione, che può essere rappresentata dalle competenze e dalla qualità della gestione, dalle caratteristiche del team o dal track record della gestione; le competenze manageriali dell'imprenditore; la diversità di conoscenze del team imprenditoriale. Il secondo criterio riguarda l'ambiente di mercato, che comprende le caratteristiche del mercato/settore, le minacce ambientali per l'attività, il livello di concorrenza e il grado di differenziazione del prodotto. Il terzo criterio riguarda le caratteristiche del prodotto/servizio e il quarto riguarda i criteri finanziari e le opportunità di exit.

La letteratura fornisce diverse argomentazioni su come l'HC dovrebbe aumentare il successo imprenditoriale. Unger, Rauch, Frese e Rosenbusch (2011) sostengono che, innanzitutto, il capitale umano aumenta la capacità dei founders di svolgere le attività imprenditoriali generiche di scoprire e sfruttare le opportunità commerciali. In secondo luogo, affermano che l'HC è correlato positivamente alla pianificazione e alla strategia aziendale, che a loro volta influiscono positivamente sul successo. Infine, il capitale umano è un prerequisito per ulteriori apprendimenti e aiuta nell'accumulo di nuove conoscenze e competenze. Nel complesso, i founders con un HC più elevato dovrebbero essere più efficaci ed efficienti nella gestione della loro attività rispetto ai proprietari con un capitale umano più basso (Unger et al., 2011).

Dunque, l'HC può creare vantaggi competitivi se è sufficientemente diverso rispetto ai concorrenti. Ad esempio, nei paesi in via di sviluppo, il capitale umano è più eterogeneo e relativamente scarso rispetto ai paesi altamente sviluppati il che comporta, di conseguenza, un vantaggio competitivo maggiore rispetto a quello che si registrerebbe nei paesi già industrializzati. Un esempio è il tasso di alfabetizzazione, che è

considerevolmente più alto nei paesi industrializzati occidentali rispetto ai paesi in via di sviluppo (Unger et al., 2011).

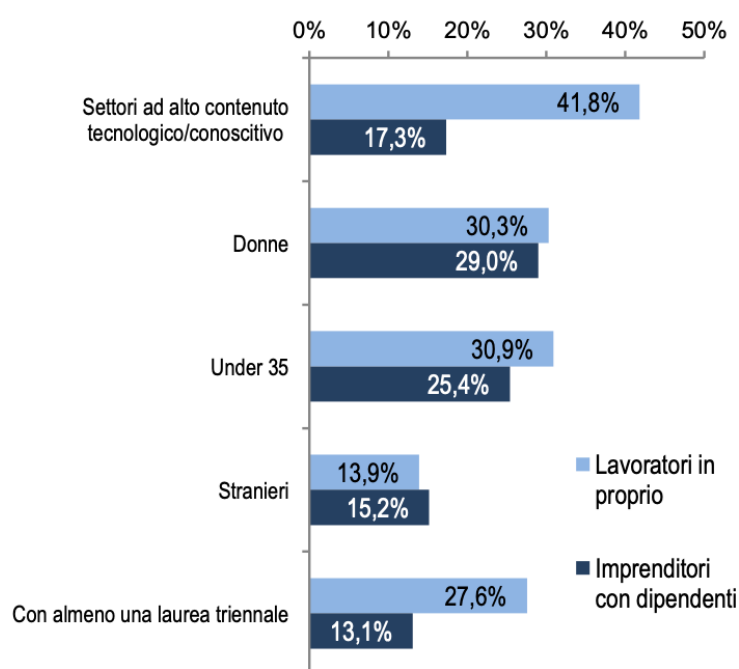
In particolare, l'HC ricopre un'importanza fondamentale nella competitività di una start-up (Davidsson e Honing, 2003). I founders di imprese in fase iniziale sono continuamente esposti a nuove esperienze e difficoltà: devono rispondere a nuove situazioni che possono richiedere decisioni e azioni immediate senza possedere ancora le giuste strategie di risoluzione dei problemi (Unger et al., 2011). Quindi, svolgere le attività quotidiane nell'impresa, risolvere i problemi e prendere decisioni (ad esempio, in ambito commerciale, di marketing, strategico) rappresentano sfide cognitive per i proprietari di start-up. Un alto capitale umano aiuta gli imprenditori ad apprendere nuove attività e ruoli e ad adattarsi a nuove situazioni (Unger et al., 2011). Al contrario, i proprietari di imprese già consolidate hanno un "track record" e pratiche solide a cui possono fare riferimento. Nel corso degli anni, variabili diverse dal capitale umano dei founders possono diventare più importanti in quanto, nelle fasi iniziali l'HC crea legittimità (Unger et al., 2011).

Le capacità distintive delle new technology based firms (NTBFs), quindi start-up appartenenti al settore tecnologico, sono strettamente legate alle conoscenze e alle competenze dei loro fondatori (Colombo e Grilli, 2005). A loro volta, queste dipendono da ciò che i fondatori hanno appreso attraverso l'istruzione formale e l'esperienza professionale precedente. Di conseguenza, le NTBFs fondate da individui con un maggiore capitale umano dovrebbero ottenere risultati migliori rispetto ad altre, grazie alle loro capacità uniche. In altre parole, è l'"effetto capacità" dell'HC dei fondatori e dell'eterogeneità delle loro caratteristiche che spiega l'impatto positivo sulle performance delle NTBFs (Colombo e Grilli, 2005).

Di conseguenza, la maggior parte degli studi ha utilizzato l'istruzione o l'esperienza lavorativa come proxy per il capitale umano degli imprenditori (Unger et al., 2011). La probabilità di sopravvivenza delle start-up e la crescita delle imprese già avviate sono generalmente risultate essere positivamente correlate all'età, all'istruzione e all'esperienza lavorativa dei fondatori (Colombo e Grilli, 2005). Nel corso del paragrafo ci si concentrerà, dunque, su questi aspetti dell'HC: esperienza professionale (come imprenditore e come manager), relazioni sociali, istruzione, genere.

I risultati ottenuti da Colombo e Grilli (2010) mostrano chiaramente che le imprese fondate da individui con specifiche caratteristiche di capitale umano (vale a dire, una maggiore istruzione universitaria in management ed economia e una maggiore esperienza lavorativa pregressa in funzioni tecniche nel settore in cui opera la nuova impresa) possono sfruttare le capacità distintive associate alla conoscenza e alle competenze dei loro fondatori per crescere più delle altre imprese. Quindi, l'HC dei fondatori ha un effetto diretto positivo sulla crescita dell'impresa. Ha anche un effetto indiretto positivo mediato dall'accesso ai VCs e dall'impatto positivo significativo degli investimenti dei VCs sulla crescita dell'impresa. In particolare, i risultati econometrici confermano le evidenze fornite da studi empirici precedenti secondo cui gli investimenti dei VCs sono attratti dalla percezione di competenza gestionale del team fondatore delle imprese che nello studio di Colombo e Grilli (2010) viene approssimata dalla presenza nel team imprenditoriale di uno o più individui con esperienza manageriale pregressa.

**Grafico 2.1. Principali caratteristiche dei nuovi imprenditori**



Fonte: “I profili dei nuovi imprenditori e delle imprese ad elevata crescita”, 2018.

Nel Grafico 2.1. vengono rappresentate le principali caratteristiche dei nuovi imprenditori italiani registrate in un report condotto dall'ISTAT nel 2016 in valori percentuali. Emerge, come sarà approfondito nei sottoparagrafi successivi, che gli imprenditori sono per la maggior parte uomini (le donne, infatti, sono il 30,3% delle lavoratrici in proprio e il

29,0% degli imprenditori con dipendenti) e gli stranieri rappresentano una minoranza, essendo il 13,9% dei lavoratori autonomi e il 15,2% degli imprenditori con dipendenti.

### *2.2.1. Esperienza professionale*

Davidsson e Honing (2003), in base ai loro studi, riportano che gli imprenditori spesso avviano attività legate alle loro occupazioni precedenti. Colombo e Grilli (2005) sostengono che le NTBFs fondate da individui con maggiore esperienza lavorativa in funzioni tecniche nello stesso settore della start-up appena fondata e che hanno avuto esperienze imprenditoriali precedenti mostrano una crescita superiore. Infatti, le conoscenze derivanti da esperienze precedenti nello stesso settore o settori simili rappresentano un elemento di vantaggio per i founders (Cooper et al., 1994). L'assenza di questa conoscenza specifica comporta costi elevati ed è difficile da trasferire. Pertanto, gli imprenditori che provengono da attività simili possono portare con sé basi di conoscenze, esperienze e relazioni direttamente pertinenti che riducono significativamente il rischio dell'avvio di una nuova attività che si avrebbe senza la preparazione necessaria per entrare nel mercato. Gli imprenditori che avviano attività strettamente legate a ciò che hanno fatto in passato saranno più propensi ad aver sviluppato reti di relazioni con fornitori, distributori e clienti. Queste reti conferiscono loro credibilità e migliorano la loro capacità di ottenere credito, sviluppare vendite e raggiungere altre forme di collaborazione. Nelle ricerche precedenti condotte da Cooper et al. (1994), si è riscontrata una maggiore performance quando la nuova impresa era correlata ai prodotti offerti e ai mercati serviti. È importante notare che le similarità dell'attività implicano conoscenze e capacità più specifiche per un particolare mercato e ambiente operativo rispetto a quelle acquisite attraverso un'organizzazione aziendale.

Dunque, l'esperienza imprenditoriale del founder ha un impatto positivo sul valore dell'impresa e sul grado di fiducia che viene manifestata agli investitori (Murnieks et al., 2016). Infatti, l'esperienza maturata come imprenditore permette di sviluppare anche la capacità di leadership che sicuramente è fondamentale per un sano sviluppo aziendale.

L'organizzazione in cui l'imprenditore era impiegato poco prima di avviare un'impresa potrebbe essere considerata come un "incubatore" in cui si svolgono numerose esperienze preziose (Cooper et al., 1994). In questo contesto, l'imprenditore può sviluppare contatti e acquisire competenze manageriali e tecniche rilevanti. Per quanto riguarda

l'organizzazione precedente, gli imprenditori che precedentemente non appartenevano a quel mondo potrebbero aver avuto poche opportunità di osservare o sviluppare esperienze direttamente pertinenti per la gestione di un'azienda. Avrebbero avuto meno esposizione al management, rendendo quindi più difficile per loro anticipare la natura e l'entità delle sfide potenziali (Cooper et al., 1994). Pertanto, Cooper, Gimeno-Gascon e Woo (1994) affermano che il livello di esperienza manageriale precedente è rilevante poiché coloro che hanno supervisionato manager o gestito un'azienda prima di avviare l'attuale impresa dovrebbero avere migliori prestazioni. La loro vasta esperienza li preparerebbe meglio alle sfide che le nuove imprese devono affrontare. L'esperienza manageriale può anche offrire l'opportunità di coltivare competenze per monitorare diverse funzioni e interagire con diversi attori, nonché di sviluppare contatti con potenziali clienti e fornitori (Cooper et al., 1994). Similmente all'istruzione, il livello di gestione può fungere da indicatore di una maggiore motivazione e predisposizione alla risoluzione dei problemi. D'altra parte, una maggiore esperienza manageriale potrebbe portare gli imprenditori a percepire costi opportunità più elevati associati alle attività marginali.

La competenza manageriale, incarnata nell'imprenditore o disponibile all'impresa da altre fonti, può essere una delle risorse centrali di una nuova impresa. La conoscenza di come gestire un'impresa è principalmente tacita e viene comunemente acquisita attraverso un investimento sostanziale di tempo nell'osservare, studiare e prendere decisioni aziendali (Cooper et al., 1994). Una nuova impresa può aumentare le sue probabilità di successo avendo questa competenza manageriale disponibile attraverso il coinvolgimento di persone che incarnano questa conoscenza tacita. La competenza manageriale incarnata nell'imprenditore può derivare dalla presenza di genitori che possedevano un'impresa, dall'esperienza lavorativa in un'organizzazione aziendale (piuttosto che in un'organizzazione no profit o non avendo avuto esperienza nel mondo del lavoro) e da precedenti esperienze di gestione. Inoltre, la competenza manageriale può essere acquisita grazie alle relazioni con consulenti professionali (Cooper et al., 1994).

### 2.2.2. *Relazioni sociali*

In uno studio condotto da Davidsson e Honing (2003), vengono esaminati gli indicatori individuali del capitale sociale che si suddividono in bridging<sup>2</sup> e bonding<sup>3</sup>. Il background imprenditoriale dei genitori è un esempio di capitale sociale bonding, invece l'appartenenza a organizzazioni, le reti aziendali o lo sviluppo di amicizie con altri imprenditori rappresentano esempi di capitale sociale bridging. Gli imprenditori spesso prendono decisioni a seguito di relazioni di amicizia o consigli, spesso costituite da capitale sociale bridging. Tuttavia, i rapporti familiari sono fondamentali nell'ispirare l'autonomia, così come la creazione di reti personali che forniscono risorse preziose. Legami forti (bonding) all'interno dell'iniziativa nascente possono anche portare a un aumento dell'efficienza nell'utilizzo delle risorse (Davidsson e Honing, 2003).

Diversi studi hanno evidenziato che gli imprenditori sono più propensi ad appartenere a famiglie in cui i genitori possedevano un'azienda. Cooper et al. (1994) hanno ipotizzato che gli individui cresciuti in tali famiglie vedessero i genitori come modelli da seguire e che l'imprenditorialità fosse percepita come una carriera valida. Inoltre, crescendo in tali famiglie, un giovane acquisisce conoscenze su ciò che comporta gestire un'azienda, un background prezioso per futuri imprenditori che possono, quindi, essere più consapevoli delle sfide che dovranno affrontare, meglio preparati e meno scoraggiati quando si presentano tali problemi (Cooper et al., 1994). Gli imprenditori con una preparazione più solida e coloro che possono attingere all'esperienza degli altri sono più propensi ad affrontare le sfide che sorgono durante lo sviluppo delle loro imprese, sfide che potrebbero non essere state previste al momento della fondazione (Cooper et al., 1994).

Nel caso, ad esempio, di una famiglia che lavora nel settore bancario, le conoscenze e l'attrazione per il settore finanziario possono essere trasmesse anche in una normale conversazione a cena, in cui, ad esempio, si può discutere di nuove attività finanziarie potenziali. Un membro di una tale famiglia può individuare opportunità fornite da questo forte legame di capitale sociale bonding (Davidsson e Honing, 2003).

---

<sup>2</sup> Concetto che si riferisce alla creazione di nuovi legami al di là dei rapporti già esistenti

<sup>3</sup> Concetto che si riferisce ai legami già esistenti

Proseguendo nella ricerca, Davidsson e Honing (2003) affermano, dunque, che l'esperienza imprenditoriale di genitori e/o amici, così come l'incoraggiamento da parte di amici e familiari, è fortemente associata alla probabilità di ingresso nel mondo dell'imprenditorialità.

### *2.2.3. Istruzione*

L'istruzione è una delle variabili imprenditoriali più ampiamente studiate ed è correlata a conoscenza, competenze, capacità di problem solving, disciplina, motivazione e autostima (Cooper et al., 1994). Questi fattori possono permettere di affrontare tutte le sfide che si presentano all'imprenditore e di avere maggior successo. Una revisione della letteratura riportata da Cooper et al. (1994) ha affermato che più della metà degli studi condotti avevano trovato relazioni positive tra il livello di istruzione precedente e la performance. Nel complesso, sembra che le prestazioni siano migliorate dal livello di istruzione: un livello di istruzione più elevato può portare a una migliore capacità di problem solving e di perseveranza attraverso una combinazione di impegno, motivazione e disciplina (Cooper et al., 1994).

