UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI "M. FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"Le scelte di finanziamento delle imprese: metodi e mezzi"

RELATORE:

CH.MO/A PROF./SSA Baldan Cinzia

LAUREANDO/A: Stivanello Erika

MATRICOLA N. 1225544

ANNO ACCADEMICO 2021 – 2022

Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

I hereby declare that I have read and understood the “Anti-plagiarism rules and regulations” approved by the Council of the Department of Economics and Management and I am aware of the consequences of making false statements. I declare that this piece of work has not been previously submitted – either fully or partially – for fulfilling the requirements of an academic degree, whether in Italy or abroad. Furthermore, I declare that the references used for this work – including the digital materials – have been appropriately cited and acknowledged in the text and in the section ‘References’.

Firma (signature) Stivanello Erika

INDICE

INTRODUZIONE 1
1 Concetti introduttivi 2
1.1 Modalità di finanziamento delle imprese 2
1.1.1 Autofinanziamento 2
1.1.2 Capitale di terzi 3
1.1.3 Altre tipologie di finanziamento 5
1.2 I fattori determinanti le scelte di finanziamento delle imprese: obiettivi, vantaggi e svantaggi 5
1.3 I finanziamenti agevolati 6
1.3.1 SIMEST 8
1.3.2 La Nuova Sabatini 8
2 Rassegna della letteratura 9
2.1 Tema delle scelte di finanziamento delle imprese nella situazione ottimale della struttura finanziaria e teorie sottostanti. 9
2.2 Nuovi canali di finanziamento delle imprese, criticità e strumenti alternativi 12
2.2.1 Il crowfunding 12
2.2.2 I mini-bond 13
2.2.3 Le cartolarizzazioni 14
3 Analisi empirica 16
3.1 Il finanziamento delle *start up* 16
3.2 I canali di finanziamento delle *start up* 17
3.3 Le principali cause di fallimento delle *start up* e l'andamento italiano 19
3.4 Casi di finanziamento delle *start up* ed effetti 21
3.4.1 Il caso 1000Farmacie 22
3.4.2 Il caso di Casavo 22
3.4.3 Il caso di Yoox 23
CONCLUSIONI 25
BIBLIOGRAFIA I

INTRODUZIONE

Alla base di questo studio vi è un'analisi delle scelte di finanziamento che ogni impresa deve compiere al fine di poter esistere e svilupparsi. In particolare, si pone attenzione sui possibili mezzi e metodologie con i quali si possono reperire risorse e quale sarà la combinazione ottimale per garantire a un'azienda il miglior andamento possibile, assicurandole crescita e stabilità. Inoltre, offre un quadro sistematico dei fattori che possono influenzare tali scelte e le teorie che stanno alla base di queste.

Le motivazioni che mi hanno spinto ad approfondire questo tema sono duplici. Da un lato c'è un interesse nel capire in modo concreto, ciò di cui un'impresa ha bisogno per sopravvivere, dall'altro si vuole comprendere tutto ciò che può influenzare le scelte di un imprenditore, dal momento che, come sarà spiegato in miglior modo nell'elaborato, non ci sarà una singola situazione finanziaria ottimale per l'impresa, ma, ci troveremo ad affrontare un ambiente tutt'altro che statico, in continua evoluzione e di difficile interpretazione.

Il lavoro è articolato in tre capitoli: il primo offre un'introduzione ai concetti base necessari per una migliore comprensione del tema analizzato, in particolar modo tratterà dei principali metodi di finanziamento che vengono utilizzati dalle imprese, partendo dai più importanti fino ad arrivare alle diverse alternative possibili e i fattori che possono intaccare le decisioni dell'imprenditore. Inoltre, sarà fornita una panoramica sulle agevolazioni finanziarie previste dal nostro ordinamento e le loro caratteristiche. Il secondo capitolo pone attenzione su quale sia il miglior modello utilizzabile per sfruttare al meglio le risorse reperite e ottenere i maggiori vantaggi possibili, soprattutto a livello di profitti, analizzando le principali teorie che stanno alla base della letteratura economica. Inoltre, verranno presentati i nuovi canali di finanziamento a disposizione delle imprese e le motivazioni che possono spingere verso la scelta di questi. Nel terzo capitolo verrà messo presentata un'introduzione alle scelte di finanziamento delle *start up*, cioè quelle idee imprenditoriali che stanno prendendo sempre più piede nel nostro sistema, grazie all'alto contenuto tecnologico e innovativo e il loro potenziale successo. Saranno proposti infatti dei casi di neo aziende analizzate in un'ottica finanziaria, ed inoltre verranno spiegate le ancora elevate possibilità di insuccesso e le cause di fallimento immaginabili in questa fase d'impresa.

Grazie a questo lavoro di ricerca è stato possibile analizzare alcuni importanti elementi legati alle diverse possibilità offerte a ciascuna impresa, partendo da quelle già affermate nel mercato fino ad arrivare alle imprese sempre più innovative, spesso rischiose dal punto di vista finanziario, in cui si è alla ricerca di mezzi sempre più semplici, veloci e trasparenti per permettere il loro sbocco su nuovi mercati.

1 Concetti introduttivi

1.1 Modalità di finanziamento delle imprese

Ogni impresa, nel corso del suo ciclo di vita, dovrà far fronte a una moltitudine di decisioni che tenderanno a essere spesso e volentieri orientate agli obiettivi che si vogliono raggiungere, per fare ciò, una delle scelte fondamentali per l'imprenditore riguarderà modi e mezzi utilizzati per avviare l'impresa stessa, o necessari per assicurarsi che l'azienda riceva le giuste risorse al fine di realizzare progetti futuri con lo scopo di creare valore, perseguire il proprio business e implementare la sua crescita.

Ad oggi esiste una grande varietà di fonti di finanziamento e scegliere la migliore è tutt'altro che banale, anzi, sarà indispensabile decidere la composizione ottimale per l'impresa, costituita da un mix di forme di finanziamento che possa permettere di raggiungere un equilibrio finanziario.

L'impresa è un soggetto dinamico che si modifica nel tempo ed è influenzata da una miriade di fattori esterni ed interni. La stessa cosa accade per le fonti di finanziamento che sono cambiante nel tempo fino ad arrivare ai metodi sempre più innovativi che possiamo delineare oggi.

Con il termine finanziamento s'intende una messa a disposizione o il reperimento di risorse per fini aziendali, indipendentemente che siano PMI, grandi imprese o piccole *start up* pronte a crescere e svilupparsi.

Un'impresa potrà decidere se far affidamento sulle proprie forze o rivolgersi a terzi al fine di reperire liquidità e sostegno tracciando come prima cosa una separazione tra gli obiettivi di breve e quelli di lungo periodo per scegliere le modalità di finanziamento più adatte.

1.1.1 Autofinanziamento

Tra i mezzi a cui un'azienda può far ricorso per soddisfare il proprio fabbisogno finanziario troviamo l'autofinanziamento, una sorta di reinvestimento diretto nell'impresa in cui viene utilizzato il *surplus*, ovvero quei profitti netti che non vengono distribuiti. Questi aumenti di capitale sociale possono essere di due tipi, un aumento di capitale nominale (o gratuito) o reale (o a pagamento), regolati nell'art.2442 cc[1].

[1] "1. L'assemblea può aumentare il capitale, imputando a capitale le riserve e gli altri fondi iscritti in bilancio in quanto disponibili. 2. In questo caso le azioni di nuova emissione devono avere le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, e devono essere assegnate gratuitamente agli azionisti in proporzione di quelle da essi già possedute. 3. L'aumento di capitale può attuarsi anche mediante aumento del valore nominale delle azioni in circolazione."

L'uso dell'autofinanziamento porta una maggiore partecipazione dei collaboratori all'attività d'impresa, rende la liquidità più forte nel tempo, una migliore immagine d'impresa, un maggior numero d'investitori e una maggiore autonomia nelle decisioni ma a fronte dei vantaggi appena elencati è necessario tenere in considerazione i numerosi oneri amministrativi per assicurare una trasparenza delle informazioni a tutti i soci che avranno diritto di intervento.

1.1.2 Capitale di terzi

Il finanziamento a titolo di capitale di terzi comunemente comprende mezzi di medio lungo termine erogati da istituti finanziari.

Questa tipologia di erogazione del credito contraddistingue le imprese italiane dato il loro frequente ricorso all'indebitamento, portando a una vera e propria dipendenza dal sistema bancario. Per questo motivo l'imprenditore dovrebbe mantenere un equilibrio tra il capitale proprio e il capitale di terzi.

Possiamo distingue due sotto categorie all'interno di quello che è il finanziamento esterno:

a. Finanziamenti a lungo termine

b. Finanziamenti a breve termine

a. Finanziamenti a lungo termine

Si tratta di situazioni in cui l'azienda rimborserà il prestito con un pagamento rateale composto sia da una quota capitale che una quota interessi, per questo motivo, solitamente viene utilizzato in caso di investimenti durevoli come acquisto di macchinari, impianti o per ristrutturazioni.

All'interno di questa classe troviamo il **mutuo**[2], coperto solitamente da garanzie reali come l'ipoteca, pegno su titoli o altre garanzie personali.

(Frei, C., Lantschner I., 2014) "A seconda della modalità di estinzione si distinguono le seguenti tipologie di mutuo:

- Mutui con "annualità" costante: le rate sono sempre uguali e includono all'inizio del mutuo una maggiore quota di interessi e verso la fine una maggiore quota capitale.
- Mutui con rata di capitale fissa: la restituzione del capitale è costante; gli interessi vengono calcolati sulla base del debito residuo. Nel corso del periodo di restituzione la rata cala costantemente.

