

I Business Angels nell'ecosistema delle startup: dinamiche di investimento e interazioni con altre fonti

Business Angels in the startup ecosystem: investment dynamics and interactions with other funding sources

Vincenzo Capizzi, Università del Piemonte Orientale | Nicola Carta, Elisa Cavezzali, Ugo Rigoni, Università Ca' Foscari di Venezia

Keywords

Entrepreneurial finance, startup, angel investors, venture capital, crowdfunding, business accelerators

Jel codes

G24, G32, M13

Data di ricezione

9 ottobre 2023

Data di accettazione

29 dicembre 2023

Negli ultimi anni, il segmento del settore finanziario dedicato alle imprese di nuova costituzione ha subito una profonda trasformazione, a causa della proliferazione di nuove fonti di finanziamento e dei nuovi modelli di business degli investitori. Questi fattori hanno contribuito a far emergere l'attuale «ecosistema delle startup». All'interno di questa dinamica realtà, i Business Angels sono investitori di fondamentale importanza per il sostegno dell'innovazione e lo sviluppo economico locale. Questo contributo si propone di fornire una visione d'insieme della letteratura che indaga le complesse interazioni tra Ba e gli altri finanziatori dell'ecosistema imprenditoriale, anche grazie ad un'analisi empirica dei percorsi di finanziamento delle imprese italiane supportate da Ba. L'analisi mira a orientare ricercatori e professionisti sulle tendenze emergenti in tema di finanziamento delle startup, così da definire opportunità di ricerca future all'interno della finanza imprenditoriale.

In recent years, the part of the financial system dedicated to startups has gone through significant changes. This transformation has been driven by the rise of new sources of funding and shifts in the strategies of existing investors. These factors have given rise to the current «startup ecosystem». In this evolving landscape, Business Angels have become pivotal investors, playing a crucial role in fostering innovation and local economic growth. This study aims to provide a systemic overview of the literature investigating the dynamics between Bas and other key investors. The narrative is complemented with an empirical analysis of the complex financing paths undertaken by Ba-backed Italian companies, providing researchers and practitioners with insight into the emerging trends in startup financing, thus identifying promising avenues for future research.

I. Introduzione

Nel corso degli ultimi due decenni, la comparsa di nuovi attori e la nascita di fonti di finanziamento alternative per le imprese nelle prime fasi di vita ha radicalmente cambiato l'ecosistema delle startup, intendendo con ciò il panorama degli attori – istituzionali e non – a vario titolo interessati a supportare, non solo finanziariamente, le imprese di nuova o recente costituzione (Bellavitis et al., 2017; Bonini e Capizzi, 2019; Bruton et al., 2015; Fraser et al., 2015; Landström e Mason, 2016). Un elenco non esaustivo di questi nuovi attori comprende incubatori, acceleratori, parchi scientifici e tecnologici, fondi affiliati alle università o alle grandi imprese, gruppi e reti di Business Angels (Ba), e piattaforme di crowdfunding (Cf). Questi cambiamenti sono andati di pari passo con il crescente

interesse verso l'ecosistema delle startup da parte di finanziatori di capitale di debito – come banche, governi e agenzie di sviluppo locale – e con la creazione di fornitori di servizi specializzati sia per gli imprenditori sia per gli investitori, come consulenti aziendali, esperti legali nella difesa dei brevetti, specialisti in risorse umane, facilitatori di mercato, centri di ricerca e organizzazioni della società civile. Il significativo sviluppo evolutivo che ha interessato l'ecosistema delle startup è stato alimentato sia da importanti progressi tecnologici (la cosiddetta «digital revolution») sia dall'evolversi delle condizioni di mercato, nonché dai mutamenti normativi intervenuti a disciplinare il settore delle imprese innovative. Al giorno d'oggi, quindi, il percorso di finanziamento seguito dalle giovani imprese non è più così semplice e univoco come la teoria del ciclo di vita finanziario suggerirebbe (Berger e Udell, 1998), ma segue traiettorie non deterministiche e non lineari, differenti per ciascuna startup, attraverso successivi round di finanziamento che coinvolgono diverse tipologie di investitori (Bessière et al., 2020; Bonini e Capizzi, 2019; Cohen e Wirtz, 2018).

Tra i tanti investitori che compongono l'ecosistema delle startup, l'importanza dei Ba per la crescita e lo sviluppo delle imprese nelle prime fasi di vita è stata ampiamente riconosciuta (Eban, 2022; Oecd, 2011; Us Aca, 2022). I Ba sono persone fisiche, dotate di un patrimonio considerevole, che investono il proprio denaro e le proprie competenze in piccole imprese private, o in progetti imprenditoriali rischiosi, in cambio di una partecipazione di minoranza nel capitale dell'azienda (Bonini e Capizzi, 2019; Mason e Harrison, 2015; Mason, 2006). I Ba non sono semplici investitori: oltre a fornire il capitale necessario alla crescita dell'impresa, contribuiscono alla definizione della strategia, condividono le loro conoscenze industriali ed esperienze manageriali e sostengono l'azienda con la loro rete di relazioni (Politis, 2016, 2008; Hoyos-Iruarrizaga et al., 2017; Macht e Robinson, 2009). Dato il carattere privato degli investimenti effettuati dai Ba, la dimensione effettiva di questo mercato rimane sconosciuta. Le stime disponibili indicano infatti che solo il 10% degli investimenti totali è pubblicamente noto, suggerendo un mercato di dimensioni complessive potenzialmente paragonabile a quello degli investitori istituzionali nel settore del venture capital (cosiddetti «formal investors») (Eban, 2022; Avdeitchikova e Landström, 2016; Oecd, 2011; Wong et al., 2009; Mason, 2006; Gaston, 1989). Grazie al supporto dell'imprenditorialità, i Ba contribuiscono in maniera sostanziale all'innovazione, alla creazione di nuovi posti di lavoro e allo sviluppo economico locale (Kerr et al., 2014; Lerner et al., 2018; Samila e Sorenson, 2011).

La crescente rilevanza del mercato dei Ba, noti come «informal investors», ha favorito il consolidamento di una vasta letteratura accademica sul tema. Gli studiosi hanno indagato il processo di selezione e di screening dei Ba (Carpentier e Suret, 2015; Croce et al., 2017; Maxwell et al., 2011), i loro meccanismi contrattuali e di monitoraggio (Bonini et al., 2018; Ibrahim, 2008; Kelly e Hay, 2003; Lerner et al., 2018), le attività di creazione di valore post-investimento (Kerr et al., 2014; Mason e Harrison, 1996; Politis, 2008) e la performance delle imprese sostenute da Ba (Bonini, Capizzi e Zocchi, 2019; Capizzi, 2015; Mason e Harrison, 2002). Sebbene la nostra comprensione delle caratteristiche, del mercato e del processo di investimento dei Ba sia cresciuta in modo significativo, le dinamiche esistenti tra i Ba e gli altri finanziatori del panorama imprenditoriale rimangono tuttavia ancora piuttosto sconosciute, anche in relazione alla diversa natura dei processi decisionali caratterizzanti investitori informali, da un lato, e investitori istituzionali, dall'altro (Bel-

lavitis et al., 2017; Cumming et al., 2019a; Cumming e Groh, 2018; Cumming e Vismara, 2017; Drover et al., 2017).

Attualmente, i Ba operano all'interno di un panorama competitivo sempre più complesso e diversificato dove si trovano a interagire, collaborare o competere con una moltitudine di nuovi attori. Questo studio si propone quindi di fornire un quadro teorico complessivo della ricerca sulle complesse interazioni tra i Ba e i principali altri finanziatori presenti all'interno dell'odierno ecosistema delle startup, quali venture capitalist (Vc), piattaforme di Cf, e acceleratori, nonché, più di recente, anche banche e intermediari finanziari. Il quadro concettuale sullo stato dell'arte è poi completato da un'analisi empirica dei complessi percorsi di finanziamento intrapresi dalle imprese italiane supportate da Ba. Tramite l'utilizzo di una prospettiva d'insieme, l'analisi empirica mira a individuare le dinamiche reali che si sviluppano all'interno dell'ecosistema imprenditoriale, al fine di proporre interessanti opportunità di ricerca future che si inseriscono all'interno del quadro concettuale delineato. Comprendere le dinamiche esistenti tra i Ba e gli altri finanziatori del panorama imprenditoriale è fondamentale per spiegare il funzionamento dell'odierno ecosistema imprenditoriale e sviluppare delle politiche pubbliche sistemiche che mirino a ridurre le frizioni tra le diverse fonti di capitale.

L'articolo è organizzato come segue. Il paragrafo 2 descrive la figura dei Ba e il loro ruolo all'interno dell'ecosistema delle startup. Il paragrafo 3 delinea le dinamiche esistenti tra i Ba e i principali altri finanziatori presenti all'interno dell'ecosistema imprenditoriale, quali Vc, piattaforme di Cf, acceleratori e banche. Il paragrafo 4 presenta un'analisi del mercato dei Ba in Italia e dei complessi percorsi di finanziamento intrapresi dalle imprese supportate da tali investitori. Infine, il paragrafo 5 conclude con una sintesi dei principali spunti emersi e propone interessanti opportunità di ricerca futura.

2. Il ruolo dei Business Angels e le loro caratteristiche

I Ba, o investitori informali, rappresentano una fonte di finanziamento fondamentale per le piccole imprese e le startup, in quanto colmano il cosiddetto «gap di finanziamento primario» (primary funding gap) che esiste tra la domanda e l'offerta di capitale nelle prime fasi di sviluppo di un'impresa (Bonini et al., 2019b; Duruflé et al., 2018; Hall e Lerner, 2010; Landström e Mason, 2016; Mason e Harrison, 2000). Tutte le nuove imprese si sostengono inizialmente con i fondi personali dei fondatori o tramite gli investimenti di amici e familiari (Berger e Udell, 1998; Bonini e Capizzi, 2019; Mason e Harrison, 2000). Tuttavia, non tutte le startup risultano immediatamente attrattive per gli investitori istituzionali; molte nuove imprese si avvalgono quindi dei finanziamenti forniti dai Ba per crescere e perfezionare il loro modello di business prima di ottenere successivi finanziamenti da parte di Vc (Capizzi et al., 2022; Harrison e Mason, 2000; Hellmann et al., 2021; Hellmann e Thiele, 2015; Madill et al., 2005; Wong et al., 2009). I Ba rispondono infatti a richieste di finanziamento di ammontare compreso tra i 10 e i 500.000 euro, solitamente trascurate dai Vc a causa dei costi relativamente elevati richiesti per la due diligence, la contrattazione e il monitoraggio (Eban, 2022; Mason e Harrison, 2000; Morrissette, 2007). In molti casi, il finanziamento dei Ba

viene strutturato come un prestito che matura interessi nel tempo e, alla scadenza, si converte in una partecipazione del capitale dell'impresa (Chemmanur e Chen, 2014; Wong et al., 2009).

L'evidenza empirica emersa dalla ricerca sui Ba indica che essi investono a livello locale e in tutti i settori di attività (Eban, 2022; Huang et al., 2017). Tendenzialmente investono in imprese giovani ad alta intensità tecnologica che operano in un settore coerente con le loro esperienze e che hanno capacità di crescita importanti. Dati recenti rivelano però che essi effettuano investimenti anche in piccole imprese più mature e con tassi di crescita relativamente moderati (Bonini e Capizzi, 2019; Croce et al., 2021; Kerr et al., 2014). I Ba costituiscono un gruppo molto eterogeneo: al loro interno si possono trovare professionisti come commercialisti e avvocati, manager o imprenditori di successo fino ad arrivare a persone estremamente facoltose (Aeban, 2022; Eban, 2009; Huang et al., 2017). Proprio per la loro vasta eterogeneità, in letteratura sono state proposte numerose classificazioni alternative sulla base delle motivazioni all'investimento, dell'esperienza personale, del numero e dell'ammontare di investimenti effettuati e dell'appartenenza o meno a una rete di angeli (Sørheim e Botelho, 2016; Avdeitchikova, 2008; Erikson, 2007; Lahti, 2011; Sørheim e Landström, 2001; Co-veney e Moore, 1998; Freear et al., 1995; Gaston, 1989).

