



IDENTITÀ, INNOVAZIONE E IMPATTO DELL'AZIENDALISMO ITALIANO.

Dentro l'economia digitale

ATTI DEL XXXIX CONVEGNO NAZIONALE
ACCADEMIA ITALIANA DI ECONOMIA AZIENDALE - AIDEA

- Torino, 12 e 13 settembre 2019 -



A cura di:
Francesca Culasso
Michele Pizzo



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TORINO
DM DIPARTIMENTO
DI MANAGEMENT



**IDENTITÀ, INNOVAZIONE E
IMPATTO DELL'AZIENDALISMO ITALIANO.
Dentro l'economia digitale**

Collane@unito.it

Università di Torino

ISBN: 9788875901387



Quest'opera è distribuita con Licenza Creative Commons Attribuzione - Condividi allo stesso modo 4.0 Internazionale.

Disegno grafico: Davide Mezzino

Immagine di copertina: elaborazione grafica a cura di Davide Mezzino

PREFAZIONE

Da tempo e con continuità gli azienalisti italiani hanno saputo interrogarsi sulla rispettiva identità e sul ruolo da ricoprire in un contesto generale, che per definizione è ritenuto dinamico e in continuo divenire. L'accelerazione intervenuta nel contesto tecnologico mondiale, che è evoluto nella direzione di una profonda rivoluzione digitale, sta innovando i modelli aziendalistici del passato e impone oggi nuove sfide e riflessioni alla nostra Accademia. Infatti, il processo in atto, innescato e alimentato principalmente da tre fattori interconnessi - la diffusione dei sistemi operativi e delle interfacce user-friendly, la rapida affermazione di Internet e del World-Wide Web e la convergenza di quattro settori di business precedentemente distinti (computer, software, comunicazione, media e intrattenimento) - oltre a introdurre nuovi modelli di business, modifica sempre più profondamente quelli tradizionali ed impone verifiche e cambiamenti negli schemi teorici di analisi dei fenomeni aziendali.

Intelligenza artificiale, Internet of Things, Internet of You, interfacce, social media, stampa 3D, cloud computing e dispositivi mobili in rete hanno contribuito alla diffusione di nuovi business model e alla generazione di ricchezza e valore economico. Inoltre, la digitalizzazione ha favorito l'introduzione di importanti modifiche nei processi produttivi tradizionali (come, dove, quando e con chi lavorare), accelerando la comparsa di nuove forme d'intelligenza organizzativa, attraverso la raccolta e l'analisi di big data. La velocità dei processi operativi, la flessibilità del processo decisionale, il modo di formulazione e implementazione delle strategie, le soluzioni con cui conseguire l'efficienza produttiva sono continuamente impattate da questi strumenti tecnologici, senza che nessuna dimensione delle moderne attività aziendali rimanga oggi immutata.

I Big Data e i flussi informativi oggi disponibili sono diventati sempre più rilevanti e fonte di *business intelligence* per le aziende. Le ricerche online e la raccolta di informazioni sul processo decisionale di acquisto permettono di tracciare i processi personali di scelta e valutazione. Questo bagaglio di dati - generalmente non economico-finanziari -, ove raccolto e analizzato, può supportare efficacemente le aziende nel definire gli approcci dei clienti e condizionare, di conseguenza, le scelte strategiche e le forme organizzative da adottare.

A questi cambiamenti tecnologici se ne sono aggiunti di ulteriori, legati all'ambiente economico, fisico, culturale e sociale, che hanno portato le aziende a prestare attenzione ai temi dello sviluppo sostenibile ed alle esigenze di accountability.

Innovazioni e cambiamenti nella gestione aziendale, cui si affiancano rinnovati aspetti di responsabilità sociale e necessari nuovi approcci orientati alla sostenibilità ambientale, in una radicale riconfigurazione dei processi di formulazione delle strategie aziendali, delle forme organizzative e delle modalità di comunicazione, rilanciano il ruolo degli azienalisti e impongono una ridefinizione degli approcci concettuali tradizionali e l'individuazione di nuovi schemi interpretativi. Infatti, i nuovi modelli di business e le novità nei processi gestionali presuppongono "innovazioni" nel ruolo delle figure aziendali e nei processi strategici e operativi tesi alla creazione di valore, coinvolgendo tanto gli aspetti più tipicamente tecnico-industriali quanto quelli amministrativi, finanziari, d'informazione e controllo.