L'istruzione formale è una componente dell'HC che può contribuire, inoltre, all'accumulo di conoscenze esplicite utili agli imprenditori. La ricerca empirica ha dimostrato una serie di risultati riguardo alla relazione tra istruzione, imprenditorialità e successo, riscontrando che, in particolare per gli uomini, i ritorni dell'istruzione dipendono sia dal settore sia dai livelli superiori di istruzione, come l'università o gli studi post-laurea (Davidsson e Honing, 2003).

I risultati dello studio condotto da Colombo e Grilli (2005) su 506 start-up italiane operanti nei settori ad alta tecnologia supportano la tesi ispirata alle teorie basate sulle competenze che le capacità dei fondatori sono un fattore chiave per la crescita delle NTBFs. Infatti, sia l'istruzione che l'esperienza lavorativa dei fondatori hanno un impatto differenziato sulla crescita delle imprese a seconda della loro natura specifica: più precisamente, gli anni di formazione universitaria e post-laurea nei settori economico e manageriale e, in misura minore, nei settori tecnici e scientifici, influenzano positivamente la crescita.

In uno studio precedente, Colombo, Delmastro e Grilli (2004) considerano un campione composto da 391 imprese italiane, sempre operanti in settori high-tech, sia manifatturieri

sia di servizi, nate nel 1980 e successivamente. In primo luogo, emerge come il capitale umano degli imprenditori, misurato da diversi indicatori di istruzione ed esperienza lavorativa, abbia un'influenza cruciale sulla dimensione iniziale delle imprese. L'effetto dell'HC è duplice: da un lato, i fondatori con maggior talento imprenditoriale e maggiore fiducia nelle prospettive di crescita della nuova impresa avviano le operazioni su una scala più ampia, dall'altro lato, individui più istruiti, più qualificati e probabilmente più abbienti soffrono in misura minore dei vincoli finanziari associati alle imperfezioni dei mercati del capitale che altrimenti ostacolerebbero il raggiungimento della dimensione di avvio "ottimale" (Colombo et al., 2004).

In linea con questi argomenti, è stato dimostrato che le imprese fondate da imprenditori con un livello di istruzione più elevato o una formazione più specifica hanno una maggiore probabilità di sopravvivenza e di raggiungere livelli di performance più elevati, suggerendo che il loro percorso educativo fornisca loro una base più ampia di competenze e capacità rilevanti (Collewaert e Manigart, 2016).

L'istruzione universitaria in management ed economia dei fondatori ha anche un effetto positivo sulla probabilità di ricevere finanziamenti da parte dei VCs (Colombo e Grilli, 2010).

#### *2.2.4. Genere*

Nel campo dell'entrepreneurship, esiste una significativa differenza di genere per quanto concerne il tasso di fondazione delle aziende, in cui gli uomini hanno il doppio delle probabilità delle donne di diventare imprenditori (Tinkler et al., 2015). Nell'imprenditorialità high-tech, questa disparità è ancora più evidente poiché rappresenta un settore in cui la partecipazione delle donne è eccezionalmente bassa. La natura della disparità di genere nell'imprenditorialità high-tech ha una rilevanza importante perché attualmente è uno dei settori trainanti dell'economia, rappresentando una componente estremamente significativa per lo sviluppo economico e per la competitività nazionale complessiva (Tinkler et al., 2015).

L'industria del VC dovrebbe concentrarsi sulla bontà del progetto e sulla possibilità dell'investimento, senza pregiudizi di genere. Tuttavia, recenti ricerche indicano che le percezioni di meritocrazia in una cultura lavorativa possono effettivamente oscurare e persino favorire decisioni di genere tendenzialmente sbilanciate (Tinkler et al., 2015;



Poczter e Shapsis, 2018). Inoltre, nell'industria del VC ci si attende che il genere sia estremamente rilevante, poiché l'imprenditorialità high-tech è considerata una carriera tipicamente maschile nella società occidentale, e le credenze culturali ritengono le caratteristiche maschili essenziali per un'imprenditorialità di successo (Tinkler et al., 2015). Quindi, si presume che i pregiudizi di genere influiscano sul processo di valutazione degli imprenditori e delle imprenditrici da parte dei VCs, con valutazioni migliori per i primi (Tinkler et al., 2015).

È importante sottolineare come le credenze sul genere siano in grado di influenzare il comportamento degli agenti, anche quando quest'ultimi sono consapevoli dell'importanza del raggiungimento della parità di genere e sono motivati a comportarsi in modo imparziale. Nel contesto del venture capital, ad esempio, se il venture capitalist personalmente ritiene che un'imprenditrice sia una buona candidata per il ruolo di CEO, il fatto che la maggior parte delle persone non pensi che le donne siano altrettanto competenti in questa posizione, può comunque influenzare la valutazione del VC (Tinkler et al., 2015).

Nelle attività tipicamente maschili, il successo di un uomo rafforza la convinzione che gli uomini siano più competenti nell'attività, mentre il successo di una donna non è coerente con le aspettative di performance. Pertanto, il successo delle donne può essere attribuito a fattori come la fortuna piuttosto che alla capacità, mentre il fallimento conferma le aspettative per le donne, ma non per gli uomini (Tinkler et al., 2015). Si crea così un doppio standard, poiché le donne devono dimostrare un successo maggiore e commettere meno errori per essere considerate altrettanto competenti degli uomini.

Le spiegazioni date per motivare il divario di genere nell'imprenditorialità high-tech si concentrano sul capitale umano e sociale: ad esempio, si ritiene che le donne abbiano meno successo perché sono meno propense degli uomini a possedere formazione ed esperienza nel campo della tecnologia e/o legami con reti imprenditoriali strategiche (Tinkler et al., 2015). Tuttavia, le ricerche che mostrano differenze di genere negli effetti di istruzione, esperienza e reti sociali sugli esiti professionali suggeriscono che le caratteristiche personali e il capitale sociale possano essere condizioni necessarie ma non sufficienti per spiegare l'accesso differenziale delle donne al venture capital (Tinkler et al., 2015). Pertanto, ci si chiede se possedere o meno un'istruzione/esperienza rilevante conferisca lo stesso vantaggio o svantaggio alle imprenditrici e agli imprenditori; e

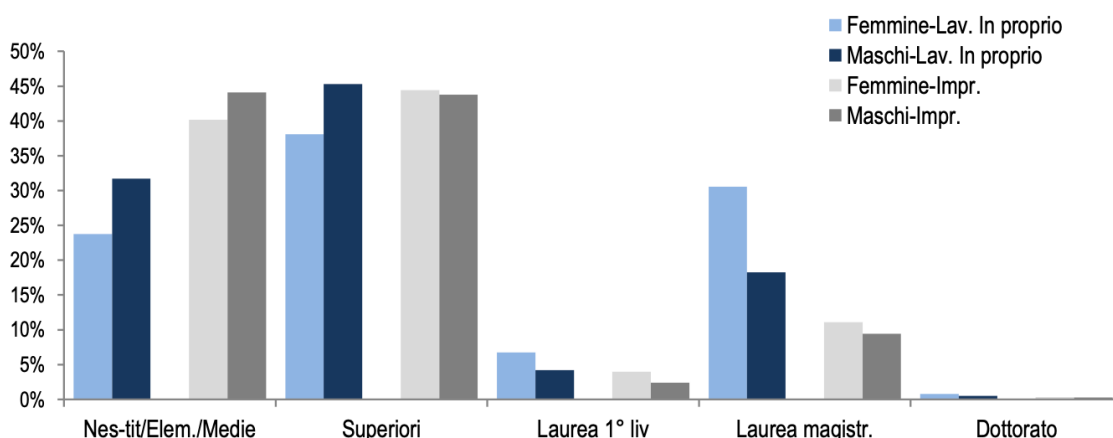
inoltre, se avere un legame con un investitore sia di diversa importanza per le imprenditrici e gli imprenditori uomini (Tinkler et al., 2015).

Nei contesti di lavoro tecnico, l'accesso limitato delle donne a mentori influenti e reti professionali è stato ipotizzato come una delle ragioni principali delle differenze nelle opportunità di carriera e nel successo raggiunto (Tinkler et al., 2015). La ricerca suggerisce che le differenze di genere nelle reti hanno principalmente radici strutturali, ovvero donne e uomini con occupazioni, istruzione e posizioni organizzative simili tendono ad avere posizioni e posizioni di rete comparabili (Tinkler et al., 2015). Tuttavia, lo status differenziale delle donne complica le concezioni tradizionali sul funzionamento delle reti. Ad esempio, la ricerca di Tinkler et al. (2015) rivela che spesso le donne sono escluse dalle reti più ricche di risorse, nonostante la loro posizione professionale, e sembra che gli uomini abbiano una maggiore capacità di sfruttare le loro posizioni e le loro credenziali (ad esempio, rango gerarchico, contatti di rete esistenti, titoli di studio) per ottenere posizioni centrali nella rete.

Le donne senza una formazione tecnica sono state valutate come meno competenti e con minor capacità di leadership, e hanno ricevuto significativamente meno investimenti di capitale rispetto alle donne tecniche, agli uomini tecnici e agli uomini non tecnici imprenditori. Le donne, più degli uomini, hanno bisogno di determinati indicatori di potenziale, come connessioni con figure chiave e una formazione tecnica in questo contesto, per ottenere legittimità come leader imprenditoriali e instillare fiducia nei loro valutatori riguardo alle loro capacità (Tinkler et al., 2015).

Nel Grafico 2.2. vengono indicati il numero di imprenditori italiani per genere e titolo di studio registrati in un report condotto dall'ISTAT nel 2016 in valori percentuali. Emerge che le neo-imprenditrici sono più istruite degli uomini. Le maggiori differenze si riscontrano nel possesso di una laurea magistrale: la quota di donne è superiore a quella di uomini sia tra i lavoratori in proprio (30,6% contro 18,2%) sia tra gli imprenditori con dipendenti (11,1% contro 9,4%). Quanto alla quota di imprenditrici con dottorato di ricerca, malgrado valori piuttosto bassi per ogni tipologia di imprenditore, la quota di lavoratrici autonome in possesso di questo titolo di studio raggiunge quasi il punto percentuale (0,8%) (ISTAT, 2018).

## Grafico 2.2. Numero di imprenditori per genere e titolo di studio



Fonte: “I profili dei nuovi imprenditori e delle imprese ad elevata crescita”, 2018.

Infine, anche l'appartenenza a una minoranza etnica è stata associata a probabilità inferiori sia di sopravvivenza che di crescita dell'azienda (Cooper et al., 1994). Inoltre, una posizione geografica svantaggiata e un accesso limitato al mercato contribuiscono a prestazioni di qualità inferiore per le imprese di proprietà di minoranze. Per di più, come nel caso delle imprenditrici, le minoranze etniche possiedono meno contatti commerciali e maggiori difficoltà nell'ottenere assicurazioni, credito dai fornitori e accesso ai clienti più abbienti (Cooper et al., 1994).

### 2.2.5. Altre caratteristiche di human capital

Le consulenze fornite agli imprenditori da parte di avvocati, consulenti finanziari e commercialisti garantiscono un utile strumento di conoscenza per la realtà che ci si trova ad affrontare e aiuta a individuare problematiche non sempre visibili. La ricerca di informazioni può anche riflettere una pianificazione più completa, un grado più elevato di sofisticazione manageriale e l'avvio di imprese più grandi e promettenti (Cooper et al., 1994). Coloro che ricorrono a consulenti professionali possono anche avere accesso a maggiori risorse finanziarie. Ad esempio, le consulenze di commercialisti sono state associate a migliori prestazioni, mentre il ricorso a consulenti esterni a maggior successo (Cooper et al., 1994).

La presenza di partner porta a una maggiore ampiezza e profondità di competenze (Cooper et al., 1994). La dependence theory suggerisce che i partner possano essere considerati come uno strumento per aggiungere risorse e basi di competenze all'impresa.

I partner possono anche migliorare la credibilità dell'impresa nei confronti di potenziali finanziatori e altri attori (Cooper et al., 1994). Sia la presenza che l'assenza di un team e il numero dei membri sono stati esaminati da Cooper et al. (1994): quattro su cinque studi precedenti hanno riportato che le imprese avviate da team (in particolare se numerosi) ottenevano migliori risultati rispetto a quelle avviate da singoli fondatori. Il numero di partner apporta un contributo significativo per raggiungere una crescita elevata (Cooper et al., 1994). I vantaggi associati alla presenza di partner includono il capitale, l'esperienza funzionale e una gamma più ampia di esperienze di gestione.

### **2.3. Il concetto di human capital a livello dell'investitore**

La letteratura su BAs e VCs indica che queste due categorie di investitori presentano tipicamente diverse caratteristiche, sia in termini di conoscenze acquisite attraverso l'istruzione formale e l'esperienza professionale, sia in termini di stile e processo cognitivo (Bonnet e Wirtz, 2011; Freeney et al., 1999). Ciò può creare un divario di diversa entità tra la mentalità degli investitori e quella degli imprenditori nel momento in cui entrano in contatto; infatti, la presenza di diverse categorie di investitori crea eterogeneità intellettuale, che rappresenta una potenziale fonte di conflitto e costi cognitivi. Se le differenze tra un investitore e un imprenditore sono troppo evidenti, la relazione può interrompersi rapidamente, senza che si verifichi alcun finanziamento, non a causa di una mancanza di informazioni, ma a causa di incomprensioni (Bonnet e Wirtz, 2011). Le dotazioni di capitale umano degli individui, sviluppate attraverso l'istruzione e l'esperienza, permettono di possedere informazioni e conoscenze prima dell'investimento. Questo influisce sulla decisione di VCs e BAs se investire o meno in un'impresa e sulla loro prospettiva su come può essere creato valore in un'opportunità, condizionatamente all'investimento (Collewaert e Manigart, 2016).