[2] Ai sensi dell'art. 1813 c.c il mutuo è un contratto con il quale una parte (mutuante) consegna all'altra parte (mutuataria) una determinata quantità di denaro o di altre cose fungibili, e l'altra si obbliga a restituire altrettante cose della stessa specie e qualità.

- Mutui a scadenza finale: per tutta la durata del mutuo vengono pagati solamente gli interessi; l'intero capitale viene invece restituito alla fine del periodo in un'unica rata."

Un altro mezzo è rappresentato dal ***leasing* finanziario**[3] che permette all'azienda di evitare un'ingente spesa diretta all'acquisto di immobilizzazioni, pagando dei canoni periodici per avere in cambio la messa a disposizione di un bene da parte di una società finanziaria o di una banca che lo avrà precedentemente acquistato.

Inoltre, in particolare per le società per azioni, esiste la possibilità di emettere dei **prestiti obbligazionari** su cui l'impresa si impegna a pagare degli interessi sui titoli che costituiscono la quota del debito. Gli interessi possono essere fissi e semestrali con un rimborso in contanti come accade per le obbligazioni ordinarie, oppure possono tener conto dell'inflazione (obbligazioni indicizzate) o prevedere un rimborso parziale o totale con azioni della società emittente o di un'altra società. Da considerare inoltre che ai sensi dell'art. 2412 cc, la somma dell'emissione dei titoli obbligazionari non deve eccedere il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Nel capitolo 2 tratteremo più approfonditamente dei prestiti obbligazionari emessi da piccole medie imprese che prendono il nome di *minibond*[4].

b. Finanziamenti a breve termine

Differente sarà l'obbiettivo dei mezzi di finanziamento che vedremo di seguito, i quali mirano a reperire liquidità a breve termine come accade con lo smobilizzo crediti che comprende **l'anticipo su fatture**, in cui la banca anticipa l'importo di fatture non ancora scadute previa concessione di un fido, oppure con il portafoglio salvo buon fine, che funziona allo stesso modo dell'anticipo su fatture ma riguarda in questo caso **l'anticipo di ricevute bancarie**, dove l'imprenditore si troverà di fronte alla possibilità di smobilizzare un credito di medio o breve periodo ottenendo liquidità che potrà utilizzare per soddisfare il proprio fabbisogno. L'azienda potrà presentare attraverso una distinta le ricevute e la banca addebiterà l'importo totale della distinta con le relative commissioni. Alla scadenza di ogni ri.ba. in caso di buon

[3] Il leasing finanziario, ad oggi è un contratto tipico grazie alla definizione introdotta con la legge 124/2017, nella quale vengono altresì delineate le sue caratteristiche.

[4] Minibond: "lanciati nel mercato italiano nel 2012, ai sensi del **Decreto Sviluppo** (D.L. 83/2012), il cui obiettivo era rispondere alle restrizioni del sistema bancario e finanziario tradizionale legate alla crisi iniziata del 2008. Con i minibond, il governo italiano puntava a ridurre la dipendenza dai finanziamenti bancari e a creare un sistema di risorse alternative per sostenere la competitività e **finanziare la crescita delle PMI italiane**. Oltre al Decreto Sviluppo, la **normativa di riferimento dei minibond** comprende le successive integrazioni e modifiche di cui al D.L. 179/2012 ("Decreto Sviluppo Bis"), al D.L. 145/2013 (piano "Destinazione Italia") e D.L. 91/2014 ("Decreto Competitività"), che includono, tra l'altro, dettagli relativi al trattamento fiscale degli interessi da parte delle società emittenti." (AZIMUT, 2020)

fine il debitore (cliente dell'azienda) può pagare direttamente alla banca, in caso contrario l'importo dell'effetto insoluto anticipato dalla banca verrà addebitato all'azienda.
Infine, meno utilizzato attualmente, è lo **sconto di cambiali**, regolato all'art.1859 c.c., in cui l'impresa presenta una cambiale a una banca con l'obiettivo di smobilizzare il credito prima della scadenza, e la banca deciderà se concedere uno sconto e anticipare l'importo da pagare.

1.1.3 Altre tipologie di finanziamento

Tra le altre tipologie di finanziamento troviamo il *factoring* che si occupa di gestire i crediti commerciali, i quali vengono venduti a un soggetto disponibile ad acquistarli, il quale prende il nome di "società di *factoring*". L'operazione di cessione di crediti[5] può avvenire tramite due forme giuridiche, i pro solvendo e il pro soluto, dove il primo prevede un dritto di rivalsa a favore della società di *factoring* nei confronti dell'impresa cedente mentre il secondo no. Il *factor,* inoltre, dovrà ponderare la decisione sul correre o no il rischio di cui si farà carico in caso di insolvenza. Per questo motivo è una modalità considerata rischiosa e costosa e di conseguenza raramente utilizzata.

1.2 I fattori determinanti le scelte di finanziamento delle imprese: obiettivi, vantaggi e svantaggi

Per l'impresa è necessario individuare il proprio patrimonio e considerarlo come una grandezza *stock* in modo tale da poter essere analizzato. Come già trattato nel paragrafo 1.1, esiste una distinzione tra finanziamenti a titolo di capitale proprio e a titolo di capitale di debito, ed entrambi hanno delle caratteristiche ben precise. Nel primo caso i capitali restano investiti per lunghi periodi (non avendo scadenza determinata), non implicano l'obbligo di una remunerazione predeterminata (salvo il caso in cui si generino utili che non vengono reinvestiti nell'autofinanziamento) ed infine sono soggetti direttamente al rischio d'impresa. Mentre nel secondo caso il finanziamento a titolo di capitale di debito prevede un obbligo di rimborso alla scadenza concordata, comporta una remunerazione indipendentemente dal risultato economico aziendale ed infine partecipa solo indirettamente al rischio d'impresa.
Un'impresa prende in considerazione diverse forme di finanziamento al fine di perseguire degli obiettivi come:

- Liquidità
- Redditività

[5] La legge 51/1991 ha evidenziato gli elementi necessari al fine di individuare una cessione di crediti.

- Indipendenza
- Sicurezza

La **liquidità** è un presupposto che sta alla base dell'impresa, necessario per far si che questa sopravviva e che si assicuri una buona solvibilità[6]. La modalità ideale per conseguire liquidità è attraverso la vendita di prodotti e servizi che fruttano all'azienda valore. La mancanza di liquidità può portare gravi crisi all'interno dell'impresa fino ad arrivare al fallimento, per questo motivo è necessario tenere sotto controllo eventuali oscillazioni dovute sia da fattori esterni sia interni; ad esempio nel primo caso possiamo trovarci di fronte a un aumento di materie prime o una riduzione delle commesse mentre il secondo caso tratta di errori dal punto di vista delle scelte imprenditoriali e di una carente gestione finanziaria.

La liquidità entra in conflitto con altri due principi fondamentali come la **redditività** e la **sicurezza** a causa dell'impossibilità di ottimizzare tutti e tre questi elementi contemporaneamente. Spesso la liquidità è generata da investimenti a breve termine che si trasformano in modesti ricavi e grandi depositi di cassa mentre gli investimenti a lungo comportano elevati ricavi che difficilmente riescono ad essere convertiti in liquidità.

Per questo motivo è necessario che l'impresa non tenga conto solo della redditività e delle possibilità di mercato ma anche dei rischi (di mercato, tecnici, di reputazione, di finanziamento) che possono avere ripercussioni sulla situazione finanziaria aziendale.

Infine, risulta indispensabile definire la scelta migliore di finanziamento al fine di evitare influenze eccessive da parte dei finanziatori. L'azienda deve trovare la massima **indipendenza** aumentando la percentuale di capitale proprio rispetto a quello totale.

1.3 I finanziamenti agevolati

I finanziamenti agevolati portano alle imprese numerosi vantaggi rispetto agli standard di mercato e vengono principalmente erogati da enti pubblici (comuni, province, regioni, Unione Europea) per avviare delle *start up* o aiutare la crescita di un'impresa già esistente, ma per accedervi ci sono regole e requisiti da rispettare. Più comunemente i principali vantaggi per l'impresa consistono nella riduzione del tasso d'interesse o in una valutazione meno rigida del merito creditizio[7].

All'interno della macro categoria delle agevolazioni previste dalla finanza agevolata possiamo riconoscere tra le più importanti il credito d'imposta, finanziamenti a fondo perduto e l'accesso al credito bancario.

---

[6] Solvibilità: s'intende la capacità di un'impresa di poter garantire la restituzione dei debiti grazie alla generazione di flussi positivi.

[7] Merito creditizio: è un metodo delle banche per verificare se il cliente è in grado di restituire la somma prestata

Le agevolazioni fiscali comprendono tutto ciò che deroga dal principio generale di capacità contributiva, e consiste nella riduzione o eliminazione del prelievo fiscale. L'agevolazione fiscale è considerata legittima solo nel caso in cui persegua una funzione extrafiscale regolata dall'ordinamento, altrimenti si andrebbe incontro a una violazione del principio d'uguaglianza economica di cui all'art.3 e 53 della Costituzione, considerati tra i pilastri del diritto tributario. Il primo elemento di cui tratteremo sarà il credito d'imposta[8], un aiuto utilizzato al fine di ottenere uno sconto sui tributi da pagare a fine anno, per questo motivo non va confuso con la funzione dei finanziamenti. Il valore del credito varia a seconda delle disposizioni presenti nel bando, in cui viene definita la percentuale del credito minima su un tetto massimo di spese su cui calcolarlo. Per l'imprenditore sarà importante informarsi sulle diverse possibilità di credito d'imposta che può avere prima di fare un investimento.