Alla luce di questa acquisita consapevolezza, l'Accademia Italiana di Economia Aziendale, con il convegno dal titolo "Identità, Innovazione e Impatto dell'Aziendalismo Italiano. Dentro l'Economia Digitale", che si è tenuto presso l'Università degli Studi di Torino il 12 e 13 settembre 2019, ha inteso invitare gli studiosi, italiani e stranieri, di discipline economico-aziendali a riflettere, forti della loro identità, sulla direzione che le scienze aziendalistiche devono intraprendere sin dal presente, specie alla luce delle profonde e dirimenti trasformazioni che stanno rapidamente modificando i contesti e i modelli competitivi. Questa pubblicazione contiene il frutto di tali riflessioni e offre un'opportunità per la generazione e diffusione di conoscenza su questi temi.

Francesca Culasso – Presidente del Comitato Scientifico del Convegno AIDEA 2019

Michele Pizzo – Delegato AIDEA e membro del Comitato Scientifico del Convegno AIDEA 2019

INDICE

| | |
|---|-----|
| Prefazione, di <i>Francesca Culasso e Michele Pizzo</i> | III |
| 1. People analytics: ethical considerations for organizations, <i>Aizhan Tursunbayeva, Claudia Pagliari, Stefano Di Lauro, Gilda Antonelli.</i> | 1 |
| 2. Do Consumers love the brand's Heritage? Il ruolo del Cultural Heritage nel Social Brand Engagement, <i>Luigi Grasso.</i> | 6 |
| 3. Innovazione e tradizione: la tecnologia blockchain a tutela della tracciabilità nel mercato agri-food, <i>Alessandro Zardini, Cecilia Rossignoli, Ludovico Bullini Orlandi, Michele Meneghini.</i> | 21 |
| 4. The leadership issue in co-design approaches to urban regeneration, <i>Alessandra Ricciardelli, Francesca Ricciardi, Elio Borgonovi.</i> | 26 |
| 5. Sustainability, innovation, and transformation of the business model: the case of Eni spa, <i>Angelo Riva, Luciano Pilotti.</i> | 29 |
| 6. Synchronistic events and management decisions. A conceptual framework toward an Affect-Cognitive Theory, <i>Matteo Cristofaro.</i> | 45 |
| 7. La performance economico-finanziaria delle start-up innovative italiane: un'indagine empirica macroregionale sui bilanci con metodo Anova, <i>Guido Migliaccio, Pietro Pavone.</i> | 54 |
| 8. La finanza inclusiva per la riqualificazione e valorizzazione di un bene culturale ad opera di una cooperativa sociale: un caso studio sul <i>social impact investing</i> , <i>Andrea Cuccia.</i> | 72 |
| 9. The value relevance of information disclosed through the Integrated Report, <i>Stefania Veltri, Antonella Silvestri.</i> | 84 |
| 10. Organizing the Enterprise 4.0. Multi-faced insights from a review of the Industry 4.0, <i>Lia Tirabeni, Paola De Bernardi.</i> | 98 |
| 11. Strumenti di intelligenza artificiale per la progettazione di strategie collaborative interaziendali: una applicazione alle destinazioni turistiche, <i>Francesca d'Angella, Manuela De Carlo, Guido Ferilli.</i> | 111 |
| 12. Automotive Aftermarket Business Model Evolution in the era of Digital Transformation, <i>Lucrezia Songini, Paolo Gaiardelli, Farnaz Jarrahi.</i> | 124 |
| 13. Assessing the transparency of Sustainability Reporting of sustainability leader companies: Evidence from the fast fashion industry, <i>Imane Allam, Simone Scagnelli.</i> | 134 |
| 14. Social media policy implementation model use for firm performance: policies and procedures, <i>Francesca Di Virgilio, Gilda Antonelli, Stefano Consiglio.</i> | 141 |
| 15. La certificazione SA8000: standard emergente o fallito?, <i>Cecilia Chirieleison, Alessandro Montrone, Luca Scrucca, Teresa Turzo.</i> | 151 |
| 16. Resistance to Growth in Italian family owned SMEs: Organising delegation processes, <i>Luigi Maria Sicca, Davide Bizjak, Luca Giustiniano.</i> | 168 |
| 17. Venture capital, indicatori non convenzionali e fondamentali di performance: la start-up Mosaicoon, <i>Antonio Del Pozzo, Salvatore Loprevite, Domenico Nicolò.</i> | 174 |