La probabilità di un divario cognitivo tra i VCs e gli imprenditori è maggiore rispetto a quello tra i BAs e gli imprenditori in una fase iniziale di crescita dell'impresa, se si considera il fatto che generalmente lavorano su basi di conoscenza diverse, hanno esperienze precedenti diverse e processi cognitivi specifici (Bonnet e Wirtz, 2011). È ampiamente documentato che gli investitori di venture capital con livelli più elevati di capitale umano o sociale creano maggior valore nelle loro aziende del portafoglio attraverso un miglior monitoraggio, un maggiore valore aggiunto post-investimento e una maggiore legittimità (Collewaert e Manigart, 2016), portando a una performance di

investimento più elevata. Il conflitto cognitivo può avere un forte impatto durante la fase di pre-investimento, soprattutto se il VC adotta un atteggiamento rigido nella due diligence e nella negoziazione del contratto. Ad esempio, gli imprenditori inesperti potrebbero essere infastiditi da una tendenza all'uso di analisi formali molto dettagliate, approcci predittivi (piani d'azione dettagliati e previsioni finanziarie), covenant e clausole di exit forzate, semplicemente perché non condividono la stessa logica dei VCs (Bonnet e Wirtz, 2011). Gli imprenditori potrebbero dover intraprendere costose attività esternalizzate per convincere i VCs del potenziale di creazione di valore dell'impresa, poiché questi ultimi mancano di conoscenze industriali e tecniche specifiche e desiderano condurre una due diligence formale ed estesa. Tuttavia, eventuali costi aggiuntivi potrebbero essere mitigati da diversi fattori (Bonnet e Wirtz, 2011):

1. Il conflitto potrebbe diminuire nel tempo, anche durante la fase di pre-investimento, poiché ci si può aspettare che si sviluppi una maggiore comprensione reciproca e una conoscenza condivisa nel processo di interazione.
2. I VCs esperti potrebbero essere meno rigidi e più propensi a comprendere la logica degli imprenditori rispetto ai VCs meno esperti, che devono crearsi una reputazione e hanno meno esperienza nel trattare con gli imprenditori. Gli imprenditori potrebbero comprendere la logica dei VCs se hanno avuto precedenti opportunità di collaborazione con loro.
3. Nel caso di un co-investimento da parte di BAs e VCs, i BAs potrebbero contribuire a ridurre il divario tra VCs e imprenditori poiché sembrano trovarsi "a metà strada", condividendo caratteristiche cognitive con entrambi e avvicinandosi agli imprenditori (come pari) così come ai VCs (come co-investitori). Secondo ricerche precedenti, i VCs considerano il coinvolgimento attivo dei BAs nella fase post-investimento e la loro capacità di colmare eventuali lacune di competenza all'interno del team imprenditoriale come vantaggi significativi del co-investimento.

Pertanto, l'esperienza specifica dei diversi attori conta molto. È possibile che un VC compensi una mancanza di esperienza personale come imprenditore attraverso i frequenti contatti con gli imprenditori che finanzia. Quando VCs e BAs investono insieme nella stessa impresa, si può supporre che apportino contributi complementari, grazie alle loro risorse cognitive eterogenee. Nello specifico, i BAs con alti livelli di HC, più specificamente con alti livelli di esperienza o istruzione, secondo uno studio condotto sui

BAs belgi da Collewaert e Manigart (2016), percepirebbero un maggiore potenziale di creazione di valore nelle opportunità imprenditoriali, condizionato dagli investimenti in esse, guidato da un maggior valore percepito in un'opportunità, un maggiore potenziale di creazione di valore dopo l'investimento e una maggiore legittimità fornita all'impresa. Si può quindi supporre che, all'inizio del processo di investimento, prima che siano stipulati contratti formali, i BAs svolgano un ruolo particolarmente importante, in quanto acquisiscono una comprensione intuitiva del progetto imprenditoriale, in grado di tradurre l'idea imprenditoriale nel linguaggio finanziario. Infatti, i BAs possono ottenere una comprensione di entrambi i mondi, quello imprenditoriale e quello finanziario, attraverso la loro esperienza personale. Possono quindi svolgere un ruolo utile all'inizio del processo di raccolta fondi, aiutando l'imprenditore a spiegare il valore intrinseco della sua impresa a basso costo cognitivo per gli investitori professionali, potenzialmente disposti a contribuire con fondi. In linea con questa visione economica del comportamento degli investitori, i BAs con alti livelli di HC potrebbero negoziare valutazioni più basse. In alternativa, seguendo una prospettiva di gestione, i BAs potrebbero essere più preoccupati della relazione post-investimento con l'imprenditore. Da questa prospettiva, i BAs potrebbero essere disposti a condividere il valore creato attraverso il loro capitale umano con gli imprenditori, negoziando quindi valutazioni più elevate (Collewaert e Manigart, 2016).

Il ruolo cognitivo dei VCs e il miglioramento delle prestazioni, diversi per natura rispetto ai BAs, si presume aumentino in fasi successive della crescita dell'impresa. Infatti, si è osservato che i VCs contribuiscono alle capacità manageriali in uno sforzo di mentoring che porta a una professionalizzazione delle competenze funzionali. Tale professionalizzazione è strumentale nell'affrontare le sfide che si presentano nel superare determinate soglie organizzative (Bonnet e Wirtz, 2011).

Il contributo alla conoscenza tacita è particolarmente intenso nel contesto del venture capital, poiché i venture capital funds (VCFs) sono tipicamente composti da un numero limitato di persone con grandi competenze nella stipulazione di accordi e nell'aggiunta di valore. Queste persone, di solito, entrano nel mondo del venture capital dopo un'ampia esperienza in altri settori. Sebbene il principio di base della teoria del capitale umano sia che maggiore è il capitale umano, migliori sono le prestazioni in un compito specifico, la natura di questa proposizione cambia a livello aziendale e nel contesto delle aziende con

quantità significative di capitale umano. Pertanto, poiché i singoli VCs entrano nell'azienda con conoscenze ed esperienze provenienti da diversi settori, il grado in cui le loro conoscenze ed esperienze in particolari settori contribuiranno alla conoscenza tacita dell'azienda dipenderà dal grado in cui gli altri membri dell'azienda abbiano anche esperienza in quel settore. È la conoscenza e l'esperienza condivise di diversi partner di VCFs che determinano una conoscenza tacita a livello di azienda distintiva per le loro attività di pre e post-investimento (Dimov e Shepherd, 2005).

Ad esempio, l'esperienza e l'istruzione in ambito commerciale e legale sono specifiche per le attività richieste a un VC. Questo capitale umano specifico fornisce al VCF la capacità di analizzare criticamente i piani di business, individuare lacune nei modelli di business, negoziare contratti di venture capital e implementare alcune strategie di riduzione del rischio. Pertanto, questi fattori specifici di capitale umano facilitano essenzialmente la prevenzione degli errori. Coloro che possiedono un capitale umano più generale, come l'istruzione in ambito umanistico, probabilmente sono meno concentrati e meno addestrati nel rilevare rischi specifici. Tuttavia, il capitale umano generale fornisce comunque vantaggi alle aziende: agevola l'integrazione e l'accumulo di nuove conoscenze, fornendo alle persone un insieme più ampio di opportunità e aiutandole ad adattarsi a nuove situazioni. Pertanto, è possibile che coloro che possiedono un capitale umano più generale si concentrino maggiormente sulle opportunità che sui rischi associati agli affari potenziali (Dimov e Shepherd, 2005).

I VCs cercano di ridurre il rischio degli investimenti individuali costruendo un portafoglio di investimenti che rientrano nella loro specifica competenza tecnica e di prodotto (Knockaert et al., 2010). Data la complessità delle tecnologie, è fondamentale che l'investitore professionale sia altamente informato sia sulle questioni tecniche sia su quelle commerciali.

Pertanto, le caratteristiche di HC che verranno analizzate di seguito saranno l'esperienza imprenditoriale e professionale, il metodo decisionale degli investitori, l'istruzione e il genere.

### *2.3.1. Esperienza professionale*

Come descritto nel capitolo precedente, i BAs sono spesso imprenditori esperti che investono il proprio denaro preferibilmente in settori che già conoscono, mentre i VCs

sono professionisti che gestiscono fondi con l'obiettivo di massimizzare il rendimento. Anche se alcuni di loro possono essere ex imprenditori, hanno background diversificati e generalmente investono in un'ampia gamma di settori rispetto ai BAs. Queste differenze possono influenzare il comportamento degli investitori e l'interazione che instaurano con gli imprenditori, sia dal punto di vista disciplinare che cognitivo (Bonnet e Wirtz, 2011).

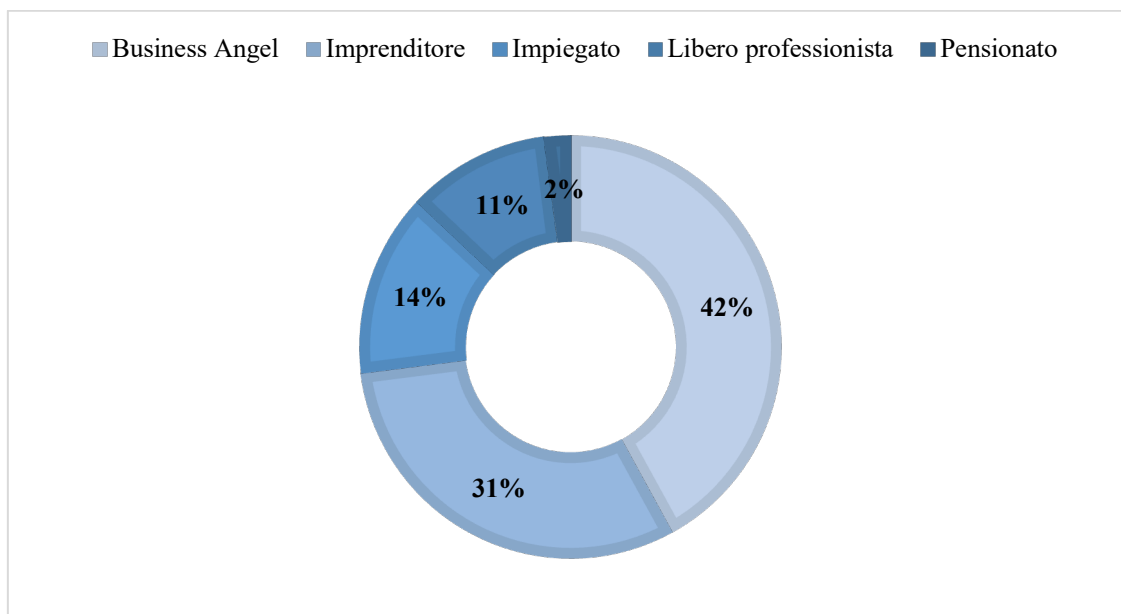
I BAs con una precedente esperienza imprenditoriale presentano molte similitudini con gli imprenditori in termini di processo cognitivo e base di conoscenze. Infatti, spesso investono in settori che già conoscono, il che dovrebbe facilitare la comprensione dei punti di forza e di debolezza della nuova impresa. Tuttavia, nonostante abbiano molto in comune, possono ancora avere mentalità e basi di conoscenza diverse, in parte a causa delle differenze nella loro specifica esperienza precedente (Bonnet e Wirtz, 2011).

Si immagina che i BAs abbiano attraversato tre fasi di carriera: una prima fase aziendale, una seconda di apprendimento imprenditoriale e una terza di carriera di investimento integrata (Bonnet et al., 2022). Secondo Bonnet et al. (2022), i BAs utilizzano le loro competenze manageriali e imprenditoriali nelle aziende che supportano: l'esperienza imprenditoriale passata dovrebbe migliorare la percezione del BA riguardo alla propria capacità di selezionare buoni obiettivi di investimento e di controllarli per ottenere il miglior risultato possibile (Bonnet et al., 2022). I BAs che cercano un forte coinvolgimento e una stretta interazione con gli imprenditori possono condividere la loro esperienza imprenditoriale, fornire mentoring e colmare il divario di competenze presente nel team di top management della nuova impresa a un costo cognitivo relativamente basso (Bonnet e Wirtz, 2011). Si può quindi presumere che l'interazione tra business angel e imprenditore abbia il potenziale per produrre un alto valore cognitivo attraverso l'apprendimento, soprattutto nel caso degli imprenditori alle prime armi, che potrebbero beneficiare maggiormente dal trasferimento dell'esperienza imprenditoriale precedente da parte dei business angel. Tuttavia, mantenere una stretta interazione con gli imprenditori può richiedere molto tempo e costi elevati se l'impresa si trova lontano, il che potrebbe spiegare perché la maggior parte dei BAs investe a livello locale (Bonnet e Wirtz, 2011).



Nel Grafico 2.3. sono indicate le caratteristiche professionali dei business angel italiani, secondo una survey condotta dall'IBAN<sup>4</sup> nel 2021 e pubblicata l'anno successivo.

### Grafico 2.3. Caratteristiche dei Business Angel italiani



Fonte: IBAN, 2022.

Da questa ricerca, emerge come il 42% dei business angel dichiara di svolgere quella professione a tempo pieno, il 31% è anche imprenditore, il 14% è un impiegato, l'11% è libero professionista e solo il 2% è pensionato. Questi risultati, quindi, danno rilievo ancora maggiore all'importanza dell'esperienza imprenditoriale e a come i BAS continuino ad essere imprenditori contemporaneamente alla professione di investitore.

Per proteggere e gestire i loro investimenti, i BAs si affidano alla loro precedente esperienza, alle interazioni dirette con l'imprenditore e alla vicinanza geografica con l'azienda beneficiaria dell'investimento (Capizzi et al., 2022). L'instaurazione di una relazione intima tra il BA e l'imprenditore consente al primo di utilizzare meccanismi informali per prevenire comportamenti opportunistici da parte dell'ultimo. I BAs si coinvolgono attivamente nelle aziende in cui investono, visitando regolarmente i locali dell'azienda e costruendo una relazione di fiducia con l'imprenditore.

<sup>4</sup> IBAN – Italian Business Angels Network, è l'associazione nazionale che coordina e sviluppa l'attività di investimento da parte degli investitori privati e dei gruppi/network di investitori privati nel capitale di piccole imprese e start-up.

Nei gruppi di investitori privati (BAGs), coloro che si occupano della selezione delle operazioni sono spesso coinvolti nel coaching degli imprenditori, il che, di solito, aiuta questi ultimi a evitare fattori che potrebbero ostacolare l'accordo (Bonnet et al., 2022). È quindi ragionevole presumere che i BAs con esperienza imprenditoriale tendano ad essere più attivamente coinvolti nelle attività legate agli investimenti. I gruppi di BAs forniscono anche formazione per nuovi BAs e programmi di preparazione agli investimenti per gli imprenditori e talvolta diventano importanti partner di investimento per i governi (Bonnet et al., 2022). I BAs riconoscono la necessità di effettuare investimenti successivi per evitare diluizioni e partecipare a operazioni molto più grandi come co-investitori in varie operazioni e, per alcuni di loro, per evolvere nella gestione di fondi di investimento o fondi di venture capital.

Una delle caratteristiche che contraddistingue i BAs è il loro background professionale. Molti BAs sono stati CEO di PMI o hanno ricoperto posizioni importanti nel consiglio di amministrazione di aziende di medie e grandi dimensioni. Una posizione di CEO richiede competenze radicalmente diverse da quelle necessarie per ruoli esecutivi inferiori, come la gestione del consiglio di amministrazione o degli azionisti dell'azienda, la presa di decisioni strategiche e l'assunzione di dirigenti di alto livello. I CEO hanno rapporti continui con gli azionisti e le altre parti interessate, i media e con gli attori dei mercati finanziari. Queste competenze specifiche del lavoro sono trasferibili tra le organizzazioni. È ragionevole presumere che i BAs con un'esperienza di alto livello manageriale tendano ad essere più coinvolti nelle attività di gestione del gruppo. I BAs con tale esperienza dovrebbero aver sviluppato competenze migliori per gestire la strategia di gruppo, le relazioni con le parti interessate chiave e altri investitori come VC o fondi di investimento (Bonnet et al., 2022; Wirtz et al., 2020).

Dati gli schemi più approfonditi ed elaborati, gli investitori di venture capital con maggiore esperienza imprenditoriale e di investimento dovrebbero essere in grado di comprendere meglio quale azione intraprendere per plasmare l'opportunità in una società che crea valore e come adattarsi a un ambiente in evoluzione e ai feedback degli stakeholder o agli eventi imprevisti (Collewaert e Manigart, 2016). Nel complesso, e a condizione di investire in un'opportunità, le loro intuizioni dovrebbero consentire loro di vedere più opzioni che creano valore in un'opportunità rispetto agli investitori inesperti, avendo un effetto positivo sul valore previsto dell'opportunità.