Un'altra parte consistente delle agevolazioni previste dal nostro ordinamento, è composta dai finanziamenti a fondo perduto, dove s'intende una somma di denaro che l'ente governativo mette a disposizione dell'imprenditore a titolo definitivo senza obbligo di rimborso né del capitale né degli interessi, questi contributi vengono stanziati sia per attività nuove sia per quelle già avviate. Questi interventi in conto capitale sono indirizzati a particolari categorie di soggetti come i disoccupati, l'imprenditoria femminile e l'imprenditoria giovanile e di norma per richiedere questo tipo di contributo è necessario presentare un progetto specifico (con la predisposizione del proprio *business plan*). Da notare, come in questo caso non sia necessario far ricorso a un intermediario creditizio ma la domanda può essere fatta direttamente da chi vuole beneficiare dell'agevolazione.

Nel 2022 sono stati avviati interessanti finanziamenti a fondo perduto come:

-Fondo imprese creative

-Fondo impresa donna

-Resto al Sud

-Finanziamento *On* – oltre nuove imprese a tasso zero

-Finanziamenti Sace- Simest per aziende italiane che vogliono andare all'estero (finanziamenti delineati meglio nel paragrafo 1.3.1)

-Finanziamenti *Smart&Start*

Esistono inoltre altri provvedimenti volti ad agevolare l'accesso al credito di soggetti che presentano un basso livello di patrimonializzazione e di trasparenza informativa, come il

[8] Il credito d'imposta è qualsiasi credito che l'azienda vanta nei confronti dello stato o altri enti pubblici, e può compensare eventuali debiti che ha l'azienda nei confronti dell'erario e quando ammesso può chiederne il rimborso nella dichiarazione dei redditi.

Fondo Garanzia per *start up* e PMI innovative, che facilità l'accesso al credito attraverso la concessione gratuita di garanzie sui prestiti bancari. La garanzia copre fino all'80% del prestito erogato dall'istituto di credito alla *start up* innovativa, ma con il Decreto Liquidità, al fine di rafforzare il sostegno alle imprese a seguito della situazione pandemica, ha innalzato la soglia della copertura da 80% a 90% e i prestiti sono stati prorogati fino al 30 giugno 2022.
Si tratta di una deroga alle normali regole del Fondo PMI, che consente di attivarne la garanzia con semplificazioni procedurali e condizioni più favorevoli.

1.3.1 SIMEST

La SIMEST è una società specializzata nel supporto delle imprese italiane per l'internazionalizzazione e costituirà un elemento importante soprattutto in un contesto di ripresa dalla pandemia Covid-19, portando a dover attuare misure straordinarie.
Lo strumento su cui poggiano i finanziamenti agevolati (in particolare dedicato ai finanziamenti a tasso agevolato) per l'export e l'internazionalizzazione è il Fondo 394/81 gestito della SIMEST per conto del MISE che con il tempo è stato continuamente arricchito e ampliato.
I finanziamenti agevolati previsti dalla SIMEST sono sette: la patrimonializzazione; la partecipazione a fiere, mostre e missioni di sistema; inserimento nei mercati esteri, *temporary export manager*; *e-commerce*; studi di fattibilità; programmi di assistenza tecnica.

1.3.2 La Nuova Sabatini

La "Nuova Sabatini" è un incentivo del ministero dello sviluppo economico al fine di facilitare l'accesso al credito per le PMI che operano nel territorio nazionale. La legge sostiene il finanziamento di nuovi beni strumentali e software o tecnologie digitali andando verso l'ottica dell'industria 4.0[9], attenta all'innovazione, agli investimenti green e alle attività di design e ideazione estetica.
Il finanziamento, che può essere assistito dalla garanzia del Fondo Garanzia (affrontato nel paragrafo 1.3), deve essere:

- Di durata non superiore a 5 anni
- Di importo compreso tra 20.000 euro e 4 milioni di euro
- Interamente utilizzato per coprire investimenti ammissibili

[9] Il nuovo piano di transizione 4.0 è una nuova politica industriale inclusiva e attenta alla sostenibilità.

2 Rassegna della letteratura

2.1 Tema delle scelte di finanziamento delle imprese nella situazione ottimale della struttura finanziaria e teorie sottostanti.

"La scelta delle fonti di finanziamento, partendo dalla previsione dell'ammontare e della composizione del fabbisogno, deve poter ottimizzare le possibilità offerte dal mercato finanziario in funzione degli obiettivi di economicità, omogeneità, flessibilità ed elasticità posti alla gestione finanziaria nel suo complesso" (Sciarelli,2004).

Ogni imprenditore dovrà individuare la struttura finanziaria[10] ottimale al fine di dare valore all'impresa. Col tempo è cambiato completamente il pensiero che sta alla base della teoria economica, partendo dalla teoria di Modigliani e Miller (1958), fino ad arrivare alla letteratura più attuale che si distanzia quasi completamente da quelle ormai sorpassate. Tutto ciò è dovuto in gran parte anche al cambiamento radicale dei mercati e il mutamento dell'ambiente esterno.

Secondo Modigliani e Miller (1958) non esistono connessioni rilevanti tra la leva finanziaria[11] e il costo del capitale, tenendo conto però di alcune caratteristiche ipotetiche del mercato come:

-l'assenza di tassazione

-l'assenza di asimmetrie informative

-le aziende si indebitano allo stesso tasso d'interesse

-l'assenza di costi di transazione

-un mercato con una forte forma di efficienza[12]

Nella prima proposizione di M&M viene dimostrato come non sia importante se un'impresa è *unlevered*[13] o *levered* [14], poiché avrà il medesimo valore in entrambe le situazioni.

A fronte però di un mercato in cui è presente un'imposizione fiscale e la possibilità delle imprese di sfruttare lo scudo fiscale per detrarre gli oneri finanziari, i due studiosi si trovano a dover rivedere la prima enunciazione e arrivare a concludere una successiva proposizione nel 1963, che prende il nome di "seconda proposizione di Modigliani-Miller". Questa afferma che il rendimento richiesto sul capitale azionario è una funzione lineare del rapporto di indebitamento. Viene concluso con questa teoria il fatto che, il valore dell'impresa non

[10] Struttura finanziaria: rapporto esistente tra il capitale di debito e il capitale di rischio.

[11] Leva finanziaria: conosciuta anche come "*leverage*", permette di acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto e in conseguenza di beneficiare di un rendimento maggiore rispetto a quello derivante da un investimento diretto nel sottostante esponendosi al rischio di perdite molto significative.

[12] Forma forte di efficienza: se i prezzi correnti riflettono pienamente qualunque tipo di informazione sia pubblica che privata.

[13] *Unlevered*: interamente costituita da capitale di rischio, ovvero interamente versato dagli azionisti

[14] *Levered:* costituita in parte da capitale di rischio e in parte da capitale di debito

dipende quindi dalla struttura finanziaria ma piuttosto da altri fattori e inoltre che il costo del capitale (WACC) non si riduce aumentando il ricorso al capitale di credito.

Uno dei motivi che ha indotto molti studiosi a prendere in considerazione le diverse problematiche della teoria M&M consiste nella mancanza di concretezza. Ovvero, se le caratteristiche del mercato ipotizzate dai due studiosi vengono meno, la teoria crolla. In particolare le due proposizioni avevano trascurato diverse variabili e circostanze che caratterizzano il mercato di capitali, per questo nasce un grande dibattito che continua tutt'oggi e che mette sotto critica l'originale teoria, tendendo sempre più, verso un'analisi d'ipotesi sempre più realistiche al fine di tener conto di tutte le imperfezioni e complessità attribuite alle imprese.

Nonostante si incontrino argomenti anche contradittori tra loro si possono comunque identificare più approcci alle scelte di *leverage*:

a. la *trade-off theory*

b. la *packing order theory*

a. La *trade-off theory* è strettamente collegata alla teoria Modigliani-Miller e al il fallimento e dai costi di dissesto[15] presi in considerazione da Warner nel 1977. La *trade-off theory* tratta sia i lati negativi sia quelli positivi del *leverage*. Secondo questo approccio si ottiene un livello ottimale di leva finanziaria bilanciando i benefici derivanti dal pagamento degli interessi e dei costi di emissione del debito. Il manager in questo caso valuterà e analizzerà costi e benefici di diverse alternative di piani di leva finanziaria ed è proprio per questo motivo che non esiste una struttura finanziaria ottimale assoluta ma solo variabile da imprese a impresa.

b. La *packing order theory* si ritiene sia una teoria alternativa alla *trade-off theory* in cui l'azienda ha una gerarchia perfetta nel prendere decisioni e fissare regole. Si ipotizza inoltre che il costo del finanziamento aumenti all'aumentare della presenza di asimmetrie informative. Questo approccio, spiega come un'azienda in primo luogo cercherà di attingere il più possibile alle fonti finanziarie interne, come gli utili non distribuiti, e solo in seguito penserà ad emettere azioni. Si delinea in questo modo una gerarchia nelle fonti di finanziamento, dando priorità al finanziamento interno quando e se disponibile, in seguito utilizzando il debito e infine l'*equity.*

[15] Costi di dissesto: i costi che derivano da un fallimento o dalle decisioni prese prima che l'impresa fallisca. Tra le principali cause del fallimento troviamo il sovraindebitamento.