Per quanto riguarda il processo di investimento, diversi studi hanno evidenziato l'alta selettività delle loro decisioni d'investimento (Capizzi et al., 2022; Block et al., 2019; Croce et al., 2017; Mason et al., 2017). Durante il processo di selezione e valutazione, essi si affidano al loro intuito e danno un gran peso alle caratteristiche personali dei fondatori oltre che al progetto imprenditoriale per sé (Boulton et al., 2019; Carpentier e Suret, 2015; Croce et al., 2017; Harrison e Mason, 2017; Mason e Stark, 2004). Le motivazioni che li spingono all'investimento non sono semplicemente il mero ritorno finanziario, ma parallelamente sono spesso guidati anche da obiettivi sociali come, ad esempio, fare da mentore a giovani imprenditori, contribuire allo sviluppo di un prodotto che apprezzano particolarmente o imparare nuove tecnologie (Aernoudt, 1999; Botelho et al., 2022; Croce et al., 2020; Mason, 2006; Politis, 2016; Wetzel, 1981).

Un'altra caratteristica che contraddistingue le loro operazioni è il metodo che usano per monitorare gli investimenti. Piuttosto che adottare meccanismi di monitoraggio basati sulla stipulazione di complessi contratti di finanziamento per ridurre conflitti di interesse e comportamenti opportunistici da parte dei fondatori, essi preferiscono un monitoraggio informale e non imperniato esclusivamente su clausole contrattuali ma basato sul coinvolgimento diretto nell'impresa tramite visite, interazioni con gli imprenditori e lo sviluppo di un legame di fiducia reciproca (Bonini et al., 2018; Goldfarb et al., 2013; Ibrahim, 2008; Van Osnabrugge, 2000; Wiltbank et al., 2009; Wong et al., 2009). I Ba, inoltre, a differenza dei Vc, non hanno un orizzonte temporale di investimento predefinito e i loro disinvestimenti sono più allineati con le esigenze dell'impresa (Bonini e Capizzi, 2019; Harrison et al., 2020).

Nell'ultimo decennio si è assistito alla nascita e progressiva crescita di organizzazioni o gruppi di Ba (Bonini e Capizzi, 2019; Bonnet et al., 2022; Harrison e Mason, 1999; Mason et al., 2016). Si tratta di associazioni di Ba più o meno formalizzate e strutturate, che svolgono attività collettive di valutazione e investimento in startup. Queste associazioni, nate inizialmente su base geografica o settoriale, si sono differenziate tra loro in termini di dimensioni, regole, struttura interna e servizi

offerti, diventando in alcuni casi dei veri e propri riferimenti nazionali o internazionali¹. L'appartenenza a un gruppo di Ba fornisce quindi diversi vantaggi ai suoi membri (Bonini et al., 2018; Bonnet et al., 2022; Butticè et al., 2021; Cumming e Zhang, 2019; Lerner et al., 2018; Mason et al., 2016; Wallmeroth et al., 2018). In primo luogo, i gruppi di Ba godono di maggiore visibilità rispetto ai singoli Ba, consentendo loro di beneficiare di un maggior numero di opportunità di investimento (deal-flow). Il processo di selezione diviene generalmente più strutturato e permette inoltre di aumentare la qualità degli investimenti effettuati (Croce et al., 2017). I Ba hanno poi la possibilità di effettuare investimenti di dimensione maggiore mettendo in comune le proprie risorse finanziarie, e di diversificare il loro portafoglio ottimizzando il rischio (Bonini et al., 2018). In terzo luogo, condividendo i costi di valutazione, negoziazione e monitoraggio, i costi di ciascun investimento vengono ridotti aumentando l'efficienza complessiva del processo. Infine, un ulteriore vantaggio deriva dagli effetti di condivisione delle informazioni e delle conoscenze che si verificano all'interno della comunità.

3. La relazione tra i Business Angels e gli altri finanziatori dell'odierno ecosistema delle startup

Negli ultimi decenni, il panorama della finanza imprenditoriale ha sperimentato significativi cambiamenti con un considerevole incremento della diversità delle tipologie di investitore presenti (Block et al., 2018; Bonini e Capizzi, 2019; Cumming et al., 2019a; Cumming e Groh, 2018; Cumming e Vismara, 2017). L'accresciuta eterogeneità delle fonti di finanziamento è determinata sia dalla proliferazione di nuove fonti di finanziamento specializzate nel supportare lo sviluppo iniziale di un'impresa – come ad esempio acceleratori, piattaforme di Cf e reti di Ba – sia dal mutamento degli investitori preesistenti, che si sono adattati a soddisfare le mutevoli esigenze di finanziamento degli imprenditori (ad esempio investitori tradizionali come i Vc si sono progressivamente adattati a fornire capitale anche a imprese in uno stadio embrionale o iniziale, mentre i Ba grazie alla creazione di rispettive organizzazioni si sono associati per fornire maggiori quantità di capitale anche nelle fasi successive di sviluppo di un'impresa). Data l'ampia eterogeneità delle fonti di finanziamento esistenti, gli imprenditori possono raccogliere finanziamenti da investitori diversi, contemporaneamente o in momenti diversi. È sorprendente quindi che in letteratura i singoli investitori siano stati studiati prettamente in maniera isolata, trascurando le interazioni con gli altri investitori del panorama imprenditoriale (Bellavitis et al., 2017; Cumming et al., 2019a; Drover et al., 2017).

Nei successivi sottoparagrafi si propone un'analisi esaustiva della letteratura che indaga le interazioni tra i Ba e i principali fornitori di capitale alle imprese nelle prime fasi di vita.

Vc² e Business Angels. La maggior parte degli studi che ha messo a confronto gli investimenti di Vc e Ba è rimasta principalmente di natura descrittiva, senza entrare nel merito della relazione esistente tra queste due tipologie di finanziatori. In particolare, la performance operativa successiva alla quotazione delle imprese supportate da Vc sembra essere migliore rispetto a quella delle imprese supportate da Ba, sebbene vi siano delle variazioni in base alle contingenze istituzionali (Bruton et al., 2009; Johnson e Sohl, 2012). Queste differenze potrebbero essere ricondotte ai differenti criteri

¹ Ad esempio, Italian Business Angel Network (Iban) in Italia, Fédération Nationale des Business Angels (Fnba) in Francia, UK Business Angel Association (Ukbaa) in Uk, Angel Capital Association (Aca) negli Usa, European Business Angels Network (Eban) e Business Angels Europe (Bae) in Europa.

² I Vc sono investitori professionali organizzati secondo un modello di «limited partnership», che apportano capitale di rischio e servizi a valore aggiunto in giovani imprese tecnologiche per finanziarne la crescita (Bonini e Capizzi, 2019; Cumming e Johan, 2014; Da Rin e Hellmann, 2020). Grazie alla loro ampia visibilità, essi rappresentano la fonte di finanziamento più conosciuta e studiata in letteratura. I Vc possiedono enormi capacità di finanziamento e, grazie ai loro servizi a valore aggiunto, sono in grado di trasformare piccole startup in grandi imprese di successo. I Vc non si rivolgono però all'intero universo delle startup, ma solo a quelle altamente innovative, caratterizzate da un elevato potenziale di crescita (e ovviamente da un alto rischio). La maggioranza delle grandi imprese tecnologiche attualmente esistenti sono passate attraverso i finanziamenti di uno o più Vc.

di selezione adottati da Ba e Vc (Goldfarb et al., 2013; Hsu et al., 2014; Johnson e Sohl, 2012; Mason e Stark, 2004). I Vc sembrano inoltre essere più efficaci nel supportare la crescita delle imprese digitali rispetto ai Ba, a causa dell'elevata intensità di capitale caratterizzante tali iniziative imprenditoriali (Cavallo et al., 2019).

Solo recentemente alcuni studi hanno cercato di approfondire il tipo di relazione esistente tra Ba e Vc, senza però giungere a un risultato definitivo. Per questo motivo gli studiosi continuano a mantenere due visioni contrastanti. Da un lato, Ba e Vc sono considerati due attori complementari, ovvero i Ba costituiscono un trampolino di lancio che un'azienda deve superare per ottenere finanziamenti da parte dei Vc. L'evidenza pratica manifesta chiaramente che i Ba dispongono di una capacità di finanziamento limitata e perciò necessitano dei Vc per fornire ulteriore capitale (Chemmanur e Chen, 2014; Croce et al., 2018; Madill et al., 2005; Wong et al., 2009); inoltre, i Vc spesso si affidano alle capacità di screening dei Ba per reperire valide opportunità di investimento (Capizzi et al., 2022; Harrison e Mason, 2000). Gli esempi ben noti di Google e Facebook illustrano con forza questa logica. Dall'altro lato, invece, alcuni studiosi ritengono che Ba e Vc siano due fonti di finanziamento alternative. Ovvero le aziende che ottengono finanziamenti da un tipo di investitore hanno maggiori probabilità di rimanere fedeli a quella tipologia di investitore (Hellmann et al., 2021; Hellmann e Thiele, 2015; Ibrahim, 2013). Questo fenomeno potrebbe essere giustificato sia da caratteristiche intrinseche all'impresa che si prestano meglio a una determinata tipologia di investitore, sia alla pressione esercitata dagli investitori stessi che guidano esplicitamente o implicitamente l'impresa verso un percorso di finanziamento che coinvolge investitori dello stesso tipo. Anche in questo caso non mancano esempi di aziende che hanno seguito questa logica di finanziamento.

Attualmente la maggioranza degli studiosi sembra più propensa a ritenere che la relazione tra Ba e Vc sia di complementarità piuttosto che di sostituzione. Questa considerazione è supportata anche dalle recenti evidenze empiriche che dimostrano come Ba e Vc molto spesso co-investono nello stesso round di investimento (Bonnet e Wirtz, 2012). Il co-investimento permette di fornire capitali più consistenti e implementare azioni complementari di creazione di valore e monitoraggio (Block et al., 2019; Bonini e Capizzi, 2019; Cumming et al., 2019a; Manigart et al., 2006). D'altro canto, quando Ba e Vc agiscono come co-investitori, è possibile che si generino dei conflitti interni nella gestione dell'impresa (Leavitt, 2005). Il problema di agenzia viene infatti amplificato dalla presenza di più investitori e può dare luogo a situazioni in cui le diverse parti agiscono in contrasto tra di loro. Alcuni autori hanno infatti verificato che i coinvestimenti tra Vc e Ba sono spesso associati a uscite meno riuscite rispetto ai singoli investimenti di Vc (Goldfarb et al., 2013; Hellmann et al., 2021). Nonostante queste criticità, i co-investimenti tra Ba e Vc nel corso dell'intera traiettoria di finanziamento delle imprese imprenditoriali sembrano essere sempre più diffusi. La maggior parte degli studi su questo tema, rimane al momento ancora descrittiva nella sostanza, si auspica che per il futuro si possa sviluppare un filone di ricerca volto ad approfondire tale fenomeno.

Cf³ e Business Angels. Solo recentemente, alcuni studi hanno focalizzato la loro attenzione sull'interazione tra le campagne di Cf e i Ba. I ricercatori hanno evidenziato che il successo di una campagna di crowdfunding aumenta la probabilità di ottenere finanziamenti successivi da parte di

³ Il Cf costituisce una delle più recenti e importanti innovazioni all'interno dell'ecosistema delle startup. Si tratta di un canale di finanziamento che consente ai fondatori di imprese a scopo di lucro, artistiche o culturali, di ottenere risorse finanziarie, sfruttando contributi relativamente modesti provenienti da un vasto numero di individui (Mollick, 2014). Esistono diverse tipologie di Cf che si differenziano sulla base della ricompensa offerta agli investitori in cambio del loro supporto finanziario. Al centro di questa forma di finanziamento vi sono delle piattaforme online che permettono l'incontro tra la domanda (richieste di finanziamento) e l'offerta (finanziatori) e forniscono informazioni sui singoli progetti (Bonini e Capizzi, 2019). Il Cf agevola l'ottenimento di capitali da parte di startup e innovatori, mitigando le difficoltà spesso incontrate nella raccolta di fondi necessari all'avvio o crescita della loro attività (Damilano e Rovera, 2018). Allo stesso tempo, democratizza il processo economico di creazione del valore, aprendo al grande pubblico la possibilità di accedere a un segmento dei mercati dei capitali solitamente dominato da investitori professionali (Agrawal et al., 2015; Catalini e Hui, 2018; Cumming et al., 2021; Gafni et al., 2021).