Una ridotta distanza cognitiva può consentire una comprensione intuitiva del valore intrinseco del progetto originale dell'imprenditore, senza ricorrere a proiezioni finanziarie formali. Al contrario, la distanza mentale tipica tra i VCs e gli imprenditori alle prime armi può essere più forte rispetto al caso dei BAs, a causa delle differenze nella formazione e nei relativi modi specifici di ragionamento (Bonnet e Wirtz, 2011).

La vasta gamma di competenze imprenditoriali presenti tra i membri del gruppo di BAs, che provengono da diversi settori industriali ma sono perlopiù imprenditori, professionisti del business e dirigenti senior, significa che i BAGs possono apportare un valore aggiunto maggiore ai loro investimenti rispetto ai singoli BAs (Capizzi et al., 2022). Far parte di un BAG offre ai BAs una serie di vantaggi, tra cui la condivisione di informazioni, conoscenze e risorse tra gli altri membri del BAG. Inoltre, i BAs meno esperti possono incontrare quelli più esperti, il che offre loro la possibilità di migliorare il loro capitale umano e la capacità di prendere decisioni di investimento efficienti. Pertanto, gli investimenti effettuati da BAs affiliati a un BAG possono essere considerati più coscienti ed efficienti.

Pertanto, a causa del processo di screening superiore del BAG e del supporto informale fornito ai propri membri attraverso la condivisione di informazioni e conoscenze, le aziende finanziate dai membri di gruppi di BAs attraversano un processo decisionale di investimento più sofisticato e informato, il che certifica meglio l'alto potenziale di queste aziende per gli investitori esterni (Capizzi et al., 2022).

### *2.3.2. Esperienza negli investimenti*

L'esperienza nel settore finanziario è particolarmente rilevante nella strutturazione dell'accordo di investimento. L'istruzione e l'esperienza nel campo del diritto forniscono competenze nei contratti di investimento, negli aspetti della due diligence e nell'exit dalle società del portafoglio. L'esperienza nella consulenza fornisce competenze sulla rilevazione di problemi all'interno di una società del portafoglio e nella comunicazione al team di management (Dimov e Shepherd, 2005). Infatti, i gestori degli investimenti che erano stati imprenditori o avevano avuto esperienze di consulenza tendono ad essere più coinvolti in attività di creazione di valore, mentre i gestori degli investimenti che precedentemente gestivano un portafoglio diversificato tendono ad essere meno coinvolti in queste attività (Knockaert et al., 2010).

Un'altra dimensione del capitale umano investigata riguarda la conoscenza specifica del processo e del ciclo di investimento acquisita dai BAs attraverso la loro precedente esperienza come investitori individuali (Bonnet et al., 2022). Infatti, investire in start-up richiede competenze e conoscenze specifiche al fine di gestire le diverse fasi del ciclo di investimento: dalla selezione dell'operazione all'exit. I BAs che hanno precedentemente investito in start-up hanno acquisito competenze direttamente legate al processo di investimento. Sono in grado di valutare meglio il potenziale delle opportunità di business e di gestire l'intero processo di investimento (Bonnet et al., 2022). Edelman et al. (2017) mostrano che i gruppi di BAs utilizzano i componenti più esperti come investitori principali durante il processo di investimento. I BAs esperti, grazie alla conoscenza acquisita nel tempo, sono probabilmente più propensi a sviluppare un alto coinvolgimento nelle attività legate agli investimenti all'interno del loro gruppo, mentre i BAs meno esperti potrebbero essere meno inclini ad impegnarsi nello stesso sforzo, tempo e motivazione a causa della loro minore competenza e legittimazione all'interno del gruppo di BAs.

Come per i BAs, anche per i VCs l'esperienza maturata nelle operazioni di investimento dovrebbe condurre a un coinvolgimento attivo dopo l'investimento, specialmente per gli investitori di venture capital più esperti rispetto al coinvolgimento degli investitori meno esperti (Collewaert e Manigart, 2016). Gli investitori avranno prospettive diverse sul valore che possono creare nell'opportunità a seconda della loro esperienza (Collewaert e Manigart, 2016). Inoltre, ricerche precedenti suggeriscono che gli investitori di venture capital più esperti hanno anche una migliore reputazione e una rete più solida in questo mercato. Possono quindi agire come certificatori e legittimatori più forti del valore delle imprese verso il mondo esterno rispetto agli investitori meno esperti (Hsu, 2004). Ciò potrebbe, ad esempio, consentire alle imprese sostenute da investitori di venture capital esperti di assumere manager e dipendenti migliori, di stipulare contratti con fornitori e clienti di alta qualità o di ottenere finanziamenti più consistenti o finanziamenti a condizioni migliori (Collewaert e Manigart, 2016). Nel complesso, poiché ci si aspetta che gli investitori di venture capital più esperti aggiungano più valore alle loro imprese di portafoglio attraverso le loro azioni e la loro certificazione, il risultato atteso e il valore di un'opportunità saranno più elevati (Collewaert e Manigart, 2016; Gompers et al., 2005). In molti paesi i venture capitalist possiedono perlopiù un background finanziario, rispetto all'esperienza nel settore industriale. Tuttavia, non si dovrebbe semplicemente concludere

che assumere partner con esperienza nel settore industriale aumenterà sempre l'attivismo e migliorerà le prestazioni. Piuttosto, i risultati possono essere interpretati come un risultato di equilibrio economico, in cui i venture capitalist con esperienza nel settore aziendale sono una risorsa scarsa ma preziosa (Bottazzi et al., 2008).

Inoltre, secondo gli studi condotti da Knockaert et al. (2010), i gestori degli investimenti avevano lavorato in una banca, una società di consulenza, nell'industria, nel mondo accademico o erano stati imprenditori prima di entrare nell'industria del venture capital. I risultati indicano che i gestori degli investimenti che hanno lavorato in ambienti finanziari tendono a considerare le caratteristiche di HC come fondamentali nella scelta di finanziamento. I financial investor valutano attentamente le caratteristiche di HC, mentre i technology investor reclutano soprattutto soggetti provenienti dall'ambiente accademico. Ciò può essere spiegato dal fatto che i technology investor sembrano investire principalmente nella fase di start-up, in cui i team di management sono incompleti e il modello di business e le prospettive finanziarie sono incerte. Pertanto, i VCs specializzati nell'ambito tecnologico possono basare principalmente le loro decisioni sull'innovazione tecnologica e le sue caratteristiche. Per effettuare questa valutazione tecnologica, i fondi di venture capital tendono a reclutare gestori degli investimenti con una solida formazione scientifica. I financial investor, che investono principalmente in fasi successive alla fase di start-up e investono relativamente di più in tecnologie dell'informazione e automazione industriale, tendono, invece, a reclutare persone con esperienza finanziaria ed esperienza in ambito aziendale. Date le loro priorità tecnologiche e di fase di investimento, questi fondi tendono a enfatizzare altre competenze di gestione, come una conoscenza finanziaria, aziendale e strategica più approfondita rispetto alla conoscenza tecnologica (Knockaert et al., 2010).

I venture capitalist possono apprendere gli uni dagli altri le modalità di selezione degli investimenti, similitudini e differenze. È particolarmente interessante per loro sapere con quali altri VCs si troveranno a competere o quali VCs potrebbero essere potenziali partner, data la loro simile modalità di selezione. La ricerca di Knockaert et al. (2010) dimostra come l'esperienza precedente del gestore degli investimenti influisce sul comportamento: infatti, è stata riscontrata una maggiore presenza di gestori degli investimenti con esperienza accademica nel gruppo degli "investitori tecnologici".

Pertanto, differenziare il tipo di esperienza, come l'esperienza finanziaria e legale, è importante per ottenere una comprensione più dettagliata di questa nel processo di investimento (Collewaert e Manigart, 2016).

### 2.3.3. *Decision-making style*

Lo stile di investimento dei BAs è stato dimostrato essere significativamente influenzato dal loro stile decisionale (Bonnet et al., 2022). In un'importante contribuzione che applica le teorie imprenditoriali al comportamento osservato dei BAs, Wiltbank et al. (2009) distinguono due tipi di profilo cognitivo per i BAs in termini di processo decisionale (non mutualmente esclusivi), focalizzati rispettivamente sulla previsione e sull'orientamento al controllo. I primi basano le loro decisioni di investimento sulla possibilità di prevedere gli esiti futuri (utilizzando, ad esempio, ricerche di mercato, relazioni degli esperti, previsioni finanziarie) e confrontano razionalmente gli esiti attesi con lo sforzo di investimento richiesto. I BAs orientati al controllo, al contrario, anziché cercare di prevedere gli esiti futuri, che potrebbero rappresentare un obiettivo impossibile da raggiungere in ambienti ad alta incertezza, basano le loro decisioni di investimento sulla percezione che possano controllare attivamente e influenzare gli eventi che si verificano durante il periodo di investimento, grazie alla loro base di conoscenza, esperienza e capacità di contribuire concretamente sia alla formulazione della strategia che alla gestione quotidiana delle imprese in cui investono.

Seguendo questa linea di ricerca, Wiltbank et al. (2009) mostrano che un determinato BA può avere un'alta (o bassa) propensione sia verso la previsione che verso il controllo, e tutte le possibili combinazioni intermedie possono verificarsi. Secondo alcuni studi riportati da Bonnet et al. (2022), analizzando l'esperienza precedente di un ampio campione di imprenditori, un background manageriale è tipicamente associato a uno stile decisionale focalizzato sulla previsione, mentre un background imprenditoriale è più associato a un comportamento orientato al controllo.

Come conseguenza di tale distinzione, è ragionevole sostenere che lo stile decisionale dei BAs (grado di orientamento predittivo o al controllo) possa avere un impatto differenziale sulla loro decisione di essere attivamente coinvolti nelle due categorie di attività svolte dal gruppo di BAs (BAG), ovvero le attività legate agli investimenti e le attività di gestione del gruppo (Bonnet et al., 2022).

I membri di un BAG si trovano di fronte a due ambienti: l'ambiente incerto dell'azienda start-up in cui investiranno e il BAG, che è un'istituzione più stabile e standardizzata. I BAGs si sono professionalizzati nelle loro operazioni, con routine consolidate per l'accesso alle opportunità di investimento, la selezione delle operazioni, la due diligence, la negoziazione e l'investimento (Bonnet et al., 2022). A differenza della maggior parte delle start-up che finanziano, i BAGs operano in ambienti che non possono essere considerati altamente incerti. Inoltre, la presenza delle autorità di vigilanza e regolamentazione, sia a livello nazionale che sovranazionale, è un fattore che assicura stabilità e possibilità di monitoraggio ai principali attori dei mercati del capitale (Bonini and Capizzi, 2019).

È ragionevole presumere che i BAs orientati al controllo tendano ad essere fortemente coinvolti nelle attività legate agli investimenti, in quanto il loro stile decisionale è ben adattato agli ambienti altamente incerti e perché hanno la percezione di poter controllare e influenzare attivamente gli eventi futuri (Bonnet et al., 2022).

#### *2.3.4. Istruzione*

Il capitale umano di un individuo non si sviluppa solo attraverso l'esperienza professionale, ma anche mediante l'istruzione formale, poiché le conoscenze acquisite tramite la scuola e l'università influenzano positivamente il processo di apprendimento (Collewaert e Manigart, 2016).

Dimov e Shepherd (2005) distinguono tra capitale umano generale e specifico in base al fatto che l'istruzione e l'esperienza in un determinato settore forniscono competenze direttamente utilizzate nell'esecuzione delle attività di selezione e gestione degli investimenti. Sebbene tutta l'istruzione possa contribuire al capitale umano generale, parte di essa contribuisce maggiormente al capitale umano specifico. L'istruzione e l'esperienza specifiche per le attività di pre e post-investimento dei VCs includono business, legge e consulenza. L'istruzione e l'esperienza nel campo degli affari forniscono competenze nella selezione delle potenziali società del portafoglio, nella conduzione delle valutazioni più dettagliate richieste come parte della due diligence e nel supporto consulenziale al team di gestione della società del portafoglio su questioni operative e strategiche.

Individui altamente istruiti possiedono una base di conoscenze più ampia e generalmente sono meglio informati: ciò permette loro di assimilare nuove conoscenze più rapidamente

e in modo più significativo. Lo sviluppo di una nuova impresa richiede molta flessibilità poiché le condizioni ambientali cambiano continuamente. Investitori altamente istruiti che mostrano una maggiore dinamica di apprendimento e capacità di adattamento dovrebbero essere in grado di adattare più facilmente il loro comportamento e la strategia dell'impresa. Si prevede quindi che i BAs altamente istruiti siano in grado di contribuire in modo più significativo allo sviluppo delle opportunità rispetto ai loro colleghi meno istruiti. Livelli di istruzione più elevati e una formazione più specifica sono vantaggiosi anche per gli investitori di venture capital, portando a imprese di maggior successo e minori fallimenti nel loro portafoglio di investimenti (Dimov e Shepherd, 2005; Collewaert e Manigart, 2016). Sulla stessa linea, si prevede che le imprese sostenute da BAs altamente istruiti, soprattutto con una laurea in economia abbiano una maggiore probabilità di sopravvivenza e prestazioni più elevate (Collewaert e Manigart, 2016).

Gimeno et al. (1997), nei loro studi, riscontrano che quei VCFs con una maggiore proporzione dei loro team di top management con MBA, formazione legale ed esperienza in consulenza hanno una minore proporzione di fallimenti nelle loro partecipazioni. Questo è coerente con le evidenze che suggeriscono una relazione positiva tra il capitale umano specifico e la sopravvivenza delle imprese (Gimeno et al., 1997). Proseguendo nel loro studio, Gimeno et al. (1997) hanno constatato che i VCFs con una maggiore proporzione dei loro team di top management con un'educazione in discipline umanistiche e scientifiche avevano, anch'essi, una maggiore proporzione di successi nelle loro partecipazioni. La conoscenza tecnologica può ad esempio essere cruciale per valutare il potenziale di una nuova tecnologia durante il processo di selezione.

La necessità di un'istruzione avanzata, che sia scientifica, economica o umanistica si rivela fondamentale, dato che, in tutti gli studi esaminati, si evidenzia una relazione positiva tra l'istruzione come proxy per il capitale umano generale e vari aspetti delle prestazioni, come la crescita dell'azienda (Cooper et al., 1994) e la scoperta di opportunità (Davidsson and Honig, 2003). Riguardo al motivo per cui le specializzazioni in scienze e discipline umanistiche abbiano un'associazione positiva con i successi, i risultati sono coerenti anche con l'idea per la quale il capitale umano generale faciliti l'accesso a un set di opportunità più ampio (Gimeno et al., 1997).



### 2.3.5. *Genere*

Le donne sono generalmente sottorappresentate nel finanziamento dei BAs, sia dal lato dell'offerta che dal lato della domanda, come visto nel sottoparagrafo 2.2.4. Dal lato dell'offerta, una delle motivazioni individuate da Sohl e Hill (2007) è la differenza di avversione al rischio esistente tra uomini e donne: le ricerche indicano che le donne BAs tendono ad essere più prudenti nelle scelte di investimento, dunque un'elevata avversità al rischio potrebbe essere un fattore importante nelle differenze nei tassi di partecipazione tra angel uomini e donne. Per mitigare questo rischio intrinseco, i BAs conducono un'attenta analisi prima dell'investimento e consigliano attivamente l'imprenditore nella fase post-investimento. Queste attività richiedono l'acquisizione di capitale umano sotto forma di esperienza di investimento e professionale, soprattutto nella fase di avvio dell'attività.