| | | |
|-----|---|-----|
| 18. | Nuove piattaforme digitali per l'innovazione civica: il fenomeno del <i>civic hacking</i> , <i>Nathalie Colasanti, Chiara Fantauzzi, Rocco Frondizi.</i> | 188 |
| 19. | Distance Learning and Continuing Education: an exploratory analysis of the Italian context, <i>Nathalie Colasanti, Chiara Fantauzzi, Rocco Frondizi, Marco Meneguzzo.</i> | 198 |
| 20. | Un modello di business per gli acceleratori: una Structured Literature Review, <i>Maurizio Massaro, Carlo Bagnoli, Korinzia Toniolo, Daniel Ruzza.</i> | 205 |
| 21. | Artificial Intelligence and Intellectual Capital: evidence from Fortune 500 companies, <i>Riccardo Macchioni, Giuseppe Sannino, Rosalinda Santonastaso, Giovanni Zampone.</i> | 221 |
| 22. | Open innovation, strategic foresight and business models, <i>Diego Matricano, Elena Candelo.</i> | 227 |
| 23. | The benefits of social responsibility: The phenomenon of B Corps in Italy, <i>Giovanna Afeltra, Patrizia Tettamanzi.</i> | 234 |
| 24. | Valutazione di impatto sociale di una azienda non profit: il caso "AUSER Piemonte", <i>Davide Maggi, Paolo Rossi, Sara Marinello.</i> | 249 |
| 25. | From Blockchain to Bitcoin and Beyond: A Social Learning Approach, <i>Christian Rainero, Giuseppe Modarelli.</i> | 260 |
| 26. | Trust who? and trust what? Complementary and substitute forms of trust in the era of blockchain, <i>Maria Sciarra.</i> | 274 |
| 27. | Comunicazione della responsabilità e sostenibilità d'impresa: bidirezionalità, dialogo, stakeholder engagement, <i>Damiano Cortese, Silvia Sinicropi, Elisa Giacosa, Massimo Pollifroni.</i> | 286 |
| 28. | Il ruolo della blockchain per l'innovazione dei modelli di business, <i>Carlo Bagnoli, Maurizio Massaro, Daniel Ruzza, Korinzia Toniolo.</i> | 290 |
| 29. | Reputazione aziendale, fiducia e sostenibilità delle imprese in fase di start-up, <i>Domenico Nicolò.</i> | 305 |
| 30. | E-learning in universities: A literature review, <i>Teresa Anna Rita Gentile, Davide Bizjak, Ernesto De Nito, Rocco Reina.</i> | 317 |
| 31. | Industry 4.0 e internazionalizzazione: un'analisi sistematica delle relazioni causali, <i>Giacomo Büchi, Monica Cugno, Rebecca Castagnoli.</i> | 328 |
| 32. | Online quality dimension: cluster analysis in a shopping mall, <i>Cecilia Silvestri, Eleonora Rapiti, Michela Piccarozzi, Alessandro Ruggieri, Barbara Aquilani.</i> | 341 |
| 33. | Planning a social media localization strategy in tourism. An empirical case, <i>Maria Garbelli, Manuel Gabriele.</i> | 348 |
| 34. | Il ruolo delle APEA per lo sviluppo sostenibile delle aree industriali: analisi dello stato dell'arte e prospettive future in Italia, <i>Maria Rosaria Sessa, Ornella Malandrino, Daniela Sica.</i> | 361 |
| 35. | Disclosure on judgements and estimation uncertainty under IFRS: a multidimensional framework, <i>Costanza Di Fabio, Alberto Quagli.</i> | 375 |
| 36. | What is behind the choice of the quality of Legality rating by Italian private firms?, <i>Fabio La Rosa, Sergio Paternostro, Francesca Bernini.</i> | 389 |
| 37. | I sistemi di monitoraggio e valutazione della didattica, della ricerca e della terza missione delle università attraverso la lente delle logiche istituzionali, <i>Valter Cantino, Francesca Culasso, Paola De Bernardi, Elisa Giacosa, Francesca Ricciardi, Enrico Sorano.</i> | 401 |