Ba e Vc (Butticè et al., 2020; Colombo e Shafi, 2021; Signori e Vismara, 2018; Thies et al., 2019). Va segnalato inoltre che i Ba analizzano periodicamente i progetti elencati nelle piattaforme di Cf e investono nelle opportunità che ritengono meritevoli (Bessière et al., 2020; Hornuf et al., 2020; Wang et al., 2019). Quando uno o più Ba investono in una campagna di Cf, lanciano un segnale molto forte alla massa di investitori. La presenza di un Ba tra la base di investitori opera come catalizzatore, attirando nuovi investitori, e conseguentemente aumenta la probabilità di successo della campagna stessa (Bessière et al., 2020; Wang et al., 2019). In alcune circostanze invece, è proprio l'ingresso di un Ba all'interno dell'impresa imprenditoriale che spinge l'impresa verso l'utilizzo di una successiva campagna di Cf (Capizzi e Carta, 2022). Un'efficace campagna di Cf, infatti, oltre a garantire l'ottenimento di nuovi fondi, può essere utilizzata per ottenere una rapida visibilità e, come già accennato, attirare successivi investimenti da parte di altri investitori professionali (Butticè et al., 2020; Colombo e Shafi, 2021; Signori e Vismara, 2018; Thies et al., 2019). Coerentemente con queste affermazioni, Ba e Cf sono pertanto ritenuti due fonti di finanziamento complementari tra loro (Kaminski et al., 2019; Stevenson et al., 2019; Wang et al., 2019), ulteriori ricerche sono però necessarie per chiarire e approfondire la complessità delle dinamiche tra questi due fonti di finanziamento.

Acceleratori⁴ e Business Angels. Gli acceleratori possiedono una preziosa rete di contatti e conoscenze, in particolare con Ba, Vc e aziende partner (Cohen, 2013). Recenti evidenze empiriche hanno evidenziato che le regioni in cui sono presenti acceleratori per le startup, attraggono una maggiore quantità di capitale e un numero più elevato di investitori rispetto alle regioni prive di acceleratori (Fehder e Hochberg, 2019; Goswami et al., 2018). Sebbene questo risultato sembri indicare una relazione di complementarità tra acceleratori e Ba, altri autori rilevano che acceleratori e Ba possono essere anche in concorrenza tra loro. Gli acceleratori sembrano infatti fornire alle imprese maggiori opportunità di acquisizione rispetto ai Ba (Winston Smith e Hannigan, 2014). Complessivamente, la ricerca accademica sulle interazioni tra acceleratori e le altre fonti di finanziamento è ancora a uno stadio embrionale, e i pochi studi esistenti rimangono di natura descrittiva a causa della mancanza di database strutturati.

Banche e Business angels. Agli inizi degli anni Duemila, il debito bancario non era considerato un'opzione praticabile per le giovani imprese imprenditoriali (Berger e Udell, 1998; Petersen e Rajan, 1994). Le nuove imprese non dispongono infatti di garanzie collaterali (Schmalz et al., 2017) e di una storia passata di rapporti bancari. Esse sono inoltre caratterizzate da un'accentuata opacità informativa che le rende particolarmente vulnerabili a problemi di selezione avversa e azzardo morale (Stiglitz e Weiss, 1981). Recentemente però, un numero crescente di studi nell'ambito della finanza imprenditoriale ha fornito prove solide sul ruolo svolto dal debito bancario nella sopravvivenza e nella crescita delle startup, sia a livello macro (Backman, 2015; Black e Strahan, 2002; Cetorelli e Strahan, 2006; Kerr e Nanda, 2009; Schmalz et al., 2017), sia a livello micro (Cassar, 2004; Cosh et al., 2009; Deloof e Vanacker, 2018; Hirsch e Walz, 2019; Huyghebaert e Van De Gucht, 2007; Robb e Robinson, 2014; Robinson, 2012).

Le banche possono infatti utilizzare un'ampia gamma di strumenti di finanziamento e adattarli ai rispettivi profili di rischio di ciascuna giovane impresa. Per esempio possono adeguare i tassi di in-

⁴ Gli acceleratori sono organizzazioni che offrono programmi di accelerazione dedicati a velocizzare la crescita delle startup e delle giovani imprese aderenti. Le startup che partecipano ai programmi di accelerazione ricevono indicazioni e feedback da imprenditori affermati ed esperti del settore, oltre ad avere accesso a risorse (ad esempio, uffici, servizi legali e contabili), formazione, networking e finanziamenti (Cohen et al., 2019; Cohen e Hochberg, 2014). Sebbene condividano la stessa finalità degli incubatori, gli acceleratori si differenziano da questi ultimi poiché assistono imprese che hanno già sviluppato un proprio modello di business, offrono programmi più brevi e intensi e spesso richiedono una quota di capitale in cambio dei servizi offerti (Cohen, 2013; Woolley e MacGregor, 2022).

teresse, includere clausole vincolanti o richiedere garanzie in capo all'imprenditore (Avery et al., 1998; Coleman, 2000; Scholtens, 1999). Inoltre, non tutti gli imprenditori sono in grado di attrarre Vc o Ba, e alcuni di loro potrebbero persino preferire l'utilizzo del debito bancario per evitare di diluire la loro quota di proprietà o l'eccessiva intrusione nel management dell'azienda da parte di soggetti esterni. È dunque ragionevole ipotizzare che, allo stato attuale, la teoria del ciclo di vita delle fonti di finanziamento (Berger e Udell, 1998) non sia più del tutto adeguata a descrivere pienamente le reali dinamiche di finanziamento che si osservano nell'ecosistema delle startup.

Negli ultimi 15 anni, molteplici studi hanno investigato l'interazione tra debito bancario e Vc ritenendo che tra i due attori sussista una relazione di complementarità (Block et al., 2017). Banche e Vc adottano infatti differenti criteri di valutazione e meccanismi contrattuali; inoltre possiedono una diversa capacità di apportare valore alle imprese sostenute (Barry e Mihov, 2015; Ueda, 2004). L'interazione tra le banche e i Ba rimane invece ancora piuttosto sconosciuta. Tramite una serie di casi studio, Sørheim (2005) aveva evidenziato come i Ba con focus regionale svolgessero un ruolo chiave nel garantire finanziamenti bancari alle imprese da loro supportate e condizioni contrattuali più favorevoli. I Ba possiedono spesso un legame diretto con i manager delle principali banche presenti nella regione e possono utilizzare la loro reputazione come meccanismo di negoziazione. Alcune recenti analisi empiriche confermano l'effetto positivo sull'accesso ai finanziamenti bancari derivante dall'ingresso di un Ba all'interno del capitale di un'impresa (Capizzi et al., 2023). I Ba, grazie al loro contributo non-monetario a valore aggiunto, migliorano le competenze e le capacità strategiche delle Pmi nello sviluppo di un modello di business profittevole e riducono i rischi percepiti dalle banche. In particolare, sembra che l'esperienza imprenditoriale dei Ba e il loro monitoraggio continuo delle attività di investimento siano le principali guide di un simile fenomeno. In sintesi, le ricerche attuali sembrano indicare che la connessione sia tra Ba e istituti bancari, così come quella tra Vc e istituti bancari, presenti elementi di complementarità. Tuttavia, è innegabile che vi siano ancora ampissimi spazi di indagine per una comprensione approfondita delle dinamiche che regolano le interazioni tra questi due attori dell'ecosistema imprenditoriale.

4. Business Angels in Italia

Quadro normativo. In Italia, la figura del Ba è stata riconosciuta giuridicamente da parte del legislatore solamente con la legge n. 145/2018 (legge di Bilancio), che ha modificato l'art. 1, comma 1 del Testo Unico della Finanza (Tuf)⁵ introducendo la lettera m *undecies*⁶. I Ba sono definiti alla citata disposizione come «investitori a supporto dell'innovazione che hanno investito in maniera diretta o indiretta una somma pari ad almeno euro 40.000 nell'ultimo triennio». È inoltre prevista l'istituzione di un apposito registro presso la Banca d'Italia, volto a identificare tutti i soggetti che operano come Ba sul territorio italiano.

Successivamente la legge n. 34/2020 (decreto Rilancio) ha modificato la legge n. 179/2012 introducendo l'art. 29 *bis* in materia di detrazioni fiscali sugli investimenti in startup innovative. La nuova norma prevede che la persona fisica che abbia investito nel capitale di una startup innovativa, direttamente o per il tramite di organismi collettivi del risparmio che investano prevalentemente in

⁵ D.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998.

⁶ Precedentemente all'entrata in vigore della legge n. 145/2018 non esisteva alcuna previsione legislativa a disciplina della figura del Ba.

⁷ I dd.ll. n. 179/2012 e n. 221/2012 (il cosiddetto «startup Act») definiscono «innovative» le società che rispettano tutti i seguenti requisiti oggettivi e almeno uno dei tre rispettivi requisiti soggettivi. Requisiti oggettivi: i) deve essere una società di capitali; ii) deve essere operativa da meno di cinque anni; iii) deve avere residenza in Italia, o in altro paese europeo, ma con sede produttiva o filiale in Italia; iv) deve avere un valore della produzione annuo inferiore a cinque milioni di euro; v) non deve essere quotata su un mercato regolamentato o in una piattaforma multilaterale di negoziazione; vi) non distribuisce e non ha distribuito utili; vii) deve avere quale oggetto sociale esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico; viii) non deve essere il risultato di fusione, scissione o cessione di d'azienda o ramo d'azienda. Requisiti

startup innovative, avrà la possibilità di detrarre il 50% dell'importo investito dall'imposta sul reddito delle persone fisiche dovuta in sede di dichiarazione dei redditi annuali. Affinché la detrazione sia applicabile, però, l'investimento deve interessare una startup innovativa⁷ e deve essere mantenuto per un periodo di tempo non inferiore a tre anni con divieto assoluto di cessione anche parziale. L'azione del legislatore italiano è quindi indirizzata non solo a promuovere la trasparenza e il controllo delle attività degli investitori, ma soprattutto a stimolare attivamente il loro coinvolgimento nel sostegno allo sviluppo di idee imprenditoriali innovative.

Statistiche sulle interazioni tra Business Angels e altri finanziatori nell'ecosistema imprenditoriale italiano.

Questo sottoparagrafo traccia un quadro rappresentativo degli investimenti dei Ba in Italia e delle interazioni che si verificano tra i Ba e gli altri finanziatori presenti all'interno dell'odierno panorama imprenditoriale italiano. Mantenendo volutamente una prospettiva d'insieme, l'analisi empirica mira a evidenziare le dinamiche reali che si verificano nell'ecosistema delle startup e completare la descrizione dello stato dell'arte della letteratura presentata nel paragrafo 3. L'analisi si propone di offrire ulteriori spunti di riflessione allo scopo di stimolare successive ricerche sulle relazioni esistenti tra fonti di finanziamento diverse nel processo di crescita delle giovani imprese.