Un altro motivo individuato da Sohl e Hill (2007) consiste nella minore esperienza nel mondo degli affari o un'esperienza non ai livelli più alti della gestione aziendale delle donne rispetto agli uomini: queste differenze possono condurre a variazioni nei tassi di partecipazione tra uomini e donne.

Inoltre, i BAs si affidano al loro capitale sociale, che si manifesta attraverso reti informali, per trovare opportunità di investimento, opportunità di co-investimento e orientamento generale nella fase di investimento e monitoraggio degli investimenti. Il capitale sociale serve spesso a diffondere consapevolezza tra potenziali BAs: se le donne sono al di fuori di queste tradizionali reti sociali, ciò potrebbe costituire un ostacolo significativo alla partecipazione agli investimenti (Sohl e Hill, 2007).

Tuttavia, sebbene le BAs potrebbero non avere accesso alle reti tradizionali necessarie per cogliere nuove opportunità, hanno una maggiore facilità nell'accedere a occasioni di investimento quando le aziende sono di proprietà femminile. Pur avendo caratteristiche simili ai gruppi di BAs maschili, i BAGs femminili presentano significative differenze su diverse dimensioni (Sohl e Hill, 2007). Questi gruppi agiscono principalmente come catalizzatori di investimenti, vogliono incoraggiare le donne a entrare nel mondo dei business angel e vogliono fornire supporto alle imprenditrici: infatti, le BAs sono motivate non solo dal rendimento atteso, ma anche dal desiderio di aiutare le imprenditrici a far crescere la loro attività. I gruppi femminili attraggono maggiormente

aziende di proprietà femminile e costituiscono un'importante opportunità per le imprenditrici alla ricerca di finanziamenti (Harrison e Mason, 2007; Sohl e Hill, 2007). Tuttavia, le opportunità o gli affari persi a causa della mancanza di reti tradizionali potrebbe essere significativo.

Concludendo la loro analisi, Sohl e Hill (2007) ribadiscono che facilitare lo sviluppo di reti, sia formali che informali, creare forum educativi che permettono una migliore comprensione del processo di investimento, aiuteranno ad accelerare lo sviluppo di un mercato più aperto alle BAs.

### **III. Le caratteristiche di human capital influenzano la possibilità di ottenere successivi round di venture capital?**

#### **3.1. Introduzione**

Nel presente capitolo, sulla base della letteratura esaminata nei capitoli precedenti, prima focalizzata sul mondo dell'entrepreneurial finance, con i suoi attori principali, e successivamente sulle caratteristiche di HC di imprenditori e investitori, si vuole indagare empiricamente se le caratteristiche di HC possono influenzare la possibilità di ottenere successivi round di finanziamento da parte del VC.

Questo studio riveste un interesse particolare poiché offre un'ottica diversa sulle decisioni di investimento, solitamente basate su indicatori e risultati finanziari. In questa circostanza, si pongono sotto la lente di ingrandimento quelle qualità che non sono di natura economica ma piuttosto umana, come istruzione ed esperienza. Si esplora anche se queste qualità umane abbiano un impatto nel processo decisionale dei VCs.

Riferimenti precedenti, come illustrato nel Capitolo 2, corroborano l'idea che istruzione ed esperienza, possedute sia dai founders e sia dagli investitori, abbiano effetti positivi sulla crescita aziendale e sulla probabilità di ottenere finanziamenti successivi. Nel paragrafo 3.2 sono state formulate alcune ipotesi di ricerca.

Nel paragrafo 3.3 vengono delineati i dati utilizzati e l'approccio metodologico impiegato. Per verificare le suddette ipotesi, sono stati impiegati dati raccolti dall'IBAN. Le informazioni riguardanti l'istruzione e l'esperienza dei founders e dei BAs sono state estratte attraverso la consultazione dei loro profili LinkedIn.

Nella sezione 3.4 vengono presentate le statistiche descrittive e la matrice di correlazione di tutte le variabili considerate nel modello. Nella sezione 3.5, invece, è fornita l'analisi empirica insieme ai risultati ottenuti.

Infine, nel paragrafo 3.6 vengono riportate le conclusioni raggiunte dalla ricerca, i suoi limiti e alcuni suggerimenti per possibili ricerche future.

### 3.2. Ipotesi di ricerca

Com'è emerso dalla letteratura esaminata nei capitoli precedenti, esiste una correlazione tra le caratteristiche di capitale umano (in particolare per quanto concerne istruzione ed esperienza professionale) di imprenditori e investitori, e i successivi round di finanziamento ricevuti dall'impresa.

Nei due sottoparagrafi successivi sono state formulate quattro ipotesi: nel primo sottoparagrafo saranno esposte le prime due ipotesi riguardanti le caratteristiche di human capital del founder, mentre nel secondo saranno riportate le ipotesi concernenti le caratteristiche di HC dell'investitore.

#### 3.2.1. *Human capital del founder*

La ricerca precedente sostiene che spesso gli imprenditori decidono di avviare attività legate alle loro occupazioni precedenti (Davidsson e Honig, 2003) e che esperienze imprenditoriali pregresse possano garantire una crescita futura superiore (Colombo e Grilli, 2005), poiché le conoscenze del settore, dei processi e della tecnologia rappresentano un rilevante vantaggio competitivo (Cooper et al., 1994). Di conseguenza, si presume che l'esperienza imprenditoriale del founder abbia un impatto positivo sul valore dell'impresa e sulla fiducia manifestata agli investitori (Murnieks et al., 2016).

Inoltre, non soltanto l'esperienza come imprenditore potrebbe avere un impatto positivo, ma anche l'esperienza pregressa nella gestione aziendale potrebbe contribuire positivamente, poiché dovrebbe consentire una migliore comprensione dei costi e delle opportunità potenziali (Cooper et al., 1994).

Pertanto, la prima ipotesi riguarda l'impatto positivo che l'esperienza imprenditoriale ha sui successivi round di finanziamento da parte di altri investitori: aver già fondato e gestito un'impresa rappresenta un fattore che trasmette fiducia a chi vuole investire, il quale presuppone che il founder abbia già le conoscenze e le capacità per gestire un'azienda sana e di successo, consapevole dei rischi e delle opportunità di mercato. La prima ipotesi (H1) è la seguente:

**H1.** L'esperienza imprenditoriale pregressa dei founders influenza positivamente successivi round di VC.

Come evidenziato nel Capitolo 2, l'istruzione presenta una correlazione positiva con il successo imprenditoriale (Davidsson e Honig, 2003). In particolare, la formazione universitaria nel campo dell'economia e della gestione aziendale ha un impatto positivo sulla crescita delle imprese (Colombo e Grilli, 2005). Oltre all'effetto positivo che si riscontra nella maggior probabilità di sopravvivenza e nel raggiungimento di performance più elevate (Collewaert e Manigart, 2016), l'istruzione universitaria in management e in economia, ha anche un effetto positivo sulla probabilità di ottenere finanziamenti da parte dei VCs (Colombo e Grilli, 2010).

Dunque, la seconda ipotesi riguarda l'impatto positivo che l'istruzione ha sui successivi round di finanziamento da parte di altri investitori: avere un titolo universitario, specialmente in ambito economico, costituisce un fattore che trasmette fiducia a chi vuole investire, il quale ritiene che la formazione ricevuta dal founder sia tale da renderlo più consapevole sulle scelte economiche e finanziarie da prendere all'interno dell'impresa. La seconda ipotesi (H2) è la seguente:

**H2.** La formazione universitaria dei founders influenza positivamente successivi round di VC.

### *3.2.2. Human capital dell'investitore*

Molti BAs sono stati imprenditori o possiedono una pregressa esperienza nel settore in cui scelgono di investire (Bonnet e Wirtz, 2011) e ciò dovrebbe agevolare la loro comprensione dei punti di forza e debolezza dell'azienda. I BAs utilizzano le loro competenze manageriali per aiutare le aziende che sostengono, guidandole verso risultati ottimali e cogliendo le opportunità più promettenti (Bonnet et al., 2022).

I BAs, che possono aver ricoperto ruoli di amministratori delegati in PMI o posizioni rilevanti nei consigli di amministrazione di aziende di medie e grandi dimensioni, dispongono non solo di competenze manageriali ma anche di abilità strategiche e relazionali con azionisti e attori di mercato. Queste competenze specifiche possono essere trasferite tra diverse organizzazioni. È quindi plausibile ritenere che i BAs con un'esperienza manageriale di alto livello siano maggiormente coinvolti nelle attività di gestione del gruppo e abbiano sviluppato competenze avanzate per gestire le relazioni con altri investitori o con fondi di investimento (Bonnet et al., 2022; Wirtz et al., 2020).

Di conseguenza, grazie ai processi di selezione approfonditi e sofisticati condotti dai BAs, le aziende finanziate da tali soggetti dovrebbero risultare più attrattive per investitori esterni, come i VCs, che dovrebbero percepirne l'elevato potenziale (Capizzi et al., 2022).

Pertanto, la terza ipotesi riguarda l'impatto positivo che l'esperienza professionale dei BAs ha sui successivi round di finanziamento da parte di altri investitori: avere esperienza nel campo dell'imprenditoria o nel settore in cui si sta investendo trasmette fiducia al VC, il quale ritiene che il BA abbia acquisito nel corso del tempo una serie di competenze che gli permettono di riconoscere i buoni investimenti. La terza ipotesi (H3) è la seguente:

**H3.** L'esperienza professionale pregressa dei BAs influenza positivamente successivi round di VC.

Come accade per gli imprenditori, anche per i BAs, secondo la letteratura, istruzione ed esperienza in un particolare settore forniscono competenze che aiutano nelle attività di selezione e gestione degli investimenti (Dimov e Shepherd, 2005). L'istruzione aiuta nella scelta delle possibili aziende e contribuisce in modo significativo allo sviluppo di opportunità future. Livelli di istruzione più elevati e una formazione più specifica risultano vantaggiosi anche per gli investitori di venture capital, portando a un maggior successo delle imprese e a una minore incidenza di insuccessi all'interno del loro portafoglio di investimenti (Dimov e Shepherd, 2005; Collewaert e Manigart, 2016).

Si sostiene altresì che le imprese sostenute da BAs altamente istruiti, specialmente con una laurea in economia, abbiano maggiori opportunità future di ricevere finanziamenti (Capizzi et al., 2022).

Dunque, la quarta ipotesi riguarda l'impatto positivo che l'istruzione ha sui successivi round di finanziamento da parte di altri investitori: avere un titolo universitario, specialmente in ambito economico, costituisce un fattore che trasmette fiducia al VC, il quale ritiene che la formazione ricevuta dal BA sia tale da garantirgli più consapevolezza nella scelta e gestione degli investimenti. La quarta ipotesi (H4) è la seguente:

**H4.** La formazione universitaria dei BAs influenza positivamente successivi round di VC.

### 3.3. Metodologia e dati

I dati utilizzati ai fini dello studio sono stati ottenuti da rilevamenti sequenziali gestiti dall'IBAN ai suoi associati e ad altri BAs non affiliati<sup>5</sup>.

La struttura del sondaggio è progettata per raccogliere informazioni sulle operazioni dell'anno precedente attraverso l'invio di un link al sito del sondaggio da parte dell'IBAN ai suoi associati e ad altri BAs conosciuti o stimati. Questo processo è una tecnica comune di sondaggio chiamata "sequential mixed mode" e le evidenze mostrano che un approccio di questo tipo migliora significativamente il tasso di risposta (Bonini et al., 2018).

A questo punto, il processo di raccolta dati di BAs e founders ha seguito il seguente percorso:

1. L'analisi ha avuto inizio prendendo come riferimento il campione dell'IBAN composto da 348 imprese contenenti informazioni sui BAs;
2. I dati contabili sono stati successivamente raccolti tramite AIDA<sup>6</sup>;
3. I founders sono stati identificati grazie al dataset della Camera di Commercio;
4. A questo punto sono stati collegati i founders e i BAs ai loro profili LinkedIn;
5. Infine, sono state codificate le variabili di founders e BAs in base alle informazioni riportate su LinkedIn: grazie ad un'attenta lettura dei titoli di studio e delle esperienze lavorative riportate, è stato possibile tracciare il percorso professionale, le posizioni ricoperte e le istituzioni accademiche frequentate.

---

<sup>5</sup> Un noto problema nella ricerca sui BAs è la stima della "vera" popolazione (Bonini et al., 2018). Alcuni investitori, infatti, cercano l'anonimato creando un "mercato invisibile" difficile da individuare attraverso semplici tecniche di sondaggio. Per aggirare questo problema, l'IBAN ha adottato una strategia di integrazione del "mercato visibile" - rappresentato dai BAs e dalle reti/gruppi affiliati all'IBAN- con una stima della componente "invisibile". La stima viene effettuata integrando il tradizionale "snowball sampling" - basato sull'identificazione delle persone ritenute BAs attraverso le loro connessioni con i membri dei BANs oggetto di indagine - con un approccio inferenziale basato sui risultati di un programma di ricerca nazionale (private equity monitor, PEM) finalizzato all'identificazione e all'analisi dell'attività degli investitori in private equity e venture capital (Bonini et al., 2018).

Nonostante siano stati riconosciuti alcuni possibili elementi di distorsione del campione nei dati del sondaggio, il rigore e la ripetizione del metodo utilizzato nel corso di un periodo di tempo prolungato, sembrerebbero giustificare la fiducia nella rappresentatività del campione.

<sup>6</sup> AIDA è una banca dati online, prodotta da Bureau van Dijk, che contiene informazioni finanziarie, anagrafiche e commerciali su oltre 500.000 società di capitale che operano in Italia.

Come appena descritto, il campione è costituito da 348 imprese italiane e le analisi si sono estese su un intervallo temporale di 15 anni, dal 2006 al 2020. Dall'analisi del campione emergono dettagli geografici che sono illustrati nella Tabella 3.1.

**Tabella 3.1. Composizione geografica del sample**

<b>Regione</b>	<b>Numero di imprese</b>	<b>Percentuale</b>
<b>Abruzzo</b>	6	1,72%
<b>Basilicata</b>	3	0,86%
<b>Calabria</b>	5	1,44%
<b>Campania</b>	12	3,45%
<b>Emilia – Romagna</b>	33	9,48%
<b>Friuli – Venezia Giulia</b>	12	3,45%
<b>Lazio</b>	37	10,63%
<b>Liguria</b>	6	1,72%
<b>Lombardia</b>	<b>122</b>	<b>35,06%</b>
<b>Marche</b>	7	2,01%
<b>Molise</b>	2	0,57%
<b>Piemonte</b>	34	9,77%
<b>Puglia</b>	8	2,30%
<b>Sardegna</b>	8	2,30%
<b>Sicilia</b>	4	1,15%
<b>Toscana</b>	19	5,46%
<b>Trentino – Alto Adige</b>	10	2,87%
<b>Umbria</b>	5	1,44%
<b>Valle d’Aosta</b>	0	0%
<b>Veneto</b>	15	4,31%
<b>Totale</b>	<b>348</b>	<b>100,00%</b>

Dalla Tabella 3.1 emerge chiaramente che all'interno del campione, l'area geografica predominante sia il Nord Italia (costituente oltre il 66% del totale), con la Lombardia che copre la quota più ampia (circa il 35% dell'intero campione).