Il motivo per il quale l'*equity* viene utilizzato solo come ultima spiaggia è perché se i manager decidono di emettere azioni, gli investitori peneranno che l'azienda sia sopravvaluta e per questa ragione tenderanno ad attribuire un valore inferiore alla nuova emissione.

Anche in questo caso, la teoria non evidenzia un mix perfetto tra i mezzi propri e il debito, ma ipotizza ci possa essere solo una variazione del rapporto di indebitamento nel caso in cui ci si trovi di fronte a uno squilibrio tra il flusso di cassa interno e le reali opportunità d'investimento.

In seguito la letteratura si arricchisce con la teoria del *market timing*, che viene ricondotta ai lavori di Stein (1996) e Baker e Wurgler (2002). "Il *market timing* ha una grande importanza nell'identificare la performance dell'impresa durante l'organizzazione della corretta struttura finanziaria" (Baker e Wurgler, 2002).

Chi utilizza questo tipo di strategia cerca di valutare il momento migliore per entrare o uscire dal mercato finanziario tentando di acquistare nel momento in cui il prezzo è più basso e rivenderlo nel momento in cui i prezzi sono più altri. In questo caso si è sempre alla ricerca dell'attimo più promettente per i propri profitti, anche se non sempre è così semplice capire e prevedere l'andamento delle molteplici oscillazioni dei movimenti di mercato.

Un'attenzione particolare è da dare al modello del *Financial Growth Cycle*, proposto da Berger e Udell (1998). Gli autori utilizzano come base la POT, per poi creare un modello che tenga conto oltretutto anche dei fattori più dinamici dell'impresa, come le dimensioni e il suo ciclo di vita.

Nella fase di avvio ci troviamo di fronte a elevate asimmetrie informative e un'immagine dell'azienda poco affermata. Per questo motivo le piccole imprese avranno difficoltà nel reperimento di fonti finanziamento provenienti dall'esterno e dovranno far affidamento su fonti interne. Questa fase è considerata la più complessa, in quanto viene messa a repentaglio l'intera sopravvivenza e il successivo sviluppo dell'impresa.

Nella fase della crescita, l'impresa si affaccia a nuove difficoltà a causa degli ingenti investimenti e per questo motivo inizierà a combinare una parte di autofinanziamento con una parte ricorrendo al prestito e solo verso la fine di questa fase inizierà ad integrare il capitale di rischio.

Successivamente l'impresa si troverà in una situazione di espansione, diventando un'impresa di medie dimensioni che potrà permettersi di ricorrere più spesso all'indebitamento o altre

forme di finanziamento, ricorrendo al capitale di rischio sotto forma di *venture capital* o *private equity.*

Nella fase della maturità infine, l'impresa diventa di gradi dimensioni e riuscirà a diversificare al meglio le fonti di finanziamento.

Questo modello studiato da Berger e Udell è però difficile da applicare alle PMI italiane, le quali mantengono piccole-medie dimensioni lungo gran parte del loro ciclo di vita.

2.2 Nuovi canali di finanziamento delle imprese, criticità e strumenti alternativi

2.2.1 Il crowdfunding

Tra i nuovi canali di finanziamento a supporto delle imprese possiamo trovare il *crowdfunding,* questo termine deriva dall'inglese (*crowd* = folla e *funding* = finanziamento), consiste in un meccanismo di raccolta fondi al fine di sostenere nuovi progetti e attività imprenditoriali, sociali e culturali.

Resta ancora dell'incertezza sui metodi di approvvigionamento delle risorse finanziarie, in quanto, rappresenta una via sempre più attuale ma soprattutto in continuo cambiamento.

Questo strumento è costituito da 3 elementi principali, ovvero: la folla, i finanziamenti (o fondi) e internet. Infatti, il metodo più utilizzato per raccogliere denaro è attraverso l'aiuto del web e tramite diversi *social network*.

Il rapporto *Massolution* del 2012 ha codificato per la prima volta quattro modelli principali riconducibili al *crowdfunding,* ossia:

1. *Donation-based,* consiste nella forma "originale" del *crowdfunding* in cui i donatori, tramite l'accesso a delle piattaforme online, possono devolvere il loro denaro a sostengo di cause di loro interesse senza però ricevere alcun compenso. Si parla quindi di vere e proprie donazioni, infatti chi ricorre a questo modello spesso corrisponde al profilo delle organizzazioni *no-profit.*
2. *Equity-based,* in questo caso i soggetti che investono nell'azienda in cambio di quote o azioni, il meccanismo è molto semplice e i costi sono più contenuti rispetto ai mercati (regolamentati o meno) della borsa valori. In questo caso si va a creare una vera e propria *community* di investitori. Questo modello, inoltre, è riconducibile al *Royalty-based* in cui, come dice la parola stessa, i soggetti che parteciperanno al finanziamento dell'azienda riceveranno in cambio delle *royalties,* ossia una parte dei profitti futuri derivanti dal progetto su cui hanno investito il loro denaro. Le *royalties* vengono quindi detratte dal fatturato futuro che porterà ad aumentare i costi del business. Per questo motivo questo modello è adatto ha chi conseguirà elevati margini di profitto.

3. *Reward-crowfunding,* poggia su un sistema di ricompense basato sull'importo investito. In genere, la ricompensa corrisponde a un bene o servizio che senza i fondi ricevuti l'impresa su cui hanno investito non sarebbe stata in grado di realizzare. Infatti, a differenza di una vendita vera e propria questo modello vede la partecipazione dei soggetti sin dal momento in cui il prodotto viene progettato, permettendo anche all'azienda, tramite la raccolta dei finanziamenti, di capire se esiste o meno domanda per il bene/servizio che intendono vendere sul mercato in futuro.
4. *Social lending*, è una tipologia di prestito *peer-to-peer* in cui si contraddistingue un prestatore e un richiedente. Per il richiedente questo modello è visto come un sostituto al prestito bancario. Consiste nella scelta di un progetto in cambio di un tasso d'interesse che sarà tanto più alto quanto più basso sarà il *rating*[16], che viene assegnato al richiedente ed è basato sui dati che riguardano il rendimento-rischio.

2.2.2 I mini-bond

Come abbiamo già visto nel paragrafo 1.1.2., le imprese italiane sono caratterizzate da un'eccessiva dipendenza dal sistema bancario. Per questo motivo l'utilizzo dei *mini-bond*, spiegati precedentemente, permette alle aziende di diversificare le proprie fonti di finanziamento a titolo di debito riducendo oltretutto anche i rischi derivanti dalla dipendenza dai canali bancari.

Procediamo infatti a sottolineare quali siano gli effettivi benefici che spingono un'impresa a scegliere i *mini-bond*.

Un primo elemento positivo da tenere in considerazione sta nel fatto che con il classico finanziamento bancario si è tenuti a versare rate comprensive sia di una quota capitale sia di una quota interessi a partire dall'inizio dell'erogazione del prestito. Mentre per i detentori di un *mini-bond*, si è tenuti periodicamente a sostenere solo gli interessi sul finanziamento, in modo da evitare ingenti fuoriuscite di denaro nel momento in cui gli investimenti non abbiano ancora generato ritorni di liquidità.

Un altro vantaggio sta nel fatto che questa tipologia di prestiti può essere erogata esclusivamente a medio-lungo termine, in modo da portare maggiore solidità al credito e il possibile miglioramento degli indici di bilancio che misurano la liquidità degli investimenti e l'esigibilità delle fonti di finanziamento.

[16] Rating: giudizio che viene dato da un soggetto esterno per valutare sia titoli obbligazionari, sia il rischio finanziario o d'insolvenza delle imprese.

In conseguenza a tutto questo, l'equilibrio finanziario e patrimoniale potrà portare a una migliore valutazione del merito creditizio, quindi favorire maggiore affidabilità sull'immagine dell'azienda agli occhi del sistema bancario.
Ad ogni modo, anche questo strumento non è privo di rischi e criticità.
Infatti, è necessaria una maggiore trasparenza da parte dell'impresa e in seguito anche gli investitori saranno tenuti a investigare in modo più approfondito sui dati e le varie informazioni presentate. Inoltre, bisogna tener conto anche che a differenza dei prestiti bancari, le tempistiche per il reperimento dei capitali possono essere più lunghe, e si possono riscontrare successivamente anche dei costi aggiunti per quanto riguarda sia l'analisi di fattibilità dell'operazione sia la gestione dell'emissione.