17. Venture capital, indicatori non convenzionali e fondamentali di performance: la start-up Mosaicoon

Antonio Del Pozzo, Università degli studi di Messina, adelpozzo@hotmail.com

Salvatore Loprevite, Università per Stranieri "Dante Alighieri" di Reggio Calabria, loprevite@unistrada.it

Domenico Nicolò, Università degli Studi Mediterranea di Reggio Calabria, domenico.nicolo@unirc.it

Abstract

Questo articolo²⁰ analizza il declino di una delle più note ed interessanti promesse tra le start-up europee: Mosaicoon S.p.a. Il caso è emblematico di tanti fallimenti imprenditoriali che si sono prodotti in conseguenza di strategie di sviluppo non basate sull'auto-finanziamento e sui risultati economico-finanziari bensì sulle aspettative di continua crescita dei valori economici legate a indicatori di performance non convenzionali. Le start-up nei primi anni di vita non producono risultati economici, pertanto le loro potenzialità devono essere valutate anche mediante metriche non finanziarie. Quando però questi indicatori sono assunti come unici elementi per valutare le prospettive di un'impresa, possono rivelarsi effimeri, così come è avvenuto nel caso di specie e in tanti altri casi di start-up operanti nel settore digitale. Gli indicatori non convenzionali, infatti, se assolutizzati, possono fare perdere contatto con la realtà. Le aspettative di remunerazione del capitale sono enormi e ciò costringe a intraprendere percorsi di crescita molto rischiosi, con tassi di remunerazione attesi elevatissimi pur in assenza di un mercato dei capitali e di borsa evoluto (situazione delle regioni meridionali). Il *venture capital*, anche quello di matrice pubblica, non riesce a compensare questi eccessi. Questo studio vuole costituire un invito agli operatori (*venture capitalist*, *business angels*, *startupper*, investitori, ecc.) ad una maggiore prudenza nel considerare le metriche non finanziarie di performance e contribuisce al dibattito sulla complessa questione della valutazione delle potenzialità delle start-up. In mancanza di dati consuntivi segnaletici di successi tangibili, è opportuno assumere come riferimento un credibile business plan elaborato sulla base di ipotesi e stime rigorose sui flussi di cassa e di reddito attesi.

Keywords: Venture Capital, Start-Up, Indicatori di Performance, Valutazione.

1. Obiettivi, oggetto e metodologia

Nel presente lavoro si esamina il caso Mosaicoon S.p.a, una giovane impresa che è stata considerata a lungo emblema del possibile successo nel meridione delle start-up e che ha ricevuto rilevanti risorse finanziarie dal *venture capital* di matrice pubblica.

Sappiamo che il *venture capital* può essere in grado di ridurre il "gap di valore" delle piccole imprese ad elevato potenziale di crescita in quanto costituisce c.d. "capitale paziente" capace di sopportare elevati rischi imprenditoriali. L'espressione, però, come è stato sottolineato da più parti, è di stile, e in taluni casi il *venture capital* può condurre a scelte eccessivamente rischiose che conducono al fallimento delle imprese, quando non si concretizzano tutte le ipotesi alla base del progetto imprenditoriale; situazione che si è effettivamente verificata nel caso in esame.