Considerando poi le aziende che hanno ricevuto investimenti da parte di VC, il numero di imprese nel campione si riduce da 348 a 79, con la distribuzione geografica indicata dalla Tabella 3.2.

Per quanto riguarda le imprese che hanno beneficiato dell'intervento dei VCs, è interessante notare che la regione maggiormente coinvolta risulta essere la Lombardia, la



quale rappresenta quasi il 40% delle iniezioni di venture capital. Seguono a distanza considerevole il Lazio (16,46%) e l'Emilia-Romagna (8,86%).

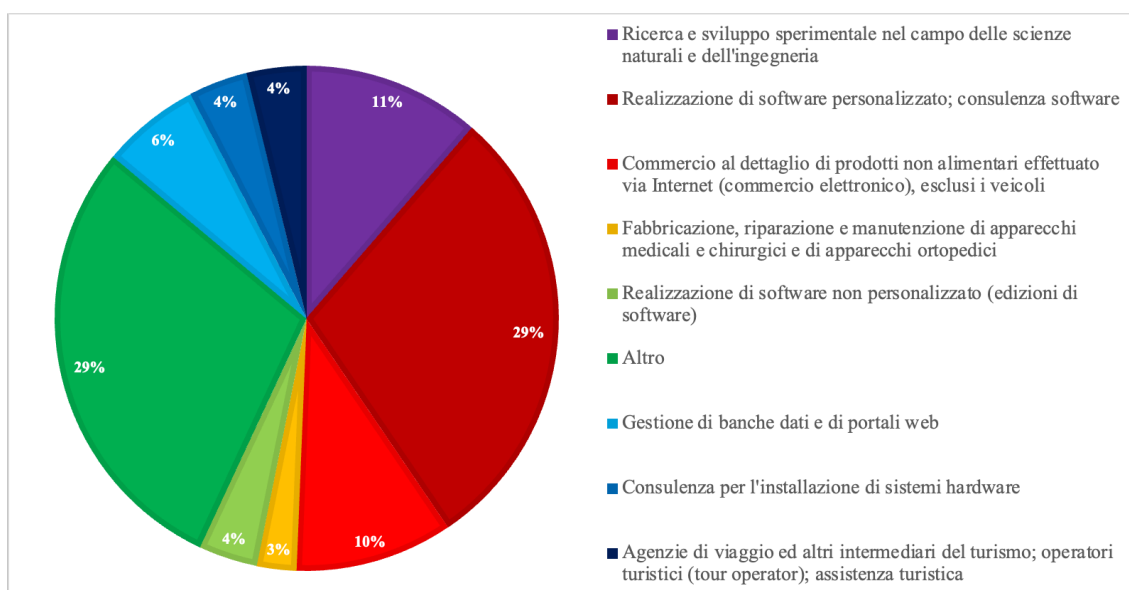
**Tabella 3.2. Composizione geografica delle imprese beneficiarie dell'intervento del VC**

<b>Regione</b>	<b>Numero di imprese beneficiarie dell'intervento di VC</b>	<b>Percentuale</b>
<b>Abruzzo</b>	3	3,80%
<b>Basilicata</b>	0	0,00%
<b>Calabria</b>	1	1,27%
<b>Campania</b>	2	2,53%
<b>Emilia - Romagna</b>	7	8,86%
<b>Friuli – Venezia Giulia</b>	3	3,80%
<b>Lazio</b>	13	16,46%
<b>Liguria</b>	0	0,00%
<b>Lombardia</b>	<b>31</b>	<b>39,24%</b>
<b>Marche</b>	0	0,00%
<b>Molise</b>	0	0,00%
<b>Piemonte</b>	3	3,80%
<b>Puglia</b>	2	2,53%
<b>Sardegna</b>	0	0,00%
<b>Sicilia</b>	2	2,53%
<b>Toscana</b>	6	7,59%
<b>Trentino – Alto Adige</b>	1	1,27%
<b>Umbria</b>	1	1,27%
<b>Valle d’Aosta</b>	0	0,00%
<b>Veneto</b>	4	5,06%
<b>Totale</b>	<b>79</b>	<b>100,00%</b>

I settori interessati prevalentemente dall'intervento del VC sono, secondo l'analisi effettuata, quelli indicati dal Grafico 3.1<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Per “Altro” si intendono le seguenti attività: installazione e riparazione di impianti per la distribuzione di energia elettrica; creazione grafica in ambiente web; agenzie di stampa e di informazione, giornalisti, fotoreporter e pubblicitari; commercio all'ingrosso e al dettaglio di parti ed accessori di autoveicoli; fabbricazione di apparecchi trasmettenti per la radiodiffusione e la televisione e di apparecchi per le telecomunicazioni; fabbricazione di medicinali, preparati farmaceutici, cerotti e simili; noleggio di biancheria da tavola, da letto, da bagno e di articoli di vestiario, escluso quello effettuato dalle lavanderie industriali; housing e hosting; commercio all'ingrosso di altri prodotti, commercio all'ingrosso despecializzato; gestione dei diritti connessi alla proprietà industriale; studi di promozione pubblicitaria; broker di assicurazioni, holding di gruppi finanziari; fabbricazione e installazione di bilance e di macchine

**Grafico 3.1. Settori interessati dall'intervento di VC**



Come si può osservare, i settori maggiormente coinvolti sono quelli legati all'ambito informatico (realizzazione di software personalizzato; consulenza software), scientifico (ricerca e sviluppo sperimentale nel campo delle scienze naturali e dell'ingegneria) e l'e-commerce (commercio al dettaglio di prodotti non alimentari effettuato via Internet, esclusi i veicoli), a conferma dell'interesse rivolto all'innovazione e alla tecnologia tipico dei VCs.

Nei seguenti sottoparagrafi sono indicate e descritte le variabili impiegate nel modello e il metodo impiegato.

### 3.3.1. Variabile dipendente

La variabile dipendente utilizzata all'interno del modello è  $VC\_round$ . Si tratta di una variabile dummy che assume valore 1 dall'anno in cui un'impresa ha ricevuto un finanziamento di VC successivo all'ingresso del/i BA/s nell'impresa, e 0 altrimenti.

---

automatiche per la vendita e la distribuzione; design e styling relativo a tessuti, abbigliamento, calzature, gioielleria; mobili ed altri beni personali e per la casa; fabbricazione di tubi e valvole elettronici e di altri componenti elettronici; fabbricazione di parti e accessori di biciclette; fabbricazione, riparazione e manutenzione di strumenti e apparecchi di misurazione, controllo, prova, navigazione e simili, escluse le apparecchiature di controllo dei processi industriali, elaborazione e registrazione elettroniche di dati (per conto terzi); altre attività connesse alle telecomunicazioni; altre attività creditizie; altri servizi professionali ed imprenditoriali non previsti nei precedenti codici.

### 3.3.2. Variabili di controllo dell'impresa

Nell'ambito della regressione stimata, sono state introdotte quattro variabili di controllo relative all'impresa:

- *innovative\_PMI*: si tratta di una variabile dummy che assume il valore 1 in presenza di una PMI innovativa, altrimenti 0;
- *tot\_tangible\_fixed\_assets*: rappresenta il valore totale delle immobilizzazioni materiali dell'impresa per ciascun anno di riferimento;
- *tot\_liquid\_funds*: indica il valore totale della liquidità per ciascun anno considerato;
- *tot\_revenues*: corrisponde ai ricavi complessivi per ogni considerato;

Queste variabili di controllo sono state inserite nel modello di regressione al fine di tener conto di fattori aggiuntivi che potrebbero influenzare le relazioni esaminate.

### 3.3.3. Variabili specifiche del founder

Le variabili specifiche per i founders sono sei e riguardano l'esperienza professionale precedente e l'istruzione:

- *founders\_entrepreneurial\_exp*: indica il numero di founders con esperienza imprenditoriale, ossia coloro che hanno fondato o co-fondato un'impresa prima di quella inclusa nel campione;
- *founders\_cons\_exp*: indica il numero di founders con esperienza in consulenza<sup>8</sup> (ad esempio, il founder ha lavorato in una società di consulenza prima di fondare l'impresa del campione);
- *founders\_seniormanagement\_exp*: rappresenta il numero di founders con esperienza in ruoli di senior management. Questa esperienza comprende posizioni di livello C (come Chief Executive Officer, Chief Operating Officer, Chief Information Officer, ecc.) e dirigenti di secondo livello (ad esempio, Senior Vice President, Executive Vice President, ecc.);
- *founders\_mba*: rappresenta il numero di founders che possiede un MBA;

---

<sup>8</sup> Si considera qualsiasi società di consulenza: finanziaria, aziendale, informatica, ingegneristica, scientifica, eccetera.

- *founders\_economics\_degree*: una variabile dummy che assume valore 1 se tra i founders c'è almeno uno con una laurea in campo economico, altrimenti 0;
- *founders\_phd*: rappresenta il numero di founders che possiede un dottorato.

### 3.3.4. Variabili specifiche del BA

Le variabili specifiche per il BA sono cinque:

- *BAs\_entrepreneurial\_exp*: rappresenta il numero di BAs, intervenuti nell'impresa, che possiede esperienze imprenditoriali;
- *BAs\_master*: indica il numero di BAs, intervenuti nell'impresa, in possesso di una laurea magistrale;
- *BAs\_coinvestors*: indica il numero massimo di BAs co-investitori intervenuti nell'impresa;
- *BA\_share*: indica la somma delle quote di BAs, intervenuti nell'impresa, che hanno co-investito;
- *BAs\_monitoring*: indica il numero di BAs, intervenuti nell'impresa, caratterizzati da un monitoraggio di tipo "High".

### 3.3.5. Metodo utilizzato

Avendo a disposizione un dataset panel, è stato possibile impiegare una regressione panel-logistica con effetti casuali. È stata preferita l'opzione random effect rispetto a quella fixed effect, poiché molte delle variabili necessarie per la costruzione del modello rimangono costanti nel tempo all'interno dei gruppi, rendendo così il modello fixed effect inadatto. Pertanto, considerate le ragioni esposte, è stata scelta la regressione con effetti casuali e, di conseguenza, non è stato eseguito il test di Hausman.

La regressione stimata è la seguente:

$$VC\ round_{it} = \alpha + \beta_1 founders_{it} + \beta_2 BAs_{it} + \theta_3 controls_{it} + \epsilon_{it}$$

Dove:

- $\alpha$  è la costante;
- *founders<sub>it</sub>* rappresenta un vettore di variabili a livello dei fondatori;
- *BAs<sub>it</sub>* rappresenta un vettore di variabili a livello dei BAs;

- $Controls_{it}$  rappresenta un vettore di variabili di controllo a livello di impresa;
- $\varepsilon_{it}$  rappresenta il termine di errore.

### 3.4. Statistiche descrittive

Nella Tabella 3.3 sono indicate le statistiche descrittive che riassumono le osservazioni totali, includendo media, deviazione standard, valori minimi e massimi, skewness e curtosi.

**Tabella 3.3. Statistiche descrittive**

Variables	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Skew.	Kurt.
VC_round	5220	.094	.291	0	1	2.789	8.778
innovative_PMI	5220	.202	.402	0	1	1.482	3.197
tot_tang_fixed_assets	2590	545.042	5170.808	0	89626.819	14.035	220.889
tot_liquid_funds	2585	312.226	1268.291	-13.607	25624.07	10.341	144.035
tot_revenues	2600	2316.578	19648.68	0	349000	14.171	213.343
founders_entr_exp	4665	.823	.927	0	5	1.205	4.57
founders_cons_exp	4650	.458	.789	0	5	2.188	9.019
founders_senior_exp	4650	.655	.823	0	4	1.268	4.462
founders_mba	4650	.232	.525	0	4	2.743	13.108
founders_eco_degree	4650	.281	.449	0	1	.976	1.953
founders_phd	4650	.29	.736	0	4	3.175	13.854
BAs_entr_exp	4824	.285	.521	0	4	2.082	9.57
BAs_master	4830	.307	.508	0	3	1.526	5.494
BAs_coinvestors	5193	1.691	3.926	0	40	3.788	22.628
BA_share	5094	.105	.192	0	1	2.627	10.141
BAs_monitoring	4671	.089	.285	0	1	2.876	9.273

Grazie all'analisi dei dati riportati dalla Tabella 3.3, si possono trarre alcune considerazioni. In primo luogo, il campione è caratterizzato da un'ampia eterogeneità tra le imprese. Ad esempio, il valore totale delle immobilizzazioni materiali varia notevolmente, oscillando tra un minimo di 0 e un massimo di 89 626,819. Questa diversità potrebbe riflettere:

- il diverso stadio di sviluppo delle aziende presenti nel campione: ad esempio una start-up potrebbe ancora non avere tutte le risorse necessarie per acquisire tutte le immobilizzazioni materiali necessarie allo svolgimento della propria attività, a

differenza di aziende con attività pluriennale che hanno avuto la possibilità di acquistarle nel corso degli anni;

- la varietà delle attività svolte dalle imprese presenti nel campione: ad esempio un'azienda che opera prevalentemente online potrebbe avere meno attività fisiche rispetto a un'azienda industriale o a quelle che necessitano di spazi fisici.

La varietà del campione è ulteriormente confermata dai livelli minimi e massimi della liquidità e dei ricavi complessivi. Questa diversità può essere attribuita, come nel caso del valore immobilizzazioni materiali, alla tipologia di attività svolta, all'età dell'impresa e ad altre variabili che contribuiscono alle sue peculiarità.

Riguardo alle variabili specifiche dei founders, la media di coloro che hanno una precedente esperienza in campo imprenditoriale, nella consulenza o nel senior management è complessivamente bassa, come anche quella di coloro che possiedono un PhD o un MBA, suggerendo una minore inclinazione a conseguire titoli di studio più avanzati nel primo caso, e titoli altamente specializzati nel secondo.

Nel caso dei BAs, coloro che possiedono un master presentano una media di 0,307, indicando quindi un numero limitato rispetto al totale; i BAs con esperienza imprenditoriale pregressa (con un valore minimo di 0 e un massimo di 4) hanno una media di 0,265, anch'essa relativamente ridotta rispetto al totale; il numero medio di co-investitori è compreso tra 1 e 2 e la somma delle quote di BAs che hanno co-investito è di 0,105.

Nella Tabella 3.4 è riportata la matrice di correlazione delle variabili considerate all'interno del modello. Non si evidenziano valori di correlazione tra variabili così elevati da ritenere la presenza di multicollinearità nel modello.