2.2.3 Le cartolarizzazioni

Le cartolarizzazioni consistono in una operazione finanziaria che permette di trasformare strumenti finanziari non trasferibili in trasferibili, ovvero assumendo le caratteristiche di negoziabilità e liquidità.
"Il mercato italiano delle cartolarizzazioni, in seguito allo shock 2007[17] della domanda e dell'offerta, è ora dominato dai *covered bond* perché oltre al flusso di cassa generato dai crediti ceduti e cartolarizzati, il rimborso del capitale è garantito dal patrimonio segregato della banca. I *covered bond* sono inoltre spesso emessi e non collocati, per fare collaterale. Le *mortgage backed securities* invece sono crollate dopo la crisi subprime e non si sono più riprese." (BUFFACCHI, 2017).
Ad oggi, l'Europa ha l'obiettivo di rilanciare il sistema delle cartolarizzazioni, ma apportando alcuni accorgimenti, ovvero cercando da un lato, di rendere più costose le strutture più complesse e difficili da valutare, dall'altro, di promuovere e favorire quei prodotti meno rischiosi, trasparenti, semplici e standardizzati.
A seguito della pandemia Covid-19, le banche dovranno continuare ad erogare prestiti per favorire la ripresa economica ed un ruolo fondamentale sarà affidato alle cartolarizzazioni.
Il 9 Aprile 2021 sono entrati in vigore due nuovi decreti, il 557 e il 558, pubblicati nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea. Grazie a questi, vengono disciplinati adeguatamente gli argomenti di cartolarizzazioni sintetiche di bilancio e le cartolarizzazioni delle esposizioni deteriorate.
Le cartolarizzazioni sintetiche (STS) sono caratterizzate da tre requisiti:

[17] Durante la crisi finanziaria del 2007, "per effetto delle cartolarizzazioni, le banche rientravano in tempi rapidi nella disponibilità del denaro prestato, che potevano riutilizzare per erogare altri mutui a clienti la cui affidabilità veniva valutata in maniera sempre meno accurata." (CONSOB)

- Semplicità, per ciò che concerne la natura della transazione e l'omogeneità degli attivi.
- Trasparenza, per quanto riguarda le informazioni offerte dall'emittente riguardanti gli attivi.
- Standardizzazione, facendo riferimento all'operazione di standardizzazione che deve seguire i criteri dettati nella normativa.

A differenza delle cartolarizzazioni tradizionali, nelle STS non c'è l'effettivo passaggio del credito da parte della società cedente e la successiva eliminazione di questo dal bilancio, ma solo un passaggio del rischio sui crediti.

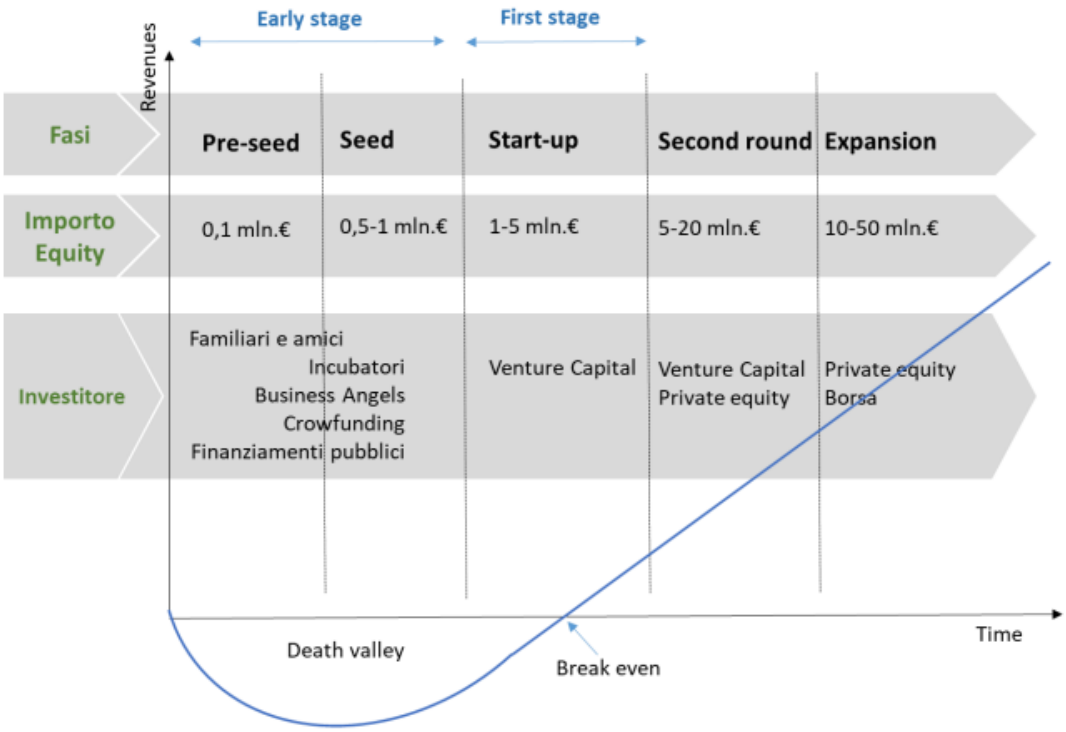
Per le cartolarizzazioni di esposizioni deteriorate (NPE), nel regolamento 558/2021 è previsto un trattamento prudenziale perché si ritiene avranno ampio ruolo nella ripresa dalla crisi pandemica. Per questo motivo si è cercato di adattare il fattore di ponderazione del rischio alle posizioni indirizzate verso le cartolarizzazioni delle esposizioni deteriorate.

3 Analisi empirica

3.1 Il finanziamento delle *start up*

Spesso il finanziamento di una *start up*[18] è legato al suo ciclo di vita e non tutte le nuove idee che vogliono entrare nel mercato riescono a superare i molteplici rischi e costi in cui possono imbattersi. Nella fase della *Early stage,* il livello di probabilità d'insuccesso per l'impresa è notevole e per questo motivo sarà difficile ottenere il classico debito bancario per avviare il progetto.

Tabella 1: Le fasi di finanziamento di una *start-up*



Fonte: www.pmitutoring.it, articolo del 28 novembre 2017

Nella Tabella 1 viene presentata una panoramica delle fasi di una start up e i possibili investitori.

La fase di *Pre-seed* è il momento in cui si inizia ad avere un'idea di progetto. In questo momento non esiste ancora nessuna certezza ed è caratterizzata quindi da un elevatissimo grado di rischio per un finanziatore, per questo motivo i principali aiuti finanziari possono derivare da famigliari o amici.

[18] Nel 2012, il D.L. 179/2012 ha introdotto alcune misure specifiche a sostegno di tale tipologia di impresa per supportarle durante il loro ciclo di vita (nascita, crescita, maturità). Con questo pacchetto, oltre a sviluppare un ecosistema dell'innovazione dinamico e competitivo, creare nuove opportunità per fare impresa e incoraggiare l'occupazione, si vuole promuovere una strategia di crescita sostenibile.

Nella seconda fase, la fase *Seed*, esiste già l'impresa e si inizia a parlare dei primi prototipi. Anche questo passaggio è contrassegnato da un'elevata incertezza e un alto rischio ma in questo caso i principali canali di finanziamento utilizzati sono gli incubatori, i *business angels* ed alcune iniziative pubbliche di cui parleremo meglio in seguito.
Il passaggio successivo è rappresentato dalla fase *Start-up*, ci troviamo nel punto di *Break even*, che ci separa finalmente dalla "Death valley" in cui esiste solamente l'idea o il prototipo del progetto fino ad arrivare alla creazione vera e propria dal prodotto da offrire sul mercato. In questa fase non si vede ancora una risposta definitiva del mercato e i principali investitori in questo caso sono i fondi di Ve*nture capital*.
Arriviamo infine agi ultimi stadi del ciclo di vita della start-up ovvero, il *Second round* e *Expansion,* qui esiste un mercato che risponde positivamente al prodotto offerto dall'impresa ed è necessario considerare per i finanziamenti il fatto che l'impresa in questa fase avrà aumentato anche le sue dimensioni. Nella fase di Second round l'impresa sarà finanziata sia da *Venture capital* sia da fondi *Private equity,* mentre nella fase di espansione potrà essere ancora presente il *Private equity* ma ciò di cui è fondamentale parlare è che si inizierà a pensare alla quotazione in Borsa dove l'impresa potrà assicurarsi degli investitori più adatti.

3.2 I canali di finanziamento delle *start up*

In questo paragrafo verranno analizzate e approfondite alcune delle fonti di finanziamento in termini di capitale di rischio che abbiamo citato precedentemente come, gli incubatori, i *Business Angels*, *Venture capital* e *Private equity*.

- Gli incubatori: grazie ai provvedimenti normativi in materia di crescita introdotti dal Decreto Legge n.179/2012, convertito nella Legge n. 221 del 17 dicembre 2012 (cosiddetto decreto crescita 2.0), anche in Italia il tema degli aiuti alle *start up* è sempre più attuale ed è sempre più importante il ruolo delle imprese giovanili e il ricambio generazionale per lo sviluppo economico del paese. Gli incubatori sono delle organizzazioni che accelerano lo sviluppo di un'impresa e ne favoriscono la nascita. Oltre ad offrire fondi per le nuove imprese, affiancano l'impresa con delle vere e proprie consulenze strategiche, rendendola meno vulnerabile all'interno del mercato. Nella maggior parte dei casi si tratta di un intervento pubblico che ha l'obiettivo di creare occupazione, sviluppare un'area svantaggiata e diffondere l'imprenditorialità.
- *Business Angels*: consistono in degli investitori informali che offrono alle *start up* che considerano promettenti, fondi e conoscenze. Questi intendono investire capitale personale in settori ad alto rischio e rendimento, settori in cui si prospetta un crescente

sviluppo. Solitamente assistono gli imprenditori e forniscono consulenze e linee guida (grazie alla loro grande esperienza nel settore in cui hanno investito) e possono figurare come creditori privilegiati in caso di fallimento della *start up*. Questa figura è disciplinata nella Legge di Bilancio del 2019, e si prevede venga iscritta in un registro tenuto presso la Banca d'Italia. Questa tipologia di finanziamento può avere due approcci, uno finanziario e uno industriale. Nel primo caso si investe capitale di rischio nella società e il *business angel* non viene coinvolto nell'attività d'impresa ma mantiene un ruolo di controllo e supervisione, mentre nel secondo caso, ovvero nell'approccio di tipo industriale, il *business angel* apporta dei veri e propri miglioramenti all'azienda partecipando attivamente alle operazioni oltre a fornire risorse per il business. Inoltre, sempre in questa fase della vita della *start up*,in cui operano incubatori e *business angel*, si può far ricorso anche ai modelli presentati nel paragrafo 2.2.1 del *crowdfunding.*