All'interno del contesto italiano, l'Italian Business Angels Network (Iban) costituisce l'associazione nazionale di riferimento per investitori privati, gruppi regionali di Ba e club di investitori. L'obiettivo principale dell'associazione è quello di mettere in contatto i Ba, facilitare la condivisione di conoscenze e favorire opportunità di co-investimento. Iban, inoltre, raccoglie dati sulle operazioni e pratiche di investimento dei Ba italiani sin dal lontano 2008, tramite un'indagine annuale rivolta a una popolazione di soggetti ritenuta altamente rappresentativa dell'universo dei Ba.

In particolare, per le successive analisi empiriche si sono utilizzati i dati raccolti da Iban dal 2008 al 2018⁸. Sulla base dei dati Iban, è stato possibile identificare in modo univoco, attraverso il database Aida-Bvd⁹, 348 aziende italiane che hanno ricevuto investimenti da parte di Ba durante questo arco temporale. Per ciascuna di queste imprese sono stati scaricati i dati finanziari e contabili dal 2006 al 2020, quando disponibili.

Successivamente, tramite l'utilizzo del database Crunchbase¹⁰ è stato ricostruito il percorso di finanziamento seguito da ciascuna azienda dalla sua fondazione fino al 31 dicembre 2020. Per ciascuna impresa abbiamo documentato e codificato la partecipazione a programmi di accelerazione, l'utilizzo di campagne di Cf e i finanziamenti ottenuti da parte di Ba e Vc. Per assicurarci l'accurata identificazione di tutti i round di finanziamento ricevuti dalle imprese nel campione, abbiamo infine consultato il database Zephyr-Bvd¹¹ e integrato le informazioni già in nostro possesso.

Come primo passo, è interessante esplorare alcune caratteristiche generali delle imprese italiane sostenute da Ba. Le figure 1, 2 e 3, riportano rispettivamente la distribuzione geografica, settoriale e per età delle società presenti nel nostro campione.

Le imprese sostenute da Ba sono distribuite su tutto il territorio. Si evidenzia però una polarizzazione in alcune regioni caratterizzate da forte vivacità imprenditoriale e da maggiori risorse. La Lombardia è infatti la regione con il numero più elevato di aziende supportate, seguono Lazio, Piemonte ed Emilia-Romagna.

Per quanto riguarda il settore di attività, emerge un'ampia eterogeneità nella composizione del

soggettivi: i) sostiene spese di ricerca e sviluppo pari ad almeno il 15% del maggiore valore tra costo e valore totale della produzione; ii) impiega personale altamente qualificato (almeno 1/3 dottori di ricerca, dottorandi o ricercatori, oppure almeno 2/3 con laurea magistrale); iii) è titolare, depositaria o licenziataria di almeno un brevetto o titolare di un software registrato.

⁸ I dati utilizzati rappresentano la versione più recente del database Iban rilasciata dall'associazione a ricercatori esterni. Iban, prima di rilasciare nuove versioni del database, sottopone i dati raccolti a fasi aggiuntive di revisione e verifica, compresi controlli incrociati con altri database.

⁹ «Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane» (Aida) è un database di proprietà di Bureau Van Dijk (Bvd). Il database contiene informazioni finanziarie e contabili sulle imprese italiane.

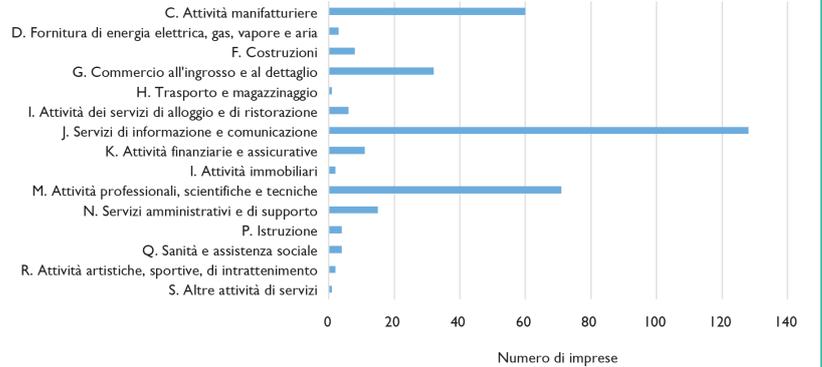
¹⁰ Crunchbase è un database online gestito da TechCrunch che tiene traccia della storia di startup e di aziende private o pubbliche.

Figura 1

Distribuzione geografica delle imprese

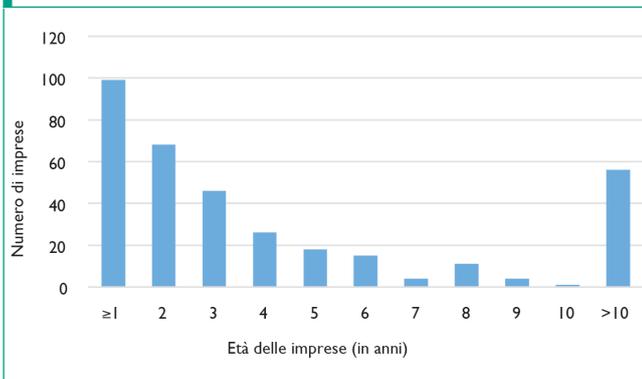
FONTE: IBAN (ANNI VARI)

Figura 2

Distribuzione per settore (Nace Rev. 2) delle imprese

FONTE: IBAN (ANNI VARI)

Figura 3

Distribuzione per età delle imprese nel momento di intervento del Ba

FONTE: IBAN (ANNI VARI)

campione. Il settore predominante è quello delle tecnologie informatiche e dei servizi di comunicazione (Nace Rev. 2 - codice J), dove si concentrano la maggior parte delle imprese innovative e ad alto potenziale di crescita. Tra le entità che hanno ricevuto investimenti da parte di Ba troviamo anche organizzazioni che svolgono attività di ricerca e sviluppo sperimentale (Nace Rev. 2 - codice M), così come aziende in settori maturi e con tassi di crescita moderati come il settore manifatturiero (Nace Rev. 2 - codice C) o il settore del commercio (Nace Rev. 2 - codice G).

Si tratta principalmente di società molto giovani (il 75% del campione ha un'età inferiore ai 6 anni) che devono ancora iniziare a generare ricavi in maniera stabile o che stanno ancora sviluppando il loro modello d'affari. Vi sono tuttavia

anche imprese più mature, seppur in misura limitata, in cui l'ingresso di un Ba può ristrutturare o ottimizzare il progetto aziendale già avviato.

Dopo aver esaminato alcune caratteristiche generali delle aziende italiane sostenute da Ba, è ora interessante esplorare i loro percorsi di finanziamento nel tempo. Questo ci consente di approfondire le dinamiche finanziarie verificatesi durante la crescita di queste imprese e di osservare le interazioni avvenute tra i Ba e gli altri finanziatori presenti all'interno dell'odierno ecosistema imprenditoriale italiano. La figura 4 offre una panoramica complessiva delle traiettorie di finanziamento seguite dalle società nel campione, fornendo una visione sulle loro scelte finanziarie.

In base ai dati, prima di ricevere il supporto di un Ba (tempo $t = -1$), il 18% delle imprese del campione ha partecipato a un programma di accelerazione, si tratta prevalentemente di organizzazioni che operano nel settore delle tecnologie informatiche. Il 2% delle aziende ha invece deciso in autonomia di lanciare una campagna di Cf, mentre l'80% non ha ricevuto nessun finanziamento.

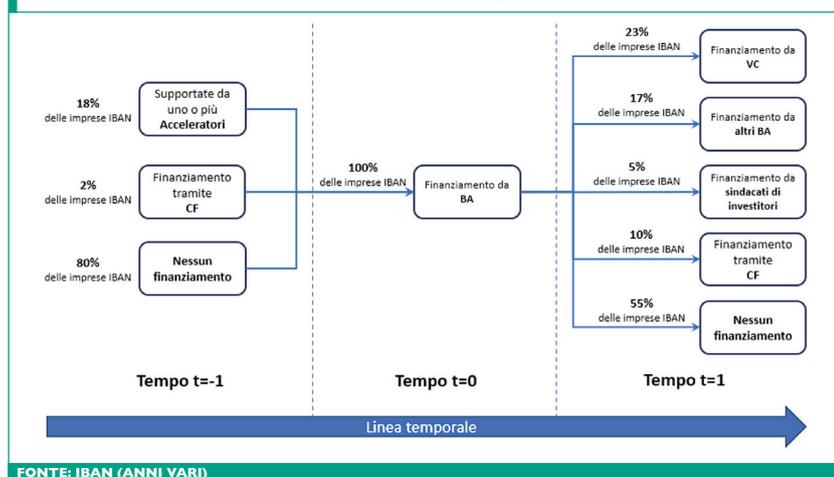
Dopo il supporto da parte di un Ba (tempo $t = +1$): il 23% delle aziende ha ricevuto un finanzia-

Esso contiene informazioni dettagliate sull'attività svolta, sulle persone coinvolte e sui cicli di finanziamento ricevuti da ciascuna impresa. Il database è alimentato dall'insieme di utenti e dalla comunità di aziende partner, di esperti e di collaboratori. Al fine di garantire l'affidabilità delle informazioni, i dati vengono puliti, verificati e aggiornati quotidianamente. I dati di Crunchbase sono stati utilizzati in diversi studi sulla finanza imprenditoriale (Capizzi et al., 2022; Cumming et al., 2019b; Hellmann e Thiele, 2015).

■ Zephyr è un database gestito da Bureau Van Dijk (Bvd) Electronic Publishing contenente informazioni dettagliate su operazioni di M&A, Ipo, private equity e venture capital. Rispetto ad altri database, come ad esempio Thomson VentureXpert, esso ha una copertura migliore delle operazioni che avvengono in Europa.

Figura 4

Traiettorie di finanziamento delle imprese Iban



mento da parte di Vc; il 17% ha ottenuto un successivo finanziamento da parte di altri Ba; il 5% ha beneficiato di finanziamenti congiunti da parte di Ba e Vc; il 10% delle società ha scelto di lanciare una campagna di Cf; mentre il rimanente 55% non ha ricevuto ulteriori finanziamenti. Questi dati mettono in luce l'eterogeneità delle traiettorie di finanziamento seguite dalle startup all'interno dell'ecosistema imprenditoriale italiano e confermano l'esistenza di importanti interazioni tra i Ba e gli altri finanziatori. Queste interazioni offrono alle imprese accesso a ulteriori fondi, opportunità di acquisire nuove competenze ed espandere la

loro rete di contatti, conferendo credibilità e supporto strategico, accelerando la crescita e facilitando partnership strategiche. È quindi essenziale per gli studiosi approfondire ogni singola relazione al fine di comprenderne l'impatto sulla crescita delle startup e ottenere una migliore comprensione del funzionamento dell'attuale ecosistema imprenditoriale.

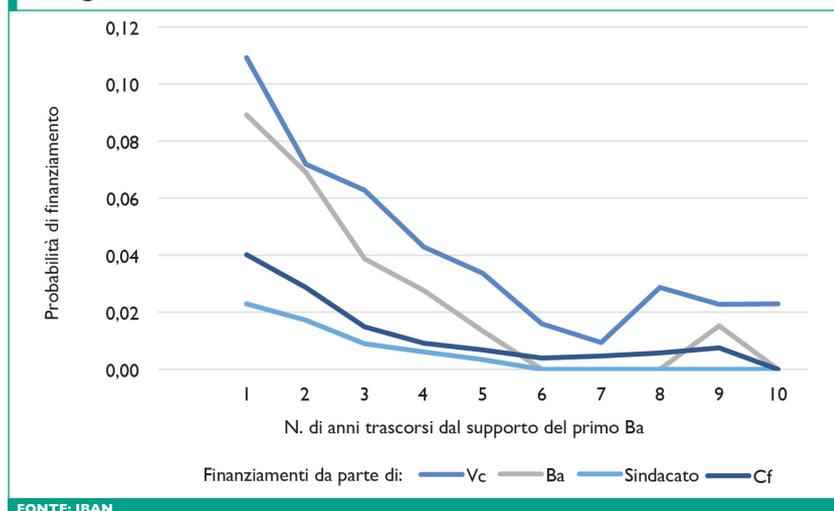
Dopo aver osservato l'importanza delle interazioni tra investitori diversi per la crescita dei progetti imprenditoriali, diventa altrettanto rilevante esplorare l'evoluzione temporale dei finanziamenti ricevuti dopo l'ingresso di un Ba. Basandoci sui round di finanziamento ricevuti dalle aziende nel nostro campione, possiamo calcolare la probabilità che un'impresa riceva ulteriori finanziamenti

negli anni successivi all'ingresso di un Ba¹². La figura 5 riporta questa probabilità nel tempo per tipologia di finanziatore.