L'analisi del caso si pone dunque i seguenti obiettivi:

- a) comprendere le cause del disallineamento tra aspettative di crescita dell'azienda fondate su indicatori non convenzionali e andamento degli indicatori economico-finanziari;
- b) verificare se il modello di finanziamento fondato sul *venture capital* di matrice pubblica in alcune circostanze possa concorrere a determinare il declino delle start-up.

Costituita a novembre 2009, Mosaicoon ha avviato la sua attività nel febbraio 2010, si è iscritta nella sezione delle PMI innovative a settembre 2015 ed è stata dichiarata fallita nel giugno 2018.

Nell'arco temporale della sua breve vita, durata poco meno di otto anni, pur aprendo filiali in Italia (Roma e Milano) e all'estero (Singapore, New Delhi e Seoul), ha mantenuto la sua sede principale in Sicilia (Isola delle Femmine), accendendo tante speranze e contribuendo ad alimentare il sogno di una *Silicon Valley* siciliana, cullato da alcuni anni *in* e *per* quel contesto territoriale.

Mosaicoon è stata una delle poche neo-imprese meridionali di servizi digitali innovativi a raggiungere in tempi rapidi la soglia dei 100 dipendenti e il suo successo è stato oggetto di studio da parte di numerosi soggetti interessati al fenomeno delle start-up. Per i suoi risultati di crescita e d'innovazione, è stata partecipata, oltre

²⁰ Sebbene l'articolo sia frutto delle riflessioni congiunte degli autori, Antonio Del Pozzo ha scritto i paragrafi 3 e 6, Salvatore Loprevite i paragrafi 1, 2 e 4 e Domenico Nicolò i paragrafi 5 e 7. Le considerazioni conclusive esposte nel paragrafo 8 sono state scritte congiuntamente dai tre autori.

che dal fondatore, da due importanti fondi di *venture capital*, “Vertis” e “Atlante Ventures”, che hanno usufruito di risorse pubbliche destinate al *venture capital*.

Ha anche ottenuto grandi successi mediatici associati a molti riconoscimenti di premi nazionali e internazionali. Improvvisamente, nel 2018, si è dissolta con istanza di auto-fallimento, e ciò pur avendo ottenuto a più riprese significativi interventi di sostegno finanziario. Si è manifestato, di conseguenza il *default* nella sua più plastica forma: l'abbandono da parte degli azionisti che, secondo la letteratura (Del Pozzo, 2012; Merton, 1974;), si verifica quando il valore economico dell'attivo è inferiore al valore nominale del debito. Eppure, l'azienda aveva eseguito sino a due anni prima del fallimento aumenti di capitale che recepivano significativi valori di avviamento.

Il metodo dei casi è molto diffuso negli studi di management (Runfola, Perna, Baraldi, & Gregori, 2017), anche se non consente di inferire teorie generali valide per tutte le aziende (Costa 1998; Corbetta 2014; Mari 1994). Per le sue analogie con altri casi simili di start-up fallite, tuttavia, quello di Mosaicoon può farsi rientrare tra i c.d. “casi critici” (Yin 2012, 2013) aventi rilevante significatività. In particolare, il caso consente di:

1) esplorare il potenziale conflitto tra gli indicatori qualitativi di successo, potenzialmente molto volatili, soprattutto nel caso in esame di impresa che produceva servizi web, e i tradizionali indicatori economico-finanziari di valutazione (redditi di periodo, *cash flow*, valutazioni del capitale economico basate su metodi razionali) (Coda, 1963; Ferrero, 1970; Vermiglio, 1989). Questi ultimi, com'è noto, non vengono considerati adatti alla valutazione delle start-up in quanto non riescono a cogliere le specificità connesse alla giovane età dell'impresa (rischi caratteristici della fase di lancio, mancanza di dati storici, presenza di asset immateriali, ecc.) e i rischi connessi all'innovatività del settore digitale (Damodaran, 2009);

2) fornire spunti di riflessione utili per comprendere problematiche simili che si presentano in altre *dot-com* fallite. Sono numerose le start-up che attraggono l'interesse di *venture capitalist*, dei media e delle Università perché presentano brillanti indicatori non finanziari di successo e che, tuttavia, falliscono clamorosamente, come si vedrà più avanti, anche a causa della sottovalutazione degli indicatori tradizionali di performance economico-finanziaria;

3) evidenziare alcuni tratti critici delle operazioni di *venture capital* di matrice pubblica, cui si inizia a fare particolare affidamento nel nostro Paese per lo sviluppo delle aree economiche depresse.