- *Venture Capital*: A differenza dei *Business angels* prediligono l'investimento in aziende già consolidate che operano in campi molto innovativi e hanno un controllo maggiore sulle operazioni svolte all'interno dell'impresa. Si tratta infatti di un'operazione d'investimento in una società (generalmente non quotata) che lavora tramite l'acquisizione di quote partecipative[19]. L'obiettivo è di accrescere il valore della partecipazione nel medio periodo e di realizzare un guadagno considerevole tramite la liquidazione della stessa. Inoltre, un altro elemento che contraddistingue i *venture capitalist* dagli *angel investor* è che nel primo caso si riesce ad investire fino ad un importo pari a 500.000 milioni di euro mentre nel secondo caso esiste una soglia massima di circa 200.000 milioni di euro. I soggetti che effettuano questo tipo di operazioni raccolgono denaro da privati e da investitori istituzionali come banche o enti previdenziali e li investono diversificando il rischio su un certo numero di startup. La *venture capital* può essere classificata anche come una sottocategoria del *Private equity* di cui tratteremo al punto successivo
- *Private equity:* Quando l'investitore istituzionale entra in una società *high growth* nella fase successiva alla *start up*, ovvero quella dell'espansione, si parla di "*Private equity*"[20]. In genere è un'operazione d'investimento in società non quotate realizzata da operatori professionali tramite la partecipazione al capitale di rischio dell'impresa. Generalmente ha il compito di offrire all'impresa un contributo professionale

[19] I fondi di Venture capital, ad oggi, vengono disciplinati con il Regolamento UE n. 345/2013 del Parlamento e del Consiglio.

[20] Questo si presenta come un fondo gestito da una S. G. R., autorizzata preventivamente dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, con un importo fisso di sottoscrizioni, raggiunto il quale le stesse si chiudono.

derivante dalla realizzazione di un piano di sviluppo, di ristrutturazione o un cambio di proprietà.

3.3 Le principali cause di fallimento delle *start up* e l'andamento italiano

Nel nostro Paese uno dei principali problemi per una start up non è solo la mancanza di capitali per avviare l'impresa, ma quello di trovarsi in una fase di stagnazione dopo la prima fase di crescita che non permette di raggiungere stabilità e solidità. Saranno necessari quindi nuovi capitali per far entrare la start up in una fase di consolidamento.

Tra le principali tesi avanzate per delineare il motivo per il quale una start up non riesca a trovare capitali nella fase di sviluppo è che il sistema delle start up in Italia si trova ancora in uno stadio embrionale, mentre, un'altra motivazione sta nel fatto che non sono presenti mercati intermedi che permettano lo sbocco alla start up e che non incentiva gli investitori più strutturati (come il Private equity) a fornire capitali.

In Italia esiste una sorta di mercato intermedio, chiamato mercato dei "talenti"[21], ma ci sono ancora dei limiti sia dal punto di vista dell'accesso[22] che della mobilità[23].

Tra le altre cause che possono determinare il fallimento di una *start up* possiamo trovare:

-l'esistenza di forti imprese rivali,

-la presenza di un team inadeguato,

-l'utilizzo di prezzi eccessivamente alti,

-l'offerta di un prodotto che non soddisfa i bisogni del mercato o di scarsa qualità

-l'uso di un business model errato

-l'uso di un piano di marketing e di una strategia non efficace

Erroneamente, molti *startupper* spesso pensano che dopo essere riusciti ad assicurarsi abbastanza capitali nella fase iniziale, il resto sia tutto in discesa. Questa idea non è affatto corretta, bisogna saper ben distinguere la capacità di creare una campagna volta a reperire fondi dall'effettiva entrata sul mercato, mantenendo qualità e promesse date agli investitori. In

[21] Il mercato dei talenti mette in corrispondenza persone, opportunità e i ruoli potenziali sulla base di competenze, interessi e preferenze. Inoltre, è in grado di offrire ai dipendenti l'opportunità di apprendere esperienza sul posto di lavoro che dà loro la possibilità di non limitarsi più ad una visione sul singolo compito e a ciò che si deve fare ma gli permette di mettere in pratica quelle che stanno sviluppando ed avere un'ottica orientata verso ciò che si desidera realmente fare. Inoltre, i manager possono sfruttare questo pool di talenti nascosti per trovare nuova forza lavoro.

[22] Dal punto di vista dell'accesso, ad oggi, le figure più ricercate dalle *start up* sono ingegneri nel campo software e web o *digital marketing managers* e *business development manager.*

[23] Dal punto di vista della mobilità, nonostante sia stata prevista dal legislatore la disciplina per il *work for equity*, senza dei soggetti in grado di creare una sorta di coordinamento sarà difficile creare fluidità tra gli attori e far in modo che questi mercati intermedi si sviluppino.

un mercato in continua evoluzione, soprattutto come quello delle *start up* digitali non è detto che se si parte con ingenti somme di denaro il successo sia assicurato.

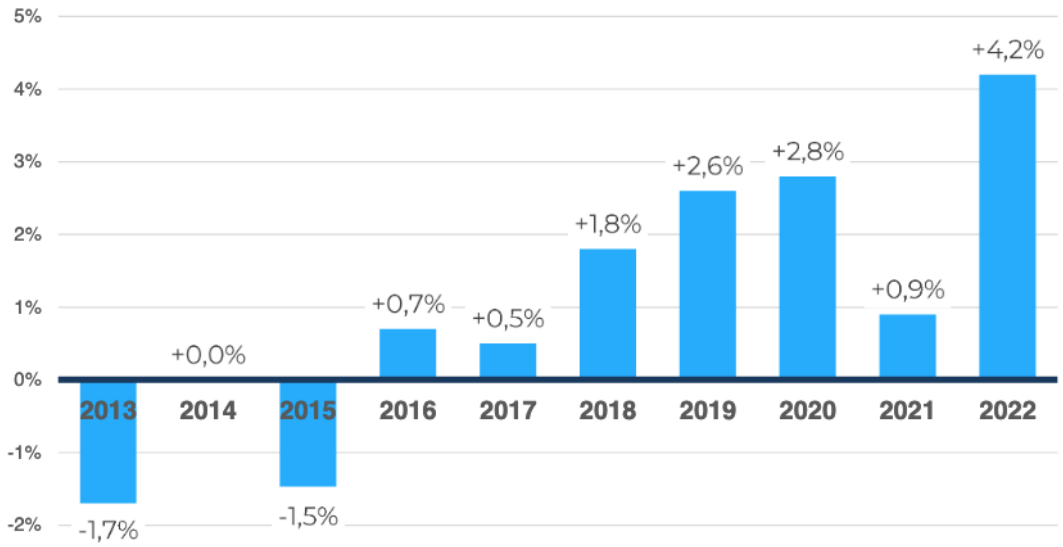
Alla fine del 2021 si è registrato un aumento dei finanziamenti delle *start up* italiane del 118% rispetto all'anno precedente, superando la quota di 1,4 miliardi di euro. A seguito dell'emergenza sanitaria del 2020, ci fu un blocco dei finanziamenti da parte degli attori informali che dal 2021 ha ripreso a crescere toccando una quota di 449 milioni di euro. Questo riavvio degli investimenti dopo la pandemia segna un punto di ripresa per il sistema economico.

L'Italia, nonostante si trovi ancora in una posizione inferiore dal punto di vista dello sviluppo delle *start up* rispetto ad altri paesi europei come Germania, Francia e Spagna, nel 2021 è riuscita a diminuire di molto il gap esistente con gli altri paesi, registrando un aumento degli investimenti per le *start up* di gran lunga più elevato. Come possiamo notare dal grafico sottostante (Tabella 2) gli investimenti italiani nell'innovazione digitale hanno ripreso ad un ritmo sostenuto che nel 2022 aumenta fino al 4% dopo il forte rallentamento subito con la pandemia Covid-19. Le imprese coltivano la necessità di individuare meccanismi che stimolino l'ecosistema esterno di innovazione e oggi l'81% delle aziende italiane adotta azioni di *open innovation*[24].

"I dati emergono dal report realizzato dagli Osservatori *Startup Intelligence* e *Digital Transformation Academy della School of Management* del Politecnico di Milano e dall'Osservatorio *Startup Hi-tech* promosso sempre dalla *School of Management* del Politecnico di Milano in collaborazione con *InnovUp – Italian Innovation & Startup Ecosystem.*" (Corcom, 2021).

[24] *Open innovation:* questa formula prevede che un'azienda possa accede alle innovazioni disponibili sul mercato integrandole al proprio business

Tabella 2: Digitale, budget in crescita nel 2022. Al raddoppio i finanziamenti nelle startup



Fonte: www.corrierecomunicazioni.it, articolo 1 Dicembre 2021.