Risulta evidente che le società sostenute da Ba presentano la più alta probabilità di ricevere ulteriori finanziamenti nel primo anno successivo all'ingresso del primo Ba, indipendentemente dalla tipologia di finanziatore. La probabilità di un successivo round di finanziamento diminuisce gradualmente con il passare del tempo, con una velocità che varia in base alla tipologia delle diverse fonti di finanziamento. La probabilità che le imprese supportate da un Ba ricevano ulteriori finanziamenti da parte di Vc, altri Ba, o sindacati di investitori decresce rapidamente, mentre la probabilità di ricevere fi-

Figura 5

Probabilità che un'impresa riceva successivi finanziamenti dopo l'ingresso di un Ba



¹² Ad esempio, la probabilità che un'impresa riceva un finanziamento da parte di un Vc (evento E) al tempo t, dove t indica il numero di anni trascorsi dal supporto del primo Ba, è calcolata come: $P(E)_t = (n. imprese che hanno ricevuto finanziamenti da parte di Vc al tempo t) / (n. imprese ancora in vita al tempo t)$.

nanziamenti tramite Cf si mantiene positiva fino al nono anno successivo all'ingresso di un Ba nell'azienda¹³. Questi risultati suggeriscono che l'intervento di un Ba è associato a un rapido sviluppo delle strategie di finanziamento e di crescita dell'impresa.

Le figure 4 e 5 illustrano chiaramente la presenza di frequenti interazioni tra diverse tipologie di finanziatori nel processo di crescita delle giovani imprese imprenditoriali. Nonostante ciò, gli articoli scientifici che si sono focalizzati sul rapporto tra Ba e altri finanziatori (descritti nel paragrafo 3) rappresentano ancora una minoranza significativa rispetto alla proporzione di studi che si è concentrata individualmente su Ba, Vc, Cf o acceleratori.

La constatazione che il percorso di finanziamento di una startup all'interno dell'ecosistema imprenditoriale può seguire traiettorie molto diverse suggerisce di confrontare le caratteristiche delle aziende che hanno seguito traiettorie diverse. La letteratura esistente in gran parte ancora ignora l'eterogeneità delle startup (Bonini e Capizzi, 2019). Le startup, infatti, non hanno tutte lo stesso potenziale di crescita intrinseco e investitori diversi considerano imprese con caratteristiche diverse.

Per mettere in luce eventuali differenze strutturali tra le aziende che hanno seguito percorsi di finanziamento differenti, si è deciso di adottare la tecnica Anova (Analysis of Variance). Questa tecnica si rivela particolarmente appropriata quando si vogliono confrontare simultaneamente le differenze nelle caratteristiche tra diverse categorie di unità statistiche. La tecnica Anova, pur non essendo in grado di fornire inferenze causali, permette di estrarre dalla base dati un quadro d'insieme che fornisce uno spunto per studi futuri che possano approfondire come l'eterogeneità delle startup e dei Ba influenzi il processo di crescita delle giovani aziende.

Le imprese nel campione sono state quindi suddivise in quattro gruppi in base alla diversa traiettoria di finanziamento seguita:

- 1.** imprese che dopo l'ingresso di un Ba non hanno ricevuto successivi finanziamenti;
- 2.** imprese che dopo l'ingresso di un Ba hanno ricevuto finanziamenti solo da parte di altri Ba;
- 3.** imprese che dopo l'ingresso di un Ba hanno ottenuto fondi solamente tramite campagne di Cf;
- 4.** imprese che dopo l'ingresso di un Ba hanno ricevuto successivi finanziamenti da parte di Vc.

Sulla base dei dati a nostra disposizione, abbiamo per prima cosa confrontato le caratteristiche demografiche e finanziarie delle società appartenenti ai diversi gruppi. Le variabili utilizzate rappresentano caratteristiche frequentemente utilizzate dagli investitori per valutare il potenziale di crescita delle società. La tavola 1 riporta i risultati dell'analisi Anova.

I risultati mostrano differenze statisticamente significative tra le aziende che hanno seguito percorsi di finanziamento diversi in relazione a due importanti variabili demografiche: l'età e l'innovatività. Le società che non hanno ricevuto successivi finanziamenti dopo l'ingresso di un Ba presentano un'età media notevolmente più elevata rispetto alle altre categorie. Al contrario, la presenza di imprese innovative¹⁴ risulta significativamente più elevata tra le categorie di aziende che hanno beneficiato di finanziamenti successivi da parte di Vc o hanno avviato campagne di Cf.

Oltre alle caratteristiche demografiche e contabili, altre caratteristiche possono differire tra imprese che hanno seguito traiettorie di finanziamento diverse. Ad esempio, gli stessi Ba, una volta supportata una determinata impresa, potrebbero esercitare un'influenza sul percorso di finanziamento seguito

¹³ La metà delle campagne di equity Cf delle imprese presenti nel nostro dataset è stata avviata successivamente all'approvazione della legge n. 232/2016 e del d.l. n. 50/2017. Questi atti normativi hanno esteso la possibilità di utilizzare l'equity Cf a tutte le piccole e medie imprese, non limitandola più alle sole «startup innovative» (si veda nota 7). Questa è la motivazione per cui la probabilità di ottenere finanziamenti tramite Cf rimane positiva anche dopo 5 anni dall'intervento del Ba.

¹⁴ Si veda nota 7.

Tavola 1

Caratteristiche delle imprese e traiettorie di finanziamento

	(1)		(2)		(3)		(4)		Anova Prob > F
	Imprese che dopo l'ingresso di un Ba non hanno ricevuto successivi finanziamenti		Imprese che dopo l'ingresso di un Ba hanno ricevuto successivi finanziamenti solo da parte di altri Ba		Imprese che dopo l'ingresso di un Ba hanno ricevuto successivi finanziamenti solamente tramite campagne di Cf		Imprese che dopo l'ingresso di un Ba hanno ricevuto successivi finanziamenti da parte di Vc		
	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana	
Età dell'impresa	3,435	2,000	2,893	2,000	2,688	2,500	1,778	2,000	0,0132**
Impresa innovativa	0,152	0,000	0,250	0,000	0,563	1,000	0,556	1,000	0,000***
Ricavi (migliaia di €)	368,314	5,000	50,246	1,297	54,640	10,294	222,850	23,371	0,433
Totale attivo (migliaia di €)	2.428,362	309,180	1.071,224	244,608	1.063,623	241,034	947,761	397,178	0,886
Imm. immateriali/totale attivo	0,290	0,226	0,366	0,236	0,184	0,106	0,252	0,157	0,207

La tavola illustra i risultati dell'analisi Anova sulle caratteristiche delle imprese che hanno adottato diversi percorsi di finanziamento. Le variabili su cui si basa il confronto fanno riferimento all'anno di intervento del primo Ba.

successivamente (Capizzi et al., 2022; Capizzi e Carta, 2022; Cumming e Zhang, 2019; Hellmann et al., 2021). La tavola 2 riporta i risultati dell'analisi Anova quando si considerano le caratteristiche dei Ba che per primi hanno supportato le imprese. Le variabili confrontate rappresentano quelle frequentemente studiate in letteratura per la loro rilevanza sulla performance delle imprese investite (Bonini et al., 2019a, 2018; Capizzi et al., 2022; Croce et al., 2021).

I risultati dell'analisi confermano che i Ba associati a imprese che hanno seguito diverse traiettorie

Tavola 2

Caratteristiche dei Ba e traiettorie di finanziamento

	(1)		(2)		(3)		(4)		Anova Prob > F
	Imprese che dopo l'ingresso di un Ba non hanno ricevuto successivi finanziamenti		Imprese che dopo l'ingresso di un Ba hanno ricevuto successivi finanziamenti solo da parte di altri Ba		Imprese che dopo l'ingresso di un Ba hanno ricevuto successivi finanziamenti solamente tramite campagne di Cf		Imprese che dopo l'ingresso di un Ba hanno ricevuto successivi finanziamenti da parte di Vc		
	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana	
Capitale investito (migliaia di €)	197,716	45,000	154,161	31,500	114,219	54,500	254,488	80,000	0,695
Appartenenza a un angel network	0,466	0,000	0,857	1,000	0,500	0,500	0,531	1,000	0,001***
Esperienza imprenditoriale	0,610	1,000	0,429	0,000	0,375	0,000	0,556	1,000	0,099*
Laurea magistrale	0,596	1,000	0,500	0,500	0,813	1,000	0,679	1,000	0,115
Presenza costante nell'impresa	0,678	1,000	0,481	0,500	0,750	1,000	0,593	1,000	0,129

La tavola illustra i risultati dell'analisi Anova sulle caratteristiche dei Ba in relazione al percorso di finanziamento seguito dalle imprese. Le variabili su cui si basa il confronto fanno riferimento al primo finanziamento angelico ricevuto dall'impresa. In particolare, le caratteristiche «Appartenenza a un angel network», «Esperienza imprenditoriale», «Laurea magistrale», «Presenza costante nell'impresa» sono codificate come variabili binarie che assumono valore 1 quando il Ba presenta quella determinata caratteristica, e 0 altrimenti.

di finanziamento presentano caratteristiche distintive. In particolare, tra le imprese che hanno registrato successivi finanziamenti da parte di Ba e Vc si riscontra una percentuale maggiore di Ba appartenenti a un angel network.

Va inoltre segnalato che il potenziale di crescita delle imprese è spesso determinato da alcune caratteristiche intrinseche nel loro modello di business che non sono facilmente osservabili o misurabili (Bonini e Capizzi, 2019). Infine, a completamento del quadro logico evidenziato dall'analisi empirica, è opportuno sottolineare che anche le caratteristiche degli imprenditori potrebbero differire tra imprese che hanno seguito traiettorie di finanziamento diverse (Bonini e Capizzi, 2019; Cohen e Wirtz, 2018; Colombo e Grilli, 2010, 2005). Non tutti gli imprenditori hanno la volontà o le idonee capacità per far crescere la propria impresa fino a farla diventare un'impresa di grandi dimensioni.

Le tematiche qui illustrate sono state in gran parte trascurate dalla letteratura e futuri studi potrebbero esplorare in dettaglio come le caratteristiche demografiche e contabili, insieme alle caratteristiche degli investitori e dei fondatori, modellano i percorsi di finanziamento seguiti dalle startup (Bessièrè et al., 2020; Mangematin et al., 2003; Murzacheva e Levie, 2020).

5. Conclusioni e opportunità di ricerca futura

Nel corso degli ultimi decenni, l'ecosistema delle startup ha subito una rapida trasformazione, diventando significativamente più complesso e altamente interconnesso. In questo vivace ecosistema, i Ba continuano a svolgere un ruolo cruciale per la crescita e lo sviluppo delle imprese nelle prime fasi di vita. La comprensione delle dinamiche che regolano le interazioni tra Ba e gli altri finanziatori resta tuttavia ancora piuttosto limitata (Bellavitis et al., 2017; Bonini e Capizzi, 2019; Cumming et al., 2019a). Ovvero, gli studiosi, hanno generalmente indagato le diverse fonti di finanziamento in modo separato, costruendo database focalizzati sull'unica fonte di finanziamento oggetto di studio. L'articolo ha fornito il quadro teorico complessivo della ricerca sui rapporti tra i Ba e i principali altri finanziatori presenti all'interno dell'ecosistema delle startup, sistematizzando la letteratura esistente. L'analisi empirica, coerentemente con l'obiettivo dell'articolo, ha confermato la complessità e l'eterogeneità delle traiettorie di finanziamento seguite dalle startup italiane, evidenziando alcune tendenze emergenti in tema di raccolta di capitali e crescita delle stesse. I principali spunti emersi indicano che il supporto di un Ba, grazie al valore aggiunto non solo finanziario delle sue contribuzioni, è associato a un rapido sviluppo delle strategie di finanziamento e crescita delle imprese. Le società sostenute da Ba presentano infatti la più alta probabilità di ricevere ulteriori finanziamenti l'anno successivo, indipendentemente dalla tipologia di finanziatore. I risultati empirici evidenziano inoltre che le aziende che hanno seguito traiettorie di finanziamento diverse successivamente all'ingresso di un Ba presentano delle caratteristiche distintive. In modo analogo, le caratteristiche dei Ba differiscono tra le imprese che hanno seguito traiettorie diverse.