#### **Tabella 3.4. Matrice di correlazione**

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
(1) VC_round	1.000															
(2) innovative PMI	0.187	1.000														
(3) tot_tangible_f-s	-0.038	-0.053	1.000													
(4) tot_liquid_funds	0.197	0.146	0.018	1.000												
(5) tot_revenues	-0.003	-0.030	0.311	0.085	1.000											
(6) founders_entre~p	0.111	0.128	0.001	0.019	0.034	1.000										
(7) founders_cons_~p	0.017	0.024	-0.081	-0.015	-0.015	0.105	1.000									
(8) founders_senio~x	0.105	0.134	0.019	0.078	0.063	0.479	0.298	1.000								
(9) founders_mba	0.082	0.088	0.054	-0.032	-0.035	0.090	0.289	0.216	1.000							
(10) founders_econ~e	0.019	0.112	-0.094	-0.070	-0.064	0.040	0.293	0.122	0.490	1.000						
(11) founders_phd	0.009	0.067	-0.057	0.014	-0.055	-0.025	-0.023	-0.048	0.068	-0.003	1.000					
(12) BAs_entrepren~p	0.154	-0.035	-0.034	-0.011	0.042	-0.010	-0.045	-0.033	-0.042	0.033	-0.025	1.000				
(13) BAs_Master	0.227	0.012	0.001	0.030	-0.067	0.026	-0.017	0.001	-0.027	-0.044	-0.043	0.378	1.000			
(14) Coinvestors	0.236	0.110	-0.032	0.061	-0.035	0.006	-0.027	0.038	0.035	0.020	0.018	0.356	0.338	1.000		
(15) Share	0.056	-0.091	-0.015	-0.036	0.122	-0.021	0.019	0.011	-0.008	0.019	-0.063	0.365	0.307	0.037	1.000	
(16) BAs_Monitorin~h	0.154	0.045	-0.049	-0.011	-0.039	-0.012	-0.025	-0.026	0.011	0.002	0.000	0.143	0.289	0.138	0.149	1.000

### 3.5. Analisi empirica e risultati

L'analisi condotta ha lo scopo di verificare le ipotesi delineate nel paragrafo 3.2. I risultati ottenuti dalla regressione panel-logistica stimata sono riportati nella Tabella 3.5, dove nella sezione (1) è indicata la regressione senza il calcolo di errori standard robusti (RSE), mentre in (2) è rappresentata la regressione con errori standard robusti.

**Tabella 3.5. Risultati della regressione stimata**

VARIABLES	(1) VC_round	(2) VC_round
innovative_PMI	1.445** (0.734)	1.445 (1.059)
tot_tangible_fixed_assets	0.00252*** (0.000964)	0.00252*** (0.000819)
tot_liquid_funds	0.00184*** (0.000408)	0.00184*** (0.000674)
tot_revenues	0.00114*** (0.000139)	0.00114 (0.00113)
founders_entrepreneurial_exp	0.965** (0.472)	0.965** (0.470)
founders_cons_exp	0.293 (0.562)	0.293 (0.386)
founders_seniormanagement_exp	0.363 (0.545)	0.363 (0.449)
founders_mba	1.442* (0.867)	1.442** (0.635)
founders_economics_degree	-0.0931 (1.119)	-0.0931 (1.127)
founders_phd	-0.938 (0.881)	-0.938 (1.022)
BAs_entrepreneurial_exp	0.738 (0.661)	0.738 (0.687)
BAs_master	1.735** (0.681)	1.735* (1.008)
BAs_coinvestors	0.153** (0.0702)	0.153** (0.0661)
BA_share	0.752 (1.969)	0.752 (1.753)
BAs_monitoring	1.953** (0.961)	1.953** (0.781)
Insig2u	4.207*** (0.164)	4.207*** (0.561)
Constant	-14.44*** (1.176)	-14.44*** (1.933)
Robust Standard Errors	No	Yes
Observations	1,922	1,922
Number of bvd_id_g	289	289

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1



Gli asterischi adiacenti ai coefficienti indicano il livello di significatività.

Le variabili di controllo che risultano essere statisticamente significative, considerando (1) e (2), sono *tot\_tangible\_fixed\_assets* e *tot\_liquid\_funds*: entrambe hanno un livello di significatività pari all'1% e influenzano positivamente l'erogazione di successivi round di finanziamento da parte dei VCs. Un più alto livello di immobilizzazioni materiali e di liquidità sembrerebbe incidere positivamente sulle scelte di investimento, in quanto indica delle caratteristiche a livello di impresa che trasmettono fiducia al VC che osserva in queste realtà maggior sviluppo a livello di stabilimenti, impianti, immobili e capacità finanziaria. Se si considera (1) risultano statisticamente significative anche *innovative\_PMI* e *tot\_revenues*, manifestando, come nel caso precedente, un effetto positivo sulla variabile *VC\_round*: come descritto nel Capitolo 1, i VCs sono spesso interessati a nuove opportunità, decidendo di realizzare i propri investimenti in aziende innovative, specialmente nel campo tecnologico e informatico.

Per quanto riguarda le ipotesi formulate i risultati che ne derivano sono i seguenti.

La prima ipotesi (H1) è confermata in quanto la variabile *founders\_entrepreneurial\_exp*, che indica la precedente esperienza imprenditoriale, risulta statisticamente significativa con un p-value del 5%. Come emerso dalla letteratura precedente, aver già fondato altre imprese, averle gestite ed esserne quindi responsabili è un fattore che influenza positivamente la crescita dell'azienda, anche per quanto riguarda l'immissione di nuovo capitale. Infatti, a conferma di H1, l'esperienza imprenditoriale pregressa influenza positivamente successivi round di VC: i VCs percepiscono la preparazione e le competenze acquisite da parte dei founders e, avendo più fiducia, decidono di immettere capitale. Sempre dal punto di vista professionale pregresso, la precedente esperienza nella consulenza o nel senior management non sembra avere lo stesso impatto (infatti, le variabili *founders\_cons\_exp* e *founders\_seniormanagement\_exp* non risultano statisticamente significative).

Anche la seconda ipotesi (H2) viene confermata in quanto la variabile *founders\_mba* risulta statisticamente significativa con un p-value del 5% (considerando (2)). Possedere un MBA si rivela un fattore favorevole all'ottenimento di finanziamenti successivi, sottolineando l'importanza dell'istruzione universitaria altamente specializzata. Le conoscenze che si acquisiscono, frequentando un master di questo tipo, garantiscono una

formazione molto più pragmatica, rispetto a una laurea in materie economiche o a un PhD, che sono titoli che attestano conoscenze approfondite nell'ambito oggetto di studio, ma probabilmente a un livello più teorico che pratico. Pertanto, *founders\_economics\_degree* e *founder\_phd* sono sicuramente variabili che indicano una preparazione di livello, ma che non corrispondono alla formazione più specializzata nel campo che cercano gli investitori.

La terza ipotesi (H3), invece, non viene confermata. Rispetto a quanto appreso durante lo studio della letteratura precedente, l'esperienza imprenditoriale pregressa dei BAs sembra non influenzare successivi round di finanziamento. Piuttosto, elementi come il numero di co-investitori e l'alto monitoraggio da parte dei BAs rappresentano fattori significativi che incidono positivamente sulla scelta di futuri finanziamenti. Probabilmente, i VCs valutano più attentamente il numero di BAs che ha partecipato ad un progetto di investimento, percependo un maggior numero di co-investitori come un indicatore della bontà dell'investimento. Allo stesso modo un alto monitoraggio rappresenta un elemento positivo poiché indica l'attenzione rivolta all'investimento da parte dei BAs, i quali dovrebbero aver apportato un insieme di competenze e conoscenze che prima erano poco presenti nell'impresa (ad esempio, l'affiancamento ai manager nella gestione, nelle scelte di marketing o degli investimenti da compiere dovrebbe aver migliorato le performance e la reputazione dell'impresa).

La quarta ipotesi (H4) è confermata con un livello di significatività del 10% (considerando (2)). In questo caso, anche il possesso di un titolo di studio universitario ha un impatto positivo. Tuttavia, a differenza del founder, qui ci si riferisce a un titolo di laurea magistrale generico, e non specificamente a un MBA o a un titolo in ambito tecnico-scientifico. Il conseguimento di una laurea magistrale rappresenta un elemento che contribuisce in modo positivo ai successivi round di finanziamento da parte dei VCs. In questa situazione, i VCs percepiscono un ulteriore segno di una formazione di alto livello che a sua volta trasmette fiducia e sottolinea il valore economico e sociale di questa preparazione.

Pertanto, si può affermare che nel campione di riferimento, dal punto di vista del founder, esperienza ed istruzione sono due fattori che incidono nell'ambito degli interventi del VC. Essere già stati imprenditori dovrebbe rendere i founders più consapevoli delle proprie scelte e dei rischi che ogni decisione aziendale può comportare. I VCs ritengono che

queste capacità acquisite nel corso di esperienze precedenti dovrebbero favorire lo sviluppo di nuovi progetti imprenditoriali in un'ottica più consapevole e attenta. Va sottolineato, inoltre, che un'istruzione altamente specifica, come ad esempio il conseguimento di un MBA, costituisce un attributo che testimonia l'alto livello di preparazione del founder. Questo livello di istruzione dovrebbe conferire all'imprenditore le competenze e le conoscenze necessarie per una gestione efficace e per compiere scelte strategiche di successo e quindi trasmettere al VC più fiducia sulle sue capacità.

Invece, dal punto di vista del BA, è l'istruzione a risultare significativa. L'esperienza, infatti, sembra non avere la stessa importanza conferita, piuttosto, al numero di co-investitori o all'alto livello di monitoraggio: queste ultime due caratteristiche incentivano successivi finanziamenti, assicurando un'immagine di qualità dell'impresa, affidata a un controllo costante e attento di più soggetti. Anche possedere una laurea magistrale invia un messaggio positivo, caratteristica che evidenzia una preparazione da parte dei BAs tale da riconoscere i buoni investimenti. Di conseguenza, il finanziamento di determinate imprese da parte di BAs che possiedono conoscenze e competenze altamente specifiche, dovrebbe incoraggiare anche i VCs a partecipare a tali investimenti.

### **3.6. Conclusioni**

L'obiettivo di questo studio è stato quello di esaminare se le caratteristiche di human capital dei founders e dei business angels potessero influenzare i successivi round di finanziamento da parte del VC. Nello specifico, l'attenzione si è focalizzata sull'istruzione e sull'esperienza come indicatori rappresentativi dell'HC e sono state formulate ipotesi allo scopo di dimostrare che istruzione ed esperienza avessero un impatto positivo sui finanziamenti successivi. Questa formulazione ipotetica è stata basata sulla revisione della letteratura condotta nei due capitoli precedenti.

Dopo aver raccolto i dati forniti dall'IBAN, sono state analizzate le informazioni relative ai BAs e ai founders visitando i loro profili su LinkedIn. Inoltre, è stata effettuata una breve panoramica delle imprese prese in considerazione: il campione è composto da 348 aziende italiane, prevalentemente situate nel Nord Italia, soprattutto in Lombardia. Le aziende coinvolte dagli investimenti di VC confermano una concentrazione maggiore nell'Italia settentrionale e nei settori informatico e scientifico.

Le variabili selezionate riguardano l'azienda, gli imprenditori e i business angel. Nel primo caso, sono state scelte quattro variabili di controllo, mentre nel secondo e nel terzo caso sono state identificate le variabili specifiche che rappresentassero le caratteristiche di HC dei founders e degli investitori.

I risultati ottenuti hanno confermato parzialmente le ipotesi formulate. Nel caso degli imprenditori, sia istruzione che esperienza, come anche confermato dalla letteratura esaminata, emergono come fattori che influiscono positivamente sui successivi round di finanziamento. In particolare, le variabili che risultano statisticamente significative sono quelle relative all'esperienza imprenditoriale e al conseguimento di un MBA. Questo suggerisce che una precedente esperienza da imprenditore combinata ad una specializzazione avanzata nell'ambito manageriale e di direzione aziendale trasmettano un'immagine positiva agli investitori, aumentando la probabilità che siano disposti a investire, poiché credono nelle competenze e conoscenze acquisite durante gli anni come founder e dal percorso di studi. È inoltre interessante sottolineare che l'esperienza imprenditoriale è risultata statisticamente significativa, mentre l'esperienza pregressa in ruoli dirigenziali o nella consulenza non lo è stata. Questo invia un segnale ai VCs, indicando che l'esperienza come imprenditore fornisce le competenze necessarie per valutare i progetti imprenditoriali considerandone opportunità e rischi potenziali, contribuendo a generare maggiore fiducia nei VCs nell'affrontare tali investimenti.

Stupisce, invece, l'assenza di significatività della variabile legata all'esperienza imprenditoriale pregressa da parte dei BAs. Questo indica che i VCs non sono influenzati dalla precedente esperienza imprenditoriale degli investitori, quanto piuttosto dalla capacità di riconoscere un buon investimento (grazie anche al percorso di studio seguito), dal numero di co-investitori e dall'elevato grado di monitoraggio.

Tuttavia, questo studio presenta alcune limitazioni che è necessario considerare. Innanzitutto, la dimensione del campione non è sufficientemente grande da consentire generalizzazioni più ampie. I risultati ottenuti devono quindi essere interpretati in riferimento a un numero limitato di aziende. La limitata dimensione del campione è anche attribuibile alle sfide incontrate nella ricerca condotta dall'IBAN nel cercare di coinvolgere il maggior numero possibile di soggetti e ottenere le relative risposte ai sondaggi. Inoltre, non è stato possibile reperire tutte le informazioni necessarie

riguardanti imprenditori e investitori, poiché in alcuni casi non erano disponibili i profili LinkedIn o le informazioni disponibili erano incomplete e/o non aggiornate.

Questa ricerca conferma l'importanza delle caratteristiche di human capital nelle decisioni di finanziamento, sottolineando il ruolo cruciale dell'istruzione e della formazione specialistica. Tuttavia, ulteriori approfondimenti potrebbero portare a una maggiore comprensione di questo settore in continua evoluzione e mutamento. È essenziale individuare quali caratteristiche di HC influenzano maggiormente le scelte di finanziamento che, oltre all'istruzione e all'esperienza, potrebbero includere fattori come il genere o l'età, al fine di ottenere una visione più completa e approfondita. Come il mondo dell'entrepreneurial finance e dei suoi attori ha suscitato un forte interesse negli ultimi anni, anche lo studio delle caratteristiche di HC potrebbe rappresentare un campo di ricerca da indagare ancora più approfonditamente, poiché risulta altamente interessante e soggetto a nuove scoperte.



## Conclusioni

Il presente studio si è posto l'obiettivo di verificare se le caratteristiche di human capital di business angel e founders potessero influenzare successivi round di finanziamento da parte del venture capital. In particolare, l'attenzione si è concentrata su due caratteristiche di HC: esperienza ed istruzione.

L'analisi ha avuto origine grazie a uno studio attento e mirato della letteratura riguardante il mondo dell'entrepreneurial finance e le caratteristiche di HC. Sono stati descritti i principali attori, ossia imprenditori, business angel e venture capitalist, ne sono state individuate le peculiarità e successivamente sono stati esaminati gli studi precedenti relativi alle caratteristiche di human capital, sia dal punto di vista dei founders sia da quello degli investitori.

Quindi, basandosi sugli studi precedenti, ci si è chiesti se fattori come istruzione ed esperienza avessero un ruolo positivo nella decisione di finanziare ulteriori tranche di finanziamento da parte dei VCs. A seguito della formulazione delle ipotesi, sono stati utilizzati i dataset dell'IBAN riguardanti le imprese oggetto di finanziamento di BAs affiliati all'IBAN e non, ne sono state estratte le informazioni e grazie alla consultazione dei profili LinkedIn di founders e BAs è stato possibile codificare tutte le variabili necessarie per il modello. Il modello prescelto è una regressione panel-logistica in quanto i dati si riferiscono a un intervallo compreso tra il 2006 e il 2020 e la variabile dipendente è dicotomica.

Dall'analisi effettuata emerge che l'istruzione influisce positivamente sui successivi round di finanziamento da parte del VC, sia dal lato dei BAs sia dal lato dei founders. Inoltre, l'esperienza ha un effetto positivo quando è il founder ad avere esperienza imprenditoriale pregressa. È interessante notare che, oltre alle due caratteristiche appena citate, anche il numero di co-investitori e il livello di monitoraggio svolgono un ruolo importante nella decisione di finanziamento. Infatti, maggiore è il numero di BAs che partecipano al progetto di investimento e più elevato è il loro grado di coinvolgimento nell'azienda, maggiore è la propensione dei VCs a investire in un'impresa specifica, poiché percepiscono una maggiore qualità e interesse nel progetto.