La regolamentazione italiana riguardo alle startup non è ancora in grado di competere a livello internazionale, il paese ha ancora un forte bisogno di spinte governative che possano aiutarlo. Ad esempio, potrebbero essere utili misure per le quali gli investimenti della fase "seed" vengano operati da attori che non debbano rientrare sotto il controllo da parte della Banca d'Italia, sostenendo costi comparabili a gestori che utilizzano somme decisamente più elevate. Inoltre, potrebbe essere d'aiuto trovare una modalità che permetta di allocare gli investimenti in un modo logico e ragionevole, così da farli concentrare nelle fasi più rischiose in modo da mantenere nel lungo periodo un maggior sostegno. Infine, bisognerebbe prendere in considerazione l'elevata onerosità che può avere l'imprenditore nel caso di un fallimento e cercare di smussare tale problema attraverso dei limiti prefissati.

3.4 Casi di finanziamento delle *start up* ed effetti

In questo paragrafo saranno presentati tre diversi casi di *start up* innovative italiane che sono sorte negli ultimi anni e che stanno procedendo verso una continua e costante crescita. Il primo caso che analizzeremo è quello di l000Farmacie, in seguito quello di Casavo ed infine quello di Yoox. In particolare, saranno analizzate le neo aziende dal punto di vista dei finanziamenti e i loro effetti sulla crescita dell'impresa.

3.4.1 Il caso 1000Farmacie

1000Farmacie è una *start up* nata nel 2020 (derivante da un'idea imprenditoriale sorta nel 2013). Si tratta di una piattaforma online che è riuscita ad unire le più importanti farmacie italiane al fine di offrire agli utenti un servizio di *delivery* dei prodotti farmaceutici in sole poche ore, inserendosi così nel settore *e-pharmacy*. A seguito dell'emergenza Covid, questa *start up* ha l'obiettivo di diventare una piattaforma di *digital health* portando a una forte digitalizzazione dell'intero sistema farmaceutico e di conseguenza di offrire ai clienti un vasto assortimento di prodotti, senza contare la nuova previsione sul fornire teleconsulti e consulenze ai clienti. L'azienda è riuscita ad unire nella piattaforma i più importanti magazzini delle imprese farmaceutiche in modo da rendere possibile al cliente visualizzare i prodotti disponibili all'interno di questi. Non deve sorprendere infatti che dopo la sua grande crescita 1000Farmacie ha annunciato di aver chiuso un round d'investimenti[25] di 15 milioni di dollari. Il finanziamento della *start up,* derivante da un fondo di *venture capital* è stato guidato da P101 SGR e da HBR *Healthcare*[26], inoltre all'amento di capitale hanno partecipato anche il *family office* svizzero Corisol Holding, il Club degli Investitori[27], alcuni membri di IAG[28], le *venture capital 2.0* Liftt e Healthware Ventures ed infine la Esense Ventures[29] che aveva già sostenuto l'impresa della sua fase *seed*. Grazie a loro, l'azienda prospetta una grande crescita e un piano di amplificazione dell'attività rendendo più capillare la partnership con le farmacie locali.

3.4.2 Il caso di Casavo

Casavo è stata fondata da Giorgio Tinacci nel 2017 ed è una piattaforma *proptech*[30] finalizzata all'acquisto diretto di case, utilizzando un modello di business noto con il nome di "*instant buying*" che ha l'obiettivo di rimuovere in primo luogo tutte le complessità che risiedono dietro alla classica compravendita immobiliare al fine di assicurare un servizio veloce, semplice e trasparente.

---

[25] Quando si parla di round di finanziamento di Serie A, B, C, ecc., ci si riferisce ad una raccolta di capitale di rischio che avviene nella fase di crescita (*growth*) di una startup.

[26]HBM: Uno dei più importanti investitori mondiali in ambito dell'innovazione sanitaria, quotato alla Borsa svizzera (ha investito nella fase *early stage* di 1000Farmacie e nel *marketplace* farmaceutico indiano).

[27] Il Club degli Investitori: è un'associazione di cui fanno parte 150 imprenditori, che investono direttamente in quote di partecipazione di startup e di piccole imprese, che dovranno essere innovative e ad elevato potenziale di crescita.

[28] *Italian Angel for Growth*: rappresenta una delle più grandi reti di *business angel* sul territorio nazionale.

[29] Si occupa principalmente di investire su *start up* che hanno come missione principale la trasformazione digitale del sistema sanitario (1000Farmacie aveva già chiuso un round *seed* da 1,7 milioni di dollari nel luglio 2020).

[30] *Proptech*: deriva dalla fusione dei termini "*property*" e "*technology*" e si riferisce a un nuovo modello di business che vede le tecnologie e il digitale applicati al settore immobiliare.

Quest'anno l'azienda ha annunciato la raccolta di circa 400 milioni di euro

"I capitali raccolti sono suddivisi in 100 milioni di euro in un round di finanziamento Serie D. Le ulteriori linee di credito di 300 milioni di euro aumentano a oltre 500 milioni di euro i capitali per scalare l'attività di acquisizione immobiliare per i prossimi anni". (Forbes, 2022)

Il round di finanziamento serie C è stato guidato da Exor seeds, la holding finanziaria della famiglia Agnelli, che investe in *start-up* nella loro fase *early stage*. Tra i nuovi investitori figurano, Neva SGR (Gruppo Intesa Sanpaolo), Endeavor Catalyst, Hambro Perks, Fuse Ventures Partners, oltre a angel investor come Sébastien de Lafond.

"L'insieme degli investitori coinvolti fornisce un mix di competenze strategiche per supportare la crescita futura dell'azienda. Tutti i principali investitori attuali tra cui Greenoaks, Project A Ventures, 360 Capital, P101 SGR, Picus Capital e Bonsai Partners hanno partecipato al round di investimento Serie D". (Forbes, 2022)

L'aumento di capitali permetterà all'azienda di affermarsi maggiormente nel mercato italiano e spagnolo dove è già presente, oltre che ad espandersi anche in nuovi mercati europei.

3.4.3 Il caso di Yoox

La storia di Yoox è importante perché rappresenta un caso raro di *start up* italiana che è riuscita a sopravvivere nel periodo delle Dot-com[31] .

Fondata nel 2000 da Federico Marchetti, Yoox si inserisce nel *e-commerce* dei brand della moda e del design. L'obiettivo dell'imprenditore Marchetti era infatti quello di creare una grande impresa finalizzata alla vendita online di abbigliamento, che ad oggi non pare un'idea così fuori dal comune, ma per quel periodo era considerato un investimento rischioso per i diversi finanziatori. Fortunatamente trovò sostegno da parte del *venture capitalist* Elserino Piol che cedette un finanziamento di 25 milioni di euro, fondando così quella che prese il nome di "Yoox S.p.a". È stata classificata come la prima *start up* unicorno[32] italiana e

nel 2015, è stata annunciata la sua quotazione in borsa, con il nome di "Ynap", in seguito all'importante fusione tra Yoox e Net-A-Porter (di cui rimane Marchetti azionista di maggioranza), entrambe le società erano leader nel commercio online dei prodotti di lusso, e così facendo diedero via a un colosso dell'*internet retail* che registrò un risultato di 1,3 miliardi di euro in ricavi aggregati. Per portare avanti la fusione è stata creata una nuova società, la newco, di diritto italiano che ha ereditato le attività di Net-A-Porter per essere

[31] Periodo in cui si è sviluppata la bolla speculativa delle Dot-com che va dal 1997 agli anni 2000.

[32] Unicorni: In finanza, sono soprannominate in questo modo quelle aziende private che hanno raggiunto una valutazione di mercato di oltre 1 miliardo di dollari.

incorporata poi a Yoox. Infine, nel 2018, il gruppo svizzero Richemont, già azionista di maggioranza, acquista il restante delle azioni ritirando così il titolo dalla Borsa di Milano.

CONCLUSIONI

Questo lavoro ha cercato di rispondere alla domanda "qual è la migliore scelta di finanziamento che un imprenditore possa fare?". A tal fine sono state messe in evidenza le principali modalità da cui si può attingere per reperire risorse finanziarie ed è emerso come non basti chiedersi quale sia il miglior finanziamento da utilizzare, bensì quale sia quello più adatto per ciascuna impresa, tenendo conto dei fattori che possono influenzare tale decisione.

Come emerso dal lavoro svolto, col tempo, si è osservato uno scostamento dalle teorie su cui si basa la letteratura economia a causa del continuo cambiamento del mercato. Un esempio concreto di tale questione si può vedere dal dibattito creato intorno alla teoria di Modigliani-Miller che ipotizzava un mercato perfetto, privo di imposte e di costi in caso di fallimento ma come abbiamo ben visto, tale situazione non può esistere nel mercato reale, caratterizzato da concorrenti e costi da sostenere.

L'obiettivo dell'elaborato era quello di delineare i principali aspetti finanziari di un'azienda ma i risultati potrebbero variare da impresa a impresa se si tiene conto anche dei fattori geografici, politici o psicologici che spesso possono influenzare il comportamento di ogni imprenditore, intaccando le sue decisioni.

È stata posta particolare attenzione sui *business angels*, il *crowdfunding* e le *venture capital* essendo i canali odierni più utilizzati tramite i quali vengono raccolti la maggior parte dei "fondi" necessari all'avvio e alla sopravvivenza di un'impresa.