Le tematiche esaminate, sia nella sistematizzazione della letteratura sia nell'analisi empirica, sono terreno fertile per stimolare futuri studi che possano approfondire i rapporti tra i Ba e gli altri finanziatori. In particolare, ulteriori studi sono necessari per chiarire definitivamente il tipo di rela-

zione esistente tra Ba e Vc, nonché comprendere come tale relazione sia eventualmente influenzata da fattori istituzionali o caratteristiche intrinseche di entrambi questi attori. Gli investimenti congiunti di Ba e Vc costituiscono un'altra promettente importante area di ricerca ancora poco esplorata da parte degli studiosi. In secondo luogo, riguardo la relazione tra Ba e Cf, ulteriori studi sono necessari per comprendere se la performance delle startup supportate dai Ba attraverso una piattaforma di Cf sia equiparabile alla performance delle imprese che ottengono finanziamento tramite i canali tradizionali. Future ricerche potrebbero inoltre esplorare l'effetto dei co-investimenti all'interno delle piattaforme di Cf, nonché approfondire le motivazioni che spingono le imprese supportate da Ba a fare ricorso al Cf. In terzo luogo, è importante approfondire la connessione esistente tra acceleratori e Ba, visto che il tema resta in gran parte ancora inesplorato. In quarto luogo, ulteriori studi sono necessari per comprendere le dinamiche esistenti tra Ba e banche, futuri studi potrebbero verificare se la loro relazione è influenzata da fattori istituzionali o indagare se la loro relazione è influenzata dall'eterogeneità delle organizzazioni di Ba (reti, gruppi, club, sindacati). Infine, la letteratura esistente in gran parte ancora ignora l'eterogeneità delle startup; diviene pertanto essenziale approfondire come la traiettoria di finanziamento seguita dalle imprese sia plasmata dalle loro caratteristiche intrinseche e dalle specifiche caratteristiche e strategie adottate dagli investitori che supportano l'impresa. Complessivamente, le opportunità di ricerca sul fronte delle interazioni tra Ba e gli altri investitori dell'ecosistema delle startup restano ampie. Allo stesso tempo, numerose sfide attendono i ricercatori, come la necessità di raccogliere e integrare grandi volumi di dati provenienti da diverse fonti.

Nel complesso, l'articolo fa emergere alcune importanti implicazioni per imprenditori e investitori. Imprenditori e innovatori alla ricerca di capitale dovrebbero considerare i notevoli vantaggi derivanti dal supporto di un Ba. Grazie alle loro competenze e alla loro rete di connessioni, i Ba possono procurare tempestivamente all'impresa ulteriori opportunità di finanziamento, consentendole di ottenere capitali con tempistiche ideali per una rapida crescita. Gli imprenditori devono essere inoltre consapevoli che i Ba sono un gruppo molto eterogeneo e che alcune caratteristiche distintive possono avere un impatto notevole sulla successiva traiettoria di finanziamento dell'impresa. In particolare, l'appartenenza a un angel network sembra essere un indicatore importante della capacità di reperire ulteriori capitali. Dall'altro lato, i Ba dovrebbero invece riconoscere l'importanza di coltivare la loro rete di relazioni con altri investitori dell'ecosistema imprenditoriale, attraverso la partecipazione a eventi e l'iscrizione a reti di investitori.

Bibliografia

- Aeban** (2022), *Business Angels Report. Investment in Start-Ups: Activity and Trends*.
- Aernoudt R.** (1999), «Business Angels: Should They Fly on Their Own Wings?», in *Ventur. Cap. An Int. J. Entrep. Financ.*, 1, pp. 187-195, <https://doi.org/10.1080/136910699295965>.
- Agrawal A., Catalini C., Goldfarb A.** (2015), «Crowdfunding: Geography, Social Networks, and the Timing of Investment Decisions», in *J. Econ. Manag. Strateg.*, 24, pp. 253-274, <https://doi.org/10.1111/jems.12093>.
- Avdeitchikova S.** (2008), «On the Structure of the Informal Venture Capital Market in Sweden: Developing Investment Roles», in *Ventur. Cap.*, pp. 10, 55-85, <https://doi.org/10.1080/13691060701605504>.
- Avdeitchikova S., Landström H.** (2016), «The Economic Significance of Business Angels: Toward Comparable Indicators», in H. Landström, M. Colin (eds.), *Handbook of Research on Business Angels*, Edward Elgar Publishing, pp. 53-75,

<https://doi.org/10.4337/9781783471720.00008>.

- Avery R.B., Bostic R.W., Samolyk K.A.** (1998), «The Role of Personal Wealth in Small Business Finance», in *J. Bank. Financ.*, 22, pp. 1019-1061, [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00016-8](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00016-8).
- Backman M.** (2015), «Banks and New Firm Formation», in *J. Small Bus. Enterp. Dev.*, 22, pp. 734-761, <https://doi.org/10.1108/JSBED-03-2013-0035>.
- Barry C.B., Mihov V.T.** (2015), «Debt Financing, Venture Capital, and the Performance of Initial Public Offerings», in *J. Bank. Financ.*, 58, pp. 144-165, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.04.001>.
- Bellavitis C., Filatotchev I., Kamuriwo D.S., Vanacker T.** (2017), «Entrepreneurial Finance: New Frontiers of Research and Practice: Editorial for the Special Issue Embracing Entrepreneurial Funding Innovations», in *Ventur. Cap. An Int. J. Entrep. Financ.*, 19, pp. 1-16, <https://doi.org/10.1080/13691066.2016.1259733>.
- 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», in *J. Bank. Financ.*, 22, pp. 613-673, [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00038-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00038-7).
- Bessièrè V., Stéphany E., Wirtz P.** (2020), «Crowdfunding, Business Angels, and Venture Capital: An Exploratory Study of the Concept of the Funding Trajectory», in *Ventur. Cap. An Int. J. Entrep. Financ.*, 22, pp. 135-160, <https://doi.org/10.1080/13691066.2019.1599188>.
- Black S.E., Strahan P.E.** (2002), «Entrepreneurship and Bank Credit Availability», in *J. Finance*, 57, pp. 2807-2833, <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00513>.
- Block J., Fisch C., Vismara S., Andres R.** (2019), «Private Equity Investment Criteria: An Experimental Conjoint Analysis of Venture Capital, Business Angels, and Family Offices», in *J. Corp. Financ.*, 58, pp. 329-352, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.05.009>.
- Block J.H., Colombo M.G., Cumming D.J., Vismara S.** (2018), «New Players in Entrepreneurial Finance and Why They Are There», in *Small Bus. Econ.*, 50, pp. 239-250, <https://doi.org/10.1007/s1187-016-9826-6>.
- Block J.H., Cumming D.J., Vismara S.** (2017), «International Perspectives on Venture Capital and Bank Finance for Entrepreneurial Firms», in *J. Ind. Bus. Econ.*, 44, pp. 3-22, <https://doi.org/10.1007/s40812-017-0069-6>.
- Bonini S., Capizzi V.** (2019), «The Role of Venture Capital in the Emerging Entrepreneurial Finance Ecosystem: Future Threats and Opportunities», in *Ventur. Cap.*, 21, pp. 137-175, <https://doi.org/10.1080/13691066.2019.1608697>.
- Bonini S., Capizzi V., Valletta M., Zocchi P.** (2018), «Angel Network Affiliation and Business Angels' Investment Practices», in *J. Corp. Financ.*, 50, pp. 592-608, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.029>.
- Bonini S., Capizzi V., Zocchi P.** (2019a), «The Performance of Angel-Backed Companies», in *J. Bank. Financ.*, 100, pp. 328-345, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.12.006>.
- (2019b), «The Role of Angel Syndicates on the Demand and Supply of Informal Venture Capital», in *New Front. Entrep. Financ. Res.*, pp. 13-49, https://doi.org/10.1142/9789811202766_0002.
- 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», in *J. Corp. Financ.*, 77, 101944, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101944>.
- Bonnet C., Wirtz P.** (2012), «Raising Capital for Rapid Growth in Young Technology Ventures: When Business Angels and Venture Capitalists Coinvest», in *Ventur. Cap. An Int. J. Entrep. Financ.*, 14, pp. 91-110, <https://doi.org/10.1080/13691066.2012.654603>.
- Botelho T., Mason C., Chalvatzis K.** (2022), «50 Shades of Green - Angel Investing in Green Businesses», in *IEEE Trans. Eng. Manag.*, pp. 1-13, <https://doi.org/10.1109/tem.2022.3167282>.
- Boulton T.J., Shohfi T.D., Zhu P.** (2019), «Angels or Sharks? The Role of Personal Characteristics in Angel Investment Decisions», in *J. Small Bus. Manag.*, 57, pp. 1280-1303, <https://doi.org/10.1111/jsbm.12409>.
- Bruton G., Khavul S., Siegel D., Wright M.** (2015), «New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding, and Peer-to-Peer Innovations», in *Entrep. Theory Pract.*, 39, pp. 9-26, <https://doi.org/10.1111/etap.12143>.
- Bruton G.D., Filatotchev I., Chahine S., Wright M.** (2009), «Governance, Ownership Structure, and Performance of Ipo Firms: The Impact of Different Types of Private Equity Investors and Institutional Environments», in *Strateg. Manag. J.*, 920, n/a-n/a, <https://doi.org/10.1002/smj.822>.
- Butticè V., Croce A., Ughetto E.** (2021), «Network Dynamics in Business Angel Group Investment Decisions», in *J. Corp. Financ.*, 66, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101812>.
- Butticè V., Di Pietro F., Tenca F.** (2020), «Is Equity Crowdfunding Always Good? Deal Structure and the Attraction of