I principi desumibili dall'analisi di questo caso critico, pertanto, possono essere considerati come un utile riferimento teorico per prevenire errori comuni. In altri termini, si tende a pervenire a una generalizzazione teorica basata sull'osservazione di un'azienda altamente rappresentativa (Costa, 1998), non a costruire una teoria universale mediante una generalizzazione statistica o una modellizzazione matematica (Klandermans & Staggenborg 2002; Turrini, 2002, Yin, 2013).

Per l'analisi del caso sono stati esaminati i bilanci della società dal 2010 al 2016 (ultimo bilancio depositato prima dell'istanza di fallimento del 2018), le Relazioni sulla gestione e le deliberazioni dell'assemblea straordinaria dei soci, reperite dal Registro delle imprese. Si sono, inoltre, acquisite informazioni dai *magazine* specializzati nell'imprenditorialità e nel digitale (*Techcrunch*, *Mashable*, *Millionaire*), dalla stampa nazionale e locale, validamente utilizzabili nell'analisi dei casi (Corbetta, 2014; Eisenhardt & Graebner, 2007; Noor, 2008). Il lavoro è strutturato come segue. Nei paragrafi 2, 3 e 4 si presentano gli elementi di specificità del caso: i successi registrati dall'impresa sul fronte mediatico e degli eventi e premi dedicati alle start-up e all'innovazione; gli aumenti di capitale, con i repentini aumenti dei prezzi delle azioni conseguenti alle ipotizzate opzioni di sviluppo anche in prossimità del fallimento; di contro, i deludenti risultati economici e il loro deteriorarsi. Nel paragrafo 5 si traccia sinteticamente il quadro teorico di riferimento relativo alla vulnerabilità delle start-up e alle logiche di selezione da parte dei *venture capitalist* per la costruzione del proprio portafoglio d'investimenti. Il paragrafo 6 è dedicato all'estrema incertezza nelle *assumption* sul *way-out* e alla rilevanza, nell'incertezza, della pianificazione finanziaria soprattutto nel caso di operazioni di matrice pubblica. Nel paragrafo 7 si presenta una matrice utile per interpretare il posizionamento strategico delle start-up, che si applica al caso oggetto di studio. Nel paragrafo 8 si espongono alcune considerazioni conclusive di sintesi.

2. I successi di Mosaicoon sui parametri non convenzionali di valutazione

La narrazione del caso Mosaicoon, anche in relazione agli obiettivi assegnati al presente lavoro, può partire dai successi ottenuti dall'impresa sul fronte dei parametri di valutazione che abbiamo già avuto modo di definire “non convenzionali”. Su questo fronte, Mosaicoon ha ottenuto risultati assai significativi sul piano nazionale e internazionale, che assumono rilievo anche maggiore se si considera il breve lasso di tempo entro il quale essi sono stati realizzati. Sulla scorta di questi successi, la start-up siciliana ha finito con l'essere considerata, almeno nell'immaginario collettivo, un virtuoso esempio imprenditoriale destinato a uno straordinario successo. Questi elementi, in quanto fattori di legittimazione dell'impresa, hanno indubbiamente inciso anche sulla possibilità di ottenere risorse finanziarie dagli investitori (Di Paola, Spanò, Caldarelli, & Vona, 2018).

2.1 Premi e riconoscimenti nazionali e internazionali

Mosaicoon ha ottenuto molti importanti premi e riconoscimenti nazionali e internazionali, di cui alcuni di grande spessore e prestigio, che hanno fatto crescere esponenzialmente la sua reputazione d'impresa altamente

innovativa e ad alto potenziale di successo e di valore. L'elenco dei più importanti riconoscimenti ottenuti è riepilogato nella tabella 1.