Inoltre, il presente lavoro ha mostrato come lo Stato italiano riservi per alcune tipologie di imprese delle agevolazioni finanziarie, come ad esempio nel caso di *start up* innovative che in epoca moderna rappresentano un bagaglio di conoscenza e novità che potenzialmente potrebbe rivoluzionare il settore a cui fa riferimento. A causa della debolezza della regolamentazione italiana in merito alle *start up*, si sta cercando di offrire maggiori incentivi tali da permettere in un futuro di apparire sul podio dello scenario globale delle nuove imprese. Nei casi presi sotto esame nell'ultimo capitolo, sono stati nominati tre diversi settori di mercato e sono state delineate le principali fonti di finanziamento utilizzate dai nuovi imprenditori per le diverse fasi delle loro neo aziende, che ad oggi puntano a crescere e migliorare. Come evidenziato dalle tre diverse tipologie di *start up,* il metodo di finanziamento può essere differente da impresa a impresa e trovare finanziatori disposti a buttarsi in campo con un grado di rischio così alto non è semplice. I metodi utilizzati dai diversi imprenditori tengono conto dei bisogni dell'azienda e dei fattori che la influenzano, portando così le tre imprese ad avere un notevole grado di successo nei vari mercati di riferimento.

BIBLIOGRAFIA

AURICCHIO, M., CANTAMESSA, M., COLOMBELLI, A., CULLINO, R., ORAME, A., PAOLUCCI, E., 2014. "Gli incubatori d'impresa in Italia". Disponibile su https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2014-0216/QEF_216.pdf [Data d'accesso 12/08/2022]

BISSELLI, D.,2020. "Nuovo finanziamento per la startup 1000Farmacie". Disponibile su https://www.miopharmablog.it/2020/07/nuovo-finanziamento-per-la-startup-1000farmacie/ [Data d'accesso 12/08/2022]

BUFFACCHI, I.,2017. "In Europa cartolarizzazioni al palo". Disponibile su https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-08-19/in-europa-cartolarizzazioni-palo-081223.shtml [Data d'accesso 8/08/2022]

CORCOM,2021. "Digitale, budget in crescita nel 2022. Al raddoppio i finanziamenti nelle startup". Disponibile su https://www.corrierecomunicazioni.it/digital-economy/digitale-budget-in-crescita-nel-2022-al-raddoppio-i-finanziamenti-nelle-startup/ [Data d'accesso 15/08/2022]

FORBES, 2022. "La proptech Casavo raccoglie 400 milioni di euro per espandersi in nuovi mercati europei". Disponibile su https://forbes.it/2022/07/19/proptech-casavo-raccoglie-400-milioni-di-euro-nuovi-mercati-europa/ [Data d'accesso 15/08/2022]

FORBES, 2022. "Round da $ 15 milioni per 1000Farmacie, la startup italiana che vuole innovare il settore e-pharmacy". Disponibile su https://forbes.it/2022/02/07/1000farmacie-round-da-15-milioni-cosi-innovera-il-settore-e-pharmacy/ [Data d'accesso 13/08/2022]

FORESTIERI, G., 2016. I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio. Disponibile su https://bancaria.it/assets/PDF/2014-06.pdf [Data d'accesso 8/04/2022]

FORZA, C., 2004. L'impresa e le sue "aree funzionali". Introduzione all'azienda e all'organizzazione aziendale pp-119-124. Padova: Edizione Libreria progetto

FREI, C., LANTSCHNER I., 2014. Linee guida finanziamento alle imprese. Disponibile su https://www.handelskammer.bz.it/sites/default/files/uploaded_files/Rappresentanza_interessi/HK_U-Finanzierung_14_IT.pdf [data d'accesso: 16/06/2022]

FREI, U., 2010. Basi, obiettivi e strumenti della gestione finanziaria. Disponibile su https://www.alexandria.unisg.ch/216468/1/Postfinance_ku_Mai10_i_leitartikel.pdf [Data d'accesso 20/06/2022]

GHINI, A.,2007. La cultura dell'indebitamento delle imprese italiane. Disponibile su http://193.204.40.129/index.php/ea/article/view/1315
[Data d'accesso 20/04/2022]

HALTIWANGER, J., HURST, E., MIRANDA, J., SCHOAR, A., 2014. "Measuring Entrepreneurial Businesses: Current Knowledge and Challenges" pp 413-431. Disponibile su https://www.nber.org/system/files/chapters/c13495/c13495.pdf [Data d'accesso 12/08/2022]

IL SOLE 24 ORE. "Startup italiane/ Yoox, un caso da Silicon Valley in Italia". Disponibile su https://st.ilsole24ore.com/art/tecnologie/2015-03-31/yoox-caso-silicon-valley-italia-192423.shtml?uuid=ABtF3SID&nmll=2707 [Data d'accesso 15/08/2022]

JAHANZEB, A., KHAN, S., Ahmadimousaabad, A., 2014. "Trade-Off Theory, Pecking Order Theory and Market Timing Theory: A Comprehensive Review of Capital Structure Theories". International Journal of Management and Commerce Innovations (IJMCI) Vol. 1, Issue 1, pp: (11-18). Disponibile su https://www.researchgate.net/profile/Agha-Jahanzeb/publication/264422625_Trade-Off_Theory_Pecking_Order_Theory_and_Market_Timing_Theory_A_Comprehensive_Review_of_Capital_Structure_Theories/links/53de2a730cf216e4210c4ed1/Trade-Off-Theory-Pecking-Order-Theory-and-Market-Timing-Theory-A-Comprehensive-Review-of-Capital-Structure-Theories.pdf [Data d'accesso 13/07/2022]

MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO. "Startup innovative". Disponibile su https://www.mise.gov.it/index.php/it/impresa/competitivita-e-nuove-imprese/start-up-innovative [Data d'accesso 12/08/2022]

NIGRO, M., 2001. Le fonti di finanziamento degli enti locali italiani. Disponibile su http://www.biblio.liuc.it/liucpap/pdf/97.pdf [Data d'accesso: 29/04/2022]

PAIS, C.,PERETTI, P., SPINELLI, C., 2018. "Crowdfunding: la via collaborativa all'imprenditorialità". Milano: Egea S.p.a. Disponbile su https://books.google.it/books?hl=it&lr=&id=90RGDwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PT5&dq=crowdfunding&ots=buZ3BG1SKc&sig=lQMJGKQwr_H4EUzZeSI1RzNS7PY#v=onepage&q=crowdfunding&f=false [Data d'accesso 5/08/2022]

PHARMACY SCANNER, 2022. "1000Farmacie, nuovi investitori e 15 mln di dollari per sviluppare la rete ed espandere l'home delivery". Disponibile su https://pharmacyscanner.it/1000farmacie-nuovi-investitori-e-15-mln-di-dollari-per-sviluppare-la-rete-ed-espandere-il-servizio-di-consegna [Data d'accesso 13/08/2022]

PMITUTORING, 2017. "Le banche finanziano le start-up innovative? SI. Nel 2017 per loro più finanziamenti bancari che investimenti in capitale di rischio". Disponibile su https://www.pmitutoring.it/application/files/5915/1187/8023/START_UP_28_NOVEMBRE.pdf [Data d'accesso 10/08/2022]

QUARATO, F.,2022. "Farmacie online e digitalizzazione, le sfide dei retailer". Disponibile su https://premoneo.com/2021/11/08/farmacie-online-e-digitalizzazione-le-sfide-dei-retailer/ [Data d'accesso 15/08/2022]

QUINTILANI, A., 2013. Le scelte di finanziamento delle imprese: review della letteratura. Disponibile su https://www.researchgate.net/profile/Andrea-Quintiliani/publication/340444402_Le_scelte_di_finanziamento_dell'impresa_review_della_letteratura/links/5e89c40ca6fdcca789f50892/Le-scelte-di-finanziamento-dellimpresa-review-della-letteratura.pdf [data d'accesso 8/04/2022]

ROMENGHI, G., 2021. "Cartolarizzazioni NPE e STS: nuove regole per favorire i prestiti alle imprese". Disponibile su https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2021/04/23/cartolarizzazioni-npe-sts-nuove-regole-favorire-prestiti-imprese [Data d'accesso 5/08/2022]

SCIARELLI, S.,2004. “La scelta delle fonti di finanziamento” in Fondamenti di economia e gestione delle imprese. Disponibile su https://www.dea.univr.it/documenti/Avviso/all/all950942.pdf [Data d’accesso 20/04/2022]

SIGNORINI, L.F., 2012. Banche e imprese nella crisi. Disponibile su https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2012/signorini-031012.pdf [Data d’accesso 8/04/2022]

SINGEL, P., 2000. “Alla ricerca della struttura finanziaria ideale”. Disponibile su http://www.esperienzedimpresa.it/index.php/espimpresa/article/viewFile/10/76#:~:text=che%20tutte%20le%20imprese%20possano,a%20titolo%20di%20capitale%20di [Data d’accesso 5/07/2022]

TUDOR, E., ANDREI, A. M., BADESCU, A., & GEORGESCU, I.,2014. “Modigliani-Miller Theorem and Its Implications on Romanian Agricultural Policies”. Procedia Economics and Finance, 13, 101–108.Disponibile su https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S221256711400433X?token=32116517AA68DA44EAE4BED2FA9BE48D6B5082E73F1A347BE83A66C8563C5917E1BB54DB1EED45D2381D62683DFAC9DE&originRegion=eu-west-1&originCreation=20220827122036 [Data d’accesso 5/07/2022]

WAN SHAHDILA SHAH, S., NOR FADILAH, B., NARUL WAJHI, A., SHAFINA F., & NURUALIANI JAMLUS R., 2015. “A review of capital structure theories: Trade-off theory, pecking order theory and market timing theory”. Proceeding of the 2nd International Conference on Management and Muamalah 2015 (2nd ICoMM). Disponibile su http://conference.kuis.edu.my/icomm/2nd/download/IC%20019.pdf [Data d’accesso 30/07/2022]