- Venture Capital Investors», in *J. Corp. Financ.*, 65, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101773>.
- Capizzi V.** (2015), «The Returns of Business Angel Investments and Their Major Determinants», in *Ventur. Cap. An Int. J. Entrep. Financ.*, 17, pp. 271-298, <https://doi.org/10.1080/13691066.2015.1092264>.
- Capizzi V., Carta N.** (2022), *When Angel-Backed Companies Turn to Crowdfunding: Evidence from Firm Characteristics and Business Angels' Investment Practices*, Proceedings of the International Conference on Crowdfunding Research, Crowdfunding Research Center, University of Agder School of Business and Law, Oslo.
- Capizzi V., Carta N., Cavezzali E., Rigoni U.** (2023), «Entrepreneurial Firms and Bank Financing: Do Business Angels Play a Role?», in *Ssrn Electron. J.*, <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4583068>.
- Capizzi V., Croce A., Tenca F.** (2022), «Do Business Angels' Investments Make It Easier to Raise Follow-up on Venture Capital Financing? An Analysis of the Relevance of Business Angels' Investment Practices», in *Br. J. Manag.*, 33, pp. 306-326, <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12526>.
- Carpentier C., Suret J.-M.** (2015), «Angel Group Members' Decision Process and Rejection Criteria: A Longitudinal Analysis», in *J. Bus. Ventur.*, 30, pp. 808-821, <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2015.04.002>.
- Cassar G.** (2004), «The Financing of Business Start-Ups», in *J. Bus. Ventur.*, 19, pp. 261-283, [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(03\)00029-6](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(03)00029-6).
- Catalini C., Hui X.** (2018), *Online Syndicates and Startup Investment*, Cambridge, Ma, <https://doi.org/10.3386/w24777>.
- Cavallo A., Ghezzi A., Dell'Era C., Pellizzoni E.** (2019), «Fostering Digital Entrepreneurship from Startup to Scaleup: The Role of Venture Capital Funds and Angel Groups», in *Technol. Forecast. Soc. Change*, 145, pp. 24-35, <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2019.04.022>.
- Cetorelli N., Strahan P.E.** (2006), «Finance as a Barrier to Entry: Bank Competition and Industry Structure in Local U.S. Markets», in *J. Finance*, 61, pp. 437-461, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00841.x>.
- Chemmanur T.J., Chen Z.** (2014), «Venture Capitalists Versus Angels: The Dynamics of Private Firm Financing Contracts», in *Rev. Corp. Financ. Stud.*, 3, pp. 39-86, <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfu009>.
- Cohen L., Wirtz P.** (2018), «Characteristics of Entrepreneurs, Entrepreneurial Finance, and Growth Paths», in *Ssrn Electron. J.*, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3151908>.
- Cohen S.** (2013), «What Do Accelerators Do? Insights from Incubators and Angels», in *Innov. Technol. Governance*, Glob. 8, pp. 19-25, https://doi.org/10.1162/INOV_a_00184.
- Cohen S., Fehder D.C., Hochberg Y.V., Murray F.** (2019), «The Design of Startup Accelerators», in *Res. Policy*, 48, pp. 1781-1797, <https://doi.org/10.1016/j.respol.2019.04.003>.
- Cohen S., Hochberg Y.V.** (2014), «Accelerating Startups: The Seed Accelerator Phenomenon», in *Ssrn Electron. J.*, pp. 1-16, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2418000>.
- Coleman S.** (2000), «Access to Capital and Terms of Credit: A Comparison of Men- and Women-Owned Small Businesses», in *J. Small Bus. Manag.*, 38, pp. 37-52.
- Colombo M.G., Grilli L.** (2010), «On Growth Drivers of High-Tech Start-Ups: Exploring the Role of Founders' Human Capital and Venture Capital», in *J. Bus. Ventur.*, 25, pp. 610-626, <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2009.01.005>.
- Colombo M.G., Grilli L.** (2005), «Founders' Human Capital and the Growth of New Technology-Based Firms: A Competence-Based View», in *Res. Policy*, 34, pp. 795-816, <https://doi.org/10.1016/j.respol.2005.03.010>.
- Colombo M.G., Shafi K.** (2021), «Receiving External Equity Following Successfully Crowdfunded Technological Projects: An Informational Mechanism», in *Small Bus. Econ.*, 56, pp. 1507-1529, <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00259-1>.
- Cosh A., Cumming D., Hughes A.** (2009), «Outside Entrepreneurial Capital», in *Econ. J.*, 119, pp. 1494-1533, <https://doi.org/https://www.jstor.org/stable/40271400?seq=1>.
- Coveney P., Moore K.** (1998), *Business Angels: Securing Start Up Finance*, John Wiley.
- Croce A., Guerini M., Ughetto E.** (2018), «Angel Financing and the Performance of High-Tech Start-Ups», in *J. Small Bus. Manag.*, 56, pp. 208-228, <https://doi.org/10.1111/jsbm.12250>.
- Croce A., Tenca F., Ughetto E.** (2017), «How Business Angel Groups Work: Rejection Criteria in Investment Evaluation», in *Int. Small Bus. J. Res. Entrep.*, 35, pp. 405-426, <https://doi.org/10.1177/0266242615622675>.
- Croce A., Ughetto E., Bonini S., Capizzi V.** (2021), «Gazelles, Ponies, and the Impact of Business Angels' Characteristics on Firm Growth», in *J. Small Bus. Manag.*, 59, pp. 223-248, <https://doi.org/10.1080/00472778.2020.1844489>.
- Croce A., Ughetto E., Cowling M.** (2020), «Investment Motivations and Uk Business Angels' Appetite for Risk Taking:

- The Moderating Role of Experience», in *Br. J. Manag.*, 31, pp. 728-751, <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12380>.
- Cumming D., Deloof M., Manigart S., Wright M.** (2019a), «New Directions in Entrepreneurial Finance», in *J. Bank. Financ.*, 100, pp. 252-260, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.02.008>.
- Cumming D., Groh A.P.** (2018), «Entrepreneurial Finance: Unifying Themes and Future Directions», in *J. Corp. Financ.*, 50, pp. 538-555, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.01.011>.
- Cumming D., Meoli M., Vismara S.** (2021), «Does Equity Crowdfunding Democratize Entrepreneurial Finance?», in *Small Bus. Econ.*, 56, pp. 533-552, <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00188-z>.
- (2019b), «Investors' Choices Between Cash and Voting Rights: Evidence from Dual-Class Equity Crowdfunding», in *Res. Policy*, 48, 103740, <https://doi.org/10.1016/j.respol.2019.01.014>.
- Cumming D., Zhang M.** (2019), «Angel Investors Around the World», in *J. Int. Bus. Stud.*, 50, pp. 692-719, <https://doi.org/10.1057/s41267-018-0178-0>.
- Cumming D.J., Johan S.A.** (2014), *Venture Capital and Private Equity Contracting*, Second Edition, Elsevier, Elsevier, <https://doi.org/10.1016/C2012-0-06081-4>.
- Cumming D.J., Vismara S.** (2017), «De-Segmenting Research in Entrepreneurial Finance», in *Ventur. Cap. An Int. J. Entrep. Financ.*, 19, pp. 17-27, <https://doi.org/10.1080/13691066.2016.1225910>.
- Da Rin M., Hellmann T.** (2020), *Fundamental of Entrepreneurial Finance*.
- Damilano M., Rovera C.** (2018), «The Crowdfunding: A New Financial Instrument for the Start-Ups?», in *Int. J. Bus. Manag.*, 13, 199, <https://doi.org/10.5539/ijbm.v13n11p199>.
- Deloof M., Vanacker T.** (2018), «The Recent Financial Crisis, Startup Financing and Survival», in *J. Bus. Financ. Account.*, 45, pp. 928-951, <https://doi.org/10.1111/jbfa.12319>.
- Drover W., Busenitz L., Matusik S., Townsend D., Anglin A., Dushnitsky G.** (2017), «A Review and Road Map of Entrepreneurial Equity Financing Research: Venture Capital, Corporate Venture Capital, Angel Investment, Crowdfunding, and Accelerators», in *J. Manage.*, 43, pp. 1820-1853, <https://doi.org/10.1177/0149206317690584>.
- Durufé G., Hellmann T., Wilson K.** (2018), *From Startup to Scale-Up: Examining Public Policies for the Financing of High-Growth Ventures, Finance and Investment: The European Case*, Oxford University Press, <https://doi.org/10.1093/osol/9780198815815.003.0011>.
- Eban** (2022), *Eban Statistics Compendium 2022*.
- (2009), *Introduction to Business Angels and Business Angels Network Activities in Europe*.
- Erikson T.** (2007), «Discriminating “Schumpeterian” from “Austrian” Informal Investors - An Empirical Assessment», in *J. Int. Entrep.*, 5, pp. 1-10, <https://doi.org/10.1007/s10843-007-0005-3>.
- Fehder D.C., Hochberg Y. V.** (2019), *Spillover Effects of Startup Accelerator Programs: Evidence from Venture-Backed Startup Activity*.
- Fraser S., Bhaumik S.K., Wright M.** (2015), «What Do We Know About Entrepreneurial Finance and Its Relationship with Growth?», in *Int. Small Bus. J. Res. Entrep.*, 33, pp. 70-88, <https://doi.org/10.1177/0266242614547827>.
- Freear J., Sohlf J.E., Wetzel W.E.** (1995), «Angels: Personal investors in the Venture Capital Market», in *Entrep. Reg. Dev.*, 7, pp. 85-94, <https://doi.org/10.1080/08985629500000005>.
- Gafni H., Marom D., Robb A., Sade O.** (2021), «Gender Dynamics in Crowdfunding (Kickstarter): Evidence on Entrepreneurs, Backers, and Taste-Based Discrimination», in *Rev. Financ.*, 25, pp. 235-274, <https://doi.org/10.1093/rof/rfaa041>.
- Gaston R.J.** (1989), «The Scale of Informal Capital Markets», in *Small Bus. Econ.*, 1, pp. 223-230, <https://doi.org/10.1007/BF00401859>.
- Goldfarb B., Triantis A., Hoberg G., Kirsch D.** (2013), *Are Angels Different? An Analysis of Early Venture Financing*, Robert H. Smith Sch. Res. Pap. Rhs 06-072.
- Goswami K., Mitchell J.R., Bhagavatula S.** (2018), «Accelerator Expertise: Understanding the Intermediary Role of Accelerators in the Development of the Bangalore Entrepreneurial Ecosystem», in *Strateg. Entrep. J.*, 12, pp. 117-150, <https://doi.org/10.1002/sej.1281>.
- Hall B.H., Lerner J.** (2010), «The Financing of R&D and Innovation», in *Handbook of the Economics of Innovation*, Elsevier B.V., pp. 609-639, [https://doi.org/10.1016/S0169-7218\(10\)01014-2](https://doi.org/10.1016/S0169-7218(10)01014-2).
- Harrison R., Mason C.** (2017), «Backing the Horse or the Jockey? Due Diligence, Agency Costs, Information and the Evaluation of Risk By Business Angel Investors», in *Int. Rev. Entrep.*, 15, pp. 269-290.
- Harrison R.T., Bock A.J., Gregson G.** (2020), «Stairway to Heaven? Rethinking Angel Investment Policy and Practice»,

in *J. Bus. Ventur. Insights*, 14, <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2020.e00180>.