Come si può vedere dai dati esposti nella tabella, anche nell'ambito di qualificate manifestazioni di settore nazionali e internazionali, Mosaicoon è stata valutata in termini estremamente positivi sia con riferimento alle prospettive di crescita sia con riferimento alle capacità d'innovazione. Tra i vari riconoscimenti, è stata premiata (più volte) come una delle migliori dieci aziende italiane per l'innovazione e come impresa più innovativa in Europa (*International Business Awards*, riconoscimento già assegnato in passato ad Amazon, Apple, Paypal e Tesla) ed è stata premiata ed indicata da più fonti come una tra le migliori scale-up italiane ed europee. Anche le operazioni di *venture capital* condotte su Mosaicoon sono state premiate come esempi di qualità (2016, premio "Demattè private equity of the year" per la migliore operazione di *venture capital*). Tra esperti ed operatori del mondo delle start-up, quindi, Mosaicoon veniva considerata un esempio virtuoso d'impresa quasi inevitabilmente destinata a un fulgido successo piuttosto che al fallimento.

Tabella 8. Menzioni, premi e riconoscimenti.

| Anno | |
|------|---|
| 2011 | Menzione nel report "Fattore internet" di Boston Consulting Group per Google fra le 20 aziende più innovative d'Italia |
| 2012 | Premio "Start-up dell'anno - 2012", riconosciuto da "PNI Cube" Associazione Italiana delle Università e degli incubatori d'impresa accademici |
| 2012 | Premio "Bright Future Ideas Awards Vision for Growth", conferito da "UK Trade & Investment" alla start-up con il maggior potenziale d'internazionalizzazione |
| 2012 | Premio "Ok Italia 2012", conferito da Unicredit Group come migliore impresa ad alto livello innovativo nel settore marketing e comunicazione |
| 2012 | Premio "Best practice per l'innovazione", conferito da Confindustria Salerno |
| 2012 | Premio "Start Up Nation", conferito dall'Ambasciata Israeliana per essere riconosciuta fra le 9 start-up più innovative d'Europa |
| 2013 | Selezionata dal Mi.S.E. tra le migliori 10 start-up innovative italiane in seno al prestigioso "Premio Leonardo" |
| 2013 | Premio Nazionale per l'Innovazione, conferito dal Presidente della Repubblica Italiana come riconoscimento per la valorizzazione delle migliori esperienze innovative e creative italiane |
| 2013 | Si aggiudica l'"Italian National Champion" negli European Business Awards, come una delle 10 migliori aziende italiane per l'innovazione |
| 2014 | Ottiene la visita in azienda del Presidente del Consiglio dei Ministri in carica |
| 2014 | Si aggiudica (per la seconda volta consecutiva) l'"Italian National Champion" negli European Business Awards, come una delle 10 migliori aziende italiane per l'innovazione |
| 2014 | Chiamata a rappresentare l'Italia, come best practice imprenditoriale, alla conferenza "Creativity and innovation as motors for economic growth" presso il Parlamento europeo |
| 2014 | Chiamata a rappresentare l'Italia, come best practice imprenditoriale, all'evento "European Parliament of Enterprises" presso il Parlamento europeo |
| 2015 | Si aggiudica (per il terzo anno consecutivo) l'"Italian National Champion" negli European Business Awards, come una delle 10 migliori aziende italiane per l'innovazione |
| 2015 | Riconoscimento "Interactive Key Award" |
| 2015 | Riconoscimento "Forrester Groundswell Awards" |
| 2015 | Riconoscimento "Vimeo StaddPick for Horizon Viede Project - Farm Cultural Park" |
| 2015 | Selezionata in Silicon Valley tra le 15 migliori Scale-up in Europa - "SEC2SV Best European Scaleup" |
| 2015 | Selezionata a Londra tra le 50 migliori Scale-up in UKa - "SVC2 UK" |
| 2016 | Premio come "Most Innovative European Company" International Business Awards - Steve Awards (Premio assegnato in passato ad Amazon, Apple, Paypal e