Pertanto, questo studio ha confermato la maggior parte delle ipotesi formulate, sottolineando l'importanza dell'istruzione e, per i founders, di una precedente esperienza

imprenditoriale che favorisce una maggiore consapevolezza delle iniziative intraprese, comprese le possibili sfide e opportunità. Inoltre, oltre alla convalida delle affermazioni presenti nella letteratura esistente, sono emersi risultati positivi relativi a variabili inizialmente non prese in considerazione, come il numero di co-investitori e il livello di monitoraggio. Questi risultati sottolineano ulteriormente il valore della partecipazione di più figure nelle iniziative di finanziamento e l'importanza di un adeguato controllo. Questi aspetti evidenziano l'attenzione dedicata ai progetti finanziati e l'interesse a migliorare le nuove realtà aziendali, non solo dal punto di vista finanziario, ma anche in termini di sviluppo delle competenze e conoscenze del team imprenditoriale e manageriale.

Questa ricerca presenta diversi aspetti positivi. In primo luogo, a differenza della maggior parte della letteratura consultata, coinvolge 348 aziende italiane, consentendo così di ottenere risultati che possono essere direttamente applicabili al contesto nazionale e di valutare se le conclusioni tratte dagli studi su altre imprese europee o americane possano essere estese anche alle imprese italiane. Un ulteriore punto a favore è l'attenzione dedicata ai fattori umani, al di là delle considerazioni puramente economico-finanziarie, che influenzano le decisioni di investimento adottate da VCs e BAs. Spesso si tende a pensare che tali decisioni siano basate esclusivamente su parametri legati ai risultati finanziari, alla crescita e allo sviluppo aziendale, trascurando il fatto che, come dimostra questa ricerca, ci sono anche importanti elementi umani che giocano un ruolo fondamentale nelle decisioni finanziarie.

Allo stesso modo, ci sono aspetti che possono essere migliorati nel modello. Innanzitutto, la dimensione del campione rappresenta un potenziale punto di miglioramento. A causa delle sfide riscontrate nell'individuare i BAs non affiliati a nessuna organizzazione di business angel e nella raccolta di risposte dai soggetti coinvolti, il campione non è completo. Inoltre, all'interno del campione, non è stato possibile ottenere tutte le informazioni necessarie per la codifica delle variabili utili alla specificazione del modello. Alcuni profili LinkedIn non contenevano alcuna informazione o presentavano dati incompleti, rendendo impossibile la raccolta di tutti i dati necessari per completare le variabili utilizzate nel modello.

Alla luce di quanto emerso, ci sono diversi spunti per miglioramenti futuri e per ulteriori ricerche. È fondamentale migliorare il modello aumentando il numero di risposte ai sondaggi per ottenere un quadro più completo e trovare metodi di contatto per i founders



e i BAs con profili incompleti. Inoltre, sarebbe interessante considerare l'inclusione di altre variabili umane, come l'età o il genere, e valutare se anche queste possono influenzare i successivi finanziamenti. Un'altra possibile area di ricerca potrebbe consistere nell'eseguire un'analisi congiunta delle variabili economiche e umane per determinare l'entità del loro impatto, mantenendo sempre una prospettiva duale che consideri sia il punto di vista dell'imprenditore che quello dell'investitore.



## Bibliografia

Aernoudt, R., (2004), *Incubators: Tool for entrepreneurship?*, Small Business Economics, 23(2), 127–135.

Barrot, J.N., (2016), *Investor Horizon and the Life Cycle of Innovative Firms: Evidence from Venture Capital*, Management Science 63 (9), 3021–43.

Bellavitis, C., Filatotchev, I., Kamuriwo, S. D., Vanacker, T., (2017), *Entrepreneurial finance: new frontiers of research and practice*, Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, Vol. 19, No. 1-2, 1-16.

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, Volume 22, Issues 6–8, 613-673.

Bessière, V., Stephany, E., Wirtz, P., (2018), *Crowdfunding, Business Angels, and Venture Capital: New Funding Trajectories for Start-Ups?*, 2nd Emerging Trends in Entrepreneurial Finance Conference, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3137095>.

Bonini, S., Capizzi, V., (2019), *The Role of Venture Capital in the Entrepreneurial Finance Ecosystem: Future Threats and Opportunities*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3315566>.

Bonini, S., Capizzi, V., Valletta, M., Zocchi, P., (2018), *Angel network affiliation and business angels' investment practices*, Journal of Corporate Finance, Vol. 50, No. 6, 592-608.

Bonnet, C., Capizzi, V., Cohen, L., Petit, A., Wirtz, P., (2022), *What drives the active involvement in business angel groups? The role of angels' decision-making style, investment-specific human capital and motivations*, Journal of Corporate Finance, Volume 77, 101944.

Bonnet, C., Wirtz, P., (2011), *Investor type, cognitive governance and performance in young entrepreneurial ventures: A conceptual framework*, Adv. Behav. Financ. Econ. 1 (1), 42–62.

- Boot, A., Gopalan, R., Thakor, A., (2006), *The Entrepreneur's Choice between Private and Public Ownership*, *The Journal of Finance* 61 (2), 803–36.
- Bottazzi, L., Da Rin, M., Hellmann, T., (2008), *Who are the active investors?: Evidence from venture capital*, *Journal of Financial Economics*, Volume 89, Issue 3, Pages 488-512.
- Bruns, V., Holland, D., Shepherd, D., Wiklund, J., (2008), *The Role of Human Capital in Loan Officers' Decision Policies*, *Entrepreneurship Theory and Practice* 32, 485– 506.
- Capizzi, V., Croce, A. and Tenca, F., (2022), *Do Business Angels' Investments Make It Easier to Raise Follow-on Venture Capital Financing? An Analysis of the Relevance of Business Angels' Investment Practices*, *Brit J Manage*, 33: 306-326.
- Clarysse, B., Wright, M., Van Hove, J., (2015), *A Look Inside Accelerators – Building Businesses*, Nesta, London.
- Collewaert, V., Manigart, S., (2016), *Valuation of Angel-Backed Companies: The Role of Investor Human Capital*, *Journal of Small Business Management*, 54:1, 356-372.
- Colombo, M. G., Grilli, L., (2005), *Founders' human capital and the growth of new technology-based firms: A competence-based view*, *Research Policy*, Volume 34, Issue 6, 795-816.
- Colombo, M. G., Grilli, L., (2010), *On growth drivers of high- tech start-ups: exploring the role of founders' human capital and venture capital*, *Journal of Business Venturing*, 25, 610–626.
- Colombo, M.G., Delmastro, M., Grilli, L., (2004), *Entrepreneurs' human capital and the start-up size of new technology-based firms*, *International Journal of Industrial Organization* 22, 1183–1211.
- Cooper, A.C., Gimeno-Gascon, F.J., Woo, C.Y., (1994), *Initial human and financial capital as predictors of new venture performance*, *Journal of Business Venturing*, Volume 9, Issue 5, 371-395.
- Da Rin, M., Hellmann, T., (2020), *Fundamentals of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press, New York.

- Davidsson, P., Honing, B., (2003), *The role of social and human capital among nascent entrepreneurs*, J. Bus. Ventur. 18 (3), 301–331.
- De Rassenfosse, G., Fischer, T., (2016), *Venture Debt Financing: Determinants of the Lending Decision*. *Strat, Entrepreneurship Journal*, 10: 235– 256.
- Denis, D. J., (2004), *Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence*, *Journal of Corporate Finance*, Volume 10, Issue 2, 301-326.
- Dimov, P., Shepherd, D.A., (2005), *Human capital theory and venture capital firms: exploring “home runs” and “strike outs*, J. Bus. Ventur. 20 (1), 1–21.
- Dutta, S., Folta, T., (2016), *A Comparison of the Effect of Angels and Venture Capitalists on Innovation and Value Creation*, *Journal of Business Venturing* 31 (1), 39–54.
- Edelman, L. F., Manolova, T. S., Brush, C. G., (2017), *Angel Investing: A Literature Review*. *Foundations and Trends in Entrepreneurship*, Vol. 13, No. 4-5, 265–439.
- Epure, M., Guasch, M., (2019), *Debt Signaling and Outside Investors in Early Stage Firms*, *Journal of Business Venturing*, Forthcoming.
- Feeney, L., Haines Jr, G. H., Riding, A. L., (1999), *Private investors’ investment criteria: insights from qualitative data*, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1,121–145.
- Fraser, S., Bhaumik, S. K., Wright, M., (2015), *What do we know about entrepreneurial finance and its relationship with growth?*, *International Small Business Journal*, Vol. 33, No. 1, 70–88.
- Gimeno, J., Folta, T., Cooper, A., Woo, C., (1997), *Survival of the fittest? Entrepreneurial human capital and the persistence of underperforming firms*, *Administrative Science Quarterly* 42, 750–783.
- Gompers, P., (1995), *Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital*, *The Journal of Finance* 50 (5), 1461–89.
- Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J., Scharfstein, D., (2005), *Venture capital investment cycles: the role of experience and specialization*, *Journal of Financial Economics* 81, 649–679.

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

Gornall, W., Strebulaev, I., (2015), *The Economic Impact of Venture Capital: Evidence from Public Companies*, Research Paper No 15-55, Stanford University, Stanford Graduate School of Business.

Grichnik, D., Brinckmann, J., Singh, L., Manigart, S., (2014), *Beyond Environmental Scarcity: Human and Social Capital as Driving Forces of Bootstrapping Activities*, Journal of Business Venturing 29 (2), 310–26.

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.

Harrison, R. T., 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, Vol. 15, No. 3, 269-290.

Hochberg, Y.V., Mazzeo, M.J., McDevitt, R.C., (2015), *Specialization and Competition in the Venture Capital Industry*, Rev Ind Organ 46, 323–347.

Hsu, D., (2004), *What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation?*, The Journal of Finance 59 (4), 1805–44.

Isenberg, D., (2010), *How to start an entrepreneurial revolution*, Harvard Business Review, Vol. 88, No. 6, 40–50.

Kerr, W. R., Lerner, J., Schoar, A., (2014), *The Consequences of Entrepreneurial Finance: Evidence from Angel Financings*, The Review of Financial Studies 27, no. 1, 20–55.

Knockaert, M., Clarysse, B., Wright, M., (2010), *The extent and nature of heterogeneity of venture capital selection behaviour in new technology-based firms*, R&D Management, 40, 357–371.

Lerner, J., Schoar, A., Sokolinski, S., Wilson, K., (2018), *The Globalization of Angel Investments: Evidence across Countries*, Journal of Financial Economics 127 (1), 1–20.

- Mason, C. M. (2006), *Informal sources of venture finance*, In Parker, S. C. (ed.), *The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures*, New York, NY: Springer, 259-299.
- Murnieks, C., Cardon, M., Sudek, R., White, D., Brooks, W., (2016), *Drawn to the Fire: The Role of Passion, Tenacity and Inspirational Leadership in Angel Investing*, *Journal of Business Venturing* 31 (4), 468–84.
- Park, H. D., Steensma, K., (2012), *When Does Corporate Venture Capital Add Value for New Ventures?*, *Strategic Management Journal* 33 (1), 1–22.
- Poczter, S., Shapsis, M., (2018), *Gender disparity in angel financing*, *Small Bus Econ* 51, 31–55.
- Puri, M., Zarutskie, R., (2012), *On the Life Cycle Dynamics of Venture Capital and Non-Venture Capital Financed Firms*, *The Journal of Finance* 67 (6), 2247–93.
- Sohl, J.E., Hill, L., (2007), *Women business angels: Insights from angel groups*, *Venture Capital*, 9:3, 207-222.
- Tinkler, J. E., Bunker Whittington, K., Ku, M. C., Rees Davies, A., (2015), *Gender and venture capital decision-making: The effects of technical background and social capital on entrepreneurial evaluations*, *Social Science Research*, Volume 51, 1-16.
- Unger, J. M., Rauch, A., Frese, M., Rosenbusch, N., (2011), *Human capital and entrepreneurial success: A meta-analytical review*, *Journal of Business Venturing*, Volume 26, Issue 3, 341-358.
- Wang, T., (2013), *Corporate Securities Fraud: Insights from a New Empirical Framework*, *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 29, No. 6, 535–568.
- Wiltbank, R., Read, S., Dew, N., Sarasvathy, S. D., (2009), *Prediction and control under uncertainty: Outcomes in angel investing*, *Journal of Business Venturing*, Volume 24, Issue 2, 116-133.
- Wirtz, P., Bonnet, C., Cohen, L., Haon, C., (2020), *Investing human capital: business angel cognition and active involvement in business angel groups*, *Rev. de l'Entrepreneuriat* 19 (1), 43–60.





## Sitografia

EBAN, (2019), *Statistics Compendium 2019*, Available at [www.eban.org](http://www.eban.org) (visto il 26/05/2023).

IBAN, (2022), *Risultati della Survey Annuale*, Available at [www.iban.it/wp-content/uploads/2022/05/2021\\_Survey\\_IBAN\\_ppt.pdf](http://www.iban.it/wp-content/uploads/2022/05/2021_Survey_IBAN_ppt.pdf) (visto il 21/07/2023).

ISTAT, (2018), *I profili dei nuovi imprenditori e delle imprese ad elevata crescita*, Available at [www.istat.it/it/files/2018/12/Report\\_Profilo\\_nuovi\\_imprenditori\\_2016.pdf](http://www.istat.it/it/files/2018/12/Report_Profilo_nuovi_imprenditori_2016.pdf) (visto il 21/07/2023).

PwC, (2023), *Global Top 100 companies – by market capitalization*, Available at [www.pwc.com/gx/en/audit-services/publications/top100/pwc-global-top-100-companies-2023.pdf](http://www.pwc.com/gx/en/audit-services/publications/top100/pwc-global-top-100-companies-2023.pdf) (visto il 03/06/2023).

[www.ventureup.it](http://www.ventureup.it) (visto il 03/06/2023).



## **Ringraziamenti**

Vorrei dedicare qualche riga a coloro che hanno contribuito alla realizzazione della mia tesi di laurea e che mi hanno sostenuta in questi anni.

Vorrei innanzitutto ringraziare la mia relatrice, professoressa Elisa Cavezzali, che mi ha seguito in questo percorso, grazie al quale ho acquisito un metodo di lavoro che sicuramente mi sarà utile in futuro. Desidero ringraziare anche il Dottor Nicola Carta per la sua disponibilità e tempestività ad ogni mia richiesta di chiarimento.

Ringrazio i miei genitori che mi sono sempre stati accanto e che mi hanno insegnato tutti quei valori che ogni giorno cerco di applicare per essere una persona migliore. Grazie per avermi sempre dato fiducia e per avermi incoraggiata lungo tutto il percorso.

Ringrazio Simone per il supporto e per l'infinita pazienza dimostrata in questi mesi. Grazie per non aver mai smesso di credere in me e per avermi dato l'energia necessaria ad affrontare questo percorso.

Infine, grazie alle mie amiche di una vita, Beatrice, Gaia e Martina, per essere state sempre al mio fianco e per aver condiviso con me i momenti più spensierati e i traguardi più importanti.