- Harrison R.T., Mason C.M.** (2000), «Venture Capital Market Complementarities: The Links between Business Angels and Venture Capital Funds in the United Kingdom», in *Ventur. Cap.*, 2, pp. 223-242, <https://doi.org/10.1080/13691060050135091>.
- (1999), «An Overview of Informal Venture Capital Research», in *Ventur. Cap.*, 1, p. 95-100, <https://doi.org/10.1080/713867498>.
- Hellmann T., Schure P., Vo D.H.** (2021), «Angels and Venture Capitalists: Substitutes or Complements?», in *J. Financ. Econ.*, 141, pp. 454-478, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.04.001>.
- Hellmann T., Thiele V.** (2015), «Friends or Foes? The Interrelationship between Angel and Venture Capital Markets», in *J. Financ. Econ.*, 115, pp. 639-653, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.009>.
- Hirsch J., Walz U.** (2019), «The Financing Dynamics of Newly Founded Firms», in *J. Bank. Financ.*, 100, pp. 261-272, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.11.009>.
- Hornuf L., Schmitt M., Stenzhorn E.** (2020), «Does a Local Bias Exist in Equity Crowdfunding?», in *Ssrn Electron. J.*, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3555581>.
- Hoyos-Iruarrizaga J., Fernández-Sainz A., Saiz-Santos M.** (2017), «High Value-Added Business Angels at Post-Investment Stages: Key Predictors», in *Int. Small Bus. J. Res. Entrep.*, 35, pp. 949-968, <https://doi.org/10.1177/0266242616686401>.
- Hsu D.K., Haynie J.M., Simmons S.A., McKelvie A.** (2014), «What Matters, Matters Differently: A Conjoint Analysis of the Decision Policies of Angel and Venture Capital Investors», in *Ventur. Cap.*, 16, pp. 1-25, <https://doi.org/10.1080/13691066.2013.825527>.
- Huang L., Wu A., Ju Lee M., Bao J., Hudson M., Bolle E.** (2017), *The American Angel: The First In-Depth Report on the Demographics and Investing Activity of Individual American Angel Investors*.
- Huyghebaert N., Van De Gucht L.M.** (2007), «The Determinants of Financial Structure: New Insights from Business Start-Ups», in *Eur. Financ. Manag.*, 13, p. 101-133, <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2006.00287.x>.
- Ibrahim D.** (2013), «Should Angel-Backed Start-Ups Reject Venture Capital?», in *Michigan Bus. Entrep. Law Rev.*, 2, p. 251, <https://doi.org/10.36639/mbelr.2.2.should>.
- Ibrahim D.M.** (2008), «The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors», in *Vanderbilt Law Rev.*, 61, pp. 1403-1451.
- Johnson W.C., Sohl J.** (2012), «Angels and Venture Capitalists in the Initial Public Offering Market», in *Ventur. Cap.*, 14, p. 27-42, <https://doi.org/10.1080/13691066.2012.660743>.
- Kaminski J., Hopp C., Tykvová T.** (2019), «New Technology Assessment in Entrepreneurial Financing - Does Crowdfunding Predict Venture Capital Investments?», in *Technol. Forecast. Soc. Change*, 139, pp. 287-302, <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2018.11.015>.
- Kelly P., Hay M.** (2003), «Business Angel Contracts: The Influence of Context», in *Ventur. Cap.*, 5, pp. 287-312, <https://doi.org/10.1080/1369106032000141940>.
- Kerr W., Nanda R.** (2009), «Democratizing Entry: Banking Deregulations, Financing Constraints, and Entrepreneurship», in *J. Financ. Econ.*, 94, pp. 124-149, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.12.003>.
- Kerr W.R., Lerner J., Schoar A.** (2014), «The Consequences of Entrepreneurial Finance: Evidence from Angel Financings», in *Rev. Financ. Stud.*, 27, pp. 20-55, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr098>.
- Lahti T.** (2011), «Categorization of Angel Investments: An Explorative Analysis of Risk Reduction Strategies in Finland», in *Ventur. Cap.*, 13, pp. 49-74, <https://doi.org/10.1080/13691066.2010.543322>.
- Landström H., Mason C.** (2016), «Business Angels as a Research Field», in *Handbook of Research on Business Angels*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK, pp. 1-24, <https://doi.org/10.4337/9781783471720.00005>.
- Leavitt J.M.** (2005), «Burned Angels: The Coming Wave of Minority Shareholder Oppression Claims in Venture Capital Startup Companies», in *North Carolina J. Law Technol.*, 6, pp. 223-288.
- Lerner J., Schoar A., Sokolinski S., Wilson K.** (2018), «The Globalization of Angel Investments: Evidence across Countries», in *J. Financ. Econ.*, 127, pp. 1-20, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.05.012>.
- Macht S.A., Robinson J.** (2009), «Do Business Angels Benefit Their Investee Companies?», in *Int. J. Entrep. Behav. Res.*, 15, pp. 187-208, <https://doi.org/10.1108/13552550910944575>.
- Madill J.J., Haines G.H., Riding A.L.** (2005), «The Role of Angels in Technology Smes: A Link to Venture Capital», in *Ventur. Cap.*, 7, pp. 107-129, <https://doi.org/10.1080/1369106042000316341>.
- Mangematin V., Lemarié S., Boissin J.P., Catherine D., Corolleur F., Coronini R., Trommetter M.** (2003), «Development of Smes and Heterogeneity of Trajectories: The Case of Biotechnology in France», in *Res. Policy*, 32, pp. 621-

638, [https://doi.org/10.1016/S0048-7333\(02\)00045-8](https://doi.org/10.1016/S0048-7333(02)00045-8).

- Manigart S., Lockett A., Meuleman M., Wright M., Landström H., Bruining H., Desbrières P., Hommel U.** (2006), «Venture Capitalists' Decision to Syndicate», in *Entrep.Theory Pract.*, 30, pp. 131-153, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2006.00115.x>.
- Mason C., Botelho T., Harrison R.** (2016), «The Transformation of the Business Angel Market: Empirical Evidence and Research Implications», in *Ventur. Cap.*, 18, pp. 321-344, <https://doi.org/10.1080/13691066.2016.1229470>.
- Mason C., Stark M.** (2004), «What Do Investors Look for in a Business Plan? A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels», in *Int. Small Bus. J.*, 22, pp. 227-248, <https://doi.org/10.1177/0266242604042377>.
- Mason C.M.** (2006), «Informal Sources of Venture Finance», in *Life Cycle Entrep.Ventur.*, pp. 259-299, https://doi.org/10.1007/978-0-387-32313-8_10.
- Mason C.M., Botelho T., Zygmunt J.** (2017), «Why Business Angels Reject Investment Opportunities: Is It Personal?», in *Int. Small Bus. J. Res. Entrep.*, 35, pp. 519-534, <https://doi.org/10.1177/0266242616646622>.
- Mason C.M., Harrison R.T.** (2015), «Business Angel Investment Activity in the Financial Crisis: Uk Evidence and Policy Implications», in *Environ. Plan. C Gov. Policy*, 33, pp. 43-60, <https://doi.org/10.1068/c12324b>.
- (2002), «Is It Worth It? The Rates of Return From Informal Venture Capital Investments», in *J. Bus.Ventur.*, 17, pp. 211-236, [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(00\)00060-4](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(00)00060-4).
- (2000), «The Size of the Informal Venture Capital Market in the United Kingdom», in *Small Bus. Econ.*, 15, pp. 137-148, <https://doi.org/10.1023/A:1008143713722>.
- (1996), «Informal Venture Capital: A Study of the Investment Process, The Post-Investment Experience and Investment Performance», in *Entrep. Reg. Dev.*, 8, pp. 105-126, <https://doi.org/10.1080/08985629600000007>.
- Maxwell A.L., Jeffrey S.A., Lévesque M.** (2011), «Business Angel Early Stage Decision Making», in *J. Bus.Ventur.*, 26, pp. 212-225, <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2009.09.002>.
- Mollick E.** (2014), «The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study», in *J. Bus. Ventur.*, 29, pp. 1-16, <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005>.
- Morrisette S.G.** (2007), «A Profile of Angel Investors», in *J. Priv. Equity*, 10, pp. 52-66, <https://doi.org/10.3905/jpe.2007.686430>.
- Murzacheva E., Levie J.** (2020), «Entrepreneurial Finance Journeys: Embeddedness and the Finance Escalator», in *Ventur. Cap.*, 22, pp. 185-214, <https://doi.org/10.1080/13691066.2020.1767756>.
- Oecd** (2011), *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*.
- Petersen M.A., Rajan R.G.** (1994), «The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data», in *J. Finance*, 49, pp. 3-37, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb04418.x>.
- Politis D.** (2016), «Business Angels as Smart Investors: A Systematic Review of the Evidence», in *Handb. Res. Bus. Angels*, pp. 147-175, <https://doi.org/10.4337/9781783471720.00013>.
- (2008), «Business Angels and Value Added: What Do We Know and Where Do We Go?», in *Ventur. Cap. An Int. J. Entrep. Financ.*, 10, pp. 127-147, <https://doi.org/10.1080/13691060801946147>.
- Robb A.M., Robinson D.T.** (2014), «The Capital Structure Decisions of New Firms», in *Rev. Financ. Stud.*, 27, pp. 153-179, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs072>.
- Robinson D.** (2012), «New Perspectives on Entrepreneurial Capital Structure», in *Oxford Handb. Entrep. Financ.*, pp. 1-16, <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780195391244.013.0006>.
- Samila S., Sorenson O.** (2011), «Venture Capital, Entrepreneurship, and Economic Growth», in *Rev. Econ. Stat.*, 93, pp. 338-349.
- Schmalz M.C., Sraer D.A., Thesmar D.** (2017), «Housing Collateral and Entrepreneurship», in *J. Finance*, 72, pp. 99-132, <https://doi.org/10.1111/jofi.12468>.
- Scholtens B.** (1999), «Analytical Issues in External Financing Alternatives for Sbe», in *Small Bus. Econ.*, 12, pp. 137-148.
- Signori A., Vismara S.** (2018), «Does Success Bring Success? The Post-Offering Lives of Equity-Crowdfunded Firms», in *J. Corp. Financ.*, 50, pp. 575-591, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.10.018>.
- Sørheim R.** (2005), «Business Angels as Facilitators for Further Finance: An Exploratory Study», in *J. Small Bus. Enterp. Dev.*, 12, pp. 178-191, <https://doi.org/10.1108/14626000510594593>.
- Sørheim R., Botelho T.** (2016), «Categorisations of Business Angels: An Overview», in H. Landström, C. Mason (eds.),

Handbook of Research on Business Angels, Edward Elgar Publishing, pp. 76-91.

- Sørheim R., Landström H.** (2001), «Informal Investors - A Categorization, with Policy Implications», in *Entrep. Reg. Dev.*, 13, pp. 351-370, <https://doi.org/10.1080/08985620110067511>.
- Stevenson R.M., Kuratko D.F., Eutsler J.** (2019), «Unleashing Main Street Entrepreneurship: Crowdfunding, Venture Capital, and the Democratization of New Venture Investments», in *Small Bus. Econ.*, 52, pp. 375-393, <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0097-2>.
- Stiglitz J.E., Weiss A.** (1981), «Credit Rationing in Markets with Imperfect Information», in *Am. Econ. Rev.*, 71, pp. 393-410.
- Thies F., Huber A., Bock C., Benlian A., Kraus S.** (2019), «Following the Crowd - Does Crowdfunding Affect Venture Capitalists' Selection of Entrepreneurial Ventures?», in *J. Small Bus. Manag.*, 57, pp. 1378-1398, <https://doi.org/10.1111/jsbm.12447>.
- Ueda M.** (2004), «Banks versus Venture Capital: Project Evaluation, Screening, and Expropriation», in *J. Finance*, 59, pp. 601-621, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00643.x>.
- Us Aca** (2022), *Investor Insights Report*.
- Van Osnabrugge M.** (2000), «A Comparison of Business Angel and Venture Capitalist Investment Procedures: An Agency Theory-Based Analysis», in *Ventur. Cap.*, 2, pp. 91-109, <https://doi.org/10.1080/136910600295729>.
- Wallmeroth J., Wirtz P., Groh A.P.** (2018), «Venture Capital, Angel Financing, and Crowdfunding of Entrepreneurial Ventures: A Literature Review», in *Found. Trends Entrep.*, 14, pp. 1-129, <https://doi.org/10.1561/03000000066>.
- Wang W., Mahmood A., Sismeiro C., Vulkan N.** (2019), «The Evolution of Equity Crowdfunding: Insights from Co-Investments of Angels and the Crowd», in *Res. Policy*, 48, 103727, <https://doi.org/10.1016/j.respol.2019.01.003>.
- Wetzel W.E.** (1981), «Informal Risk Capital in New England: Report and Survey Results», in *Frontiers of Entrepreneurship Research*, p. 115.
- Wiltbank R., Read S., Dew N., Sarasvathy S.D.** (2009), «Prediction and Control under Uncertainty: Outcomes in Angel Investing», in *J. Bus. Ventur.*, 24, pp. 116-133, <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2007.11.004>.
- Winston Smith S., Hannigan T.J.** (2014), «Home Run, Strike Out, or Base Hit: How Do Accelerators Impact Exit and Vc Financing in New Firms?», in *Acad. Manag. Proc.*, 13811, <https://doi.org/10.5465/ambpp.2014.13811abstract>.
- Wong A., Bhatia M., Freeman Z.** (2009), «Angel Finance: The Other Venture Capital», in *Strateg. Chang.*, 18, pp. 221-230, <https://doi.org/10.1002/jsc.849>.
- Woolley J.L., MacGregor N.** (2022), «The Influence of Incubator and Accelerator Participation on Nanotechnology Venture Success», in *Entrep. Theory Pract.*, 46, pp. 1717-1755, <https://doi.org/10.1177/10422587211024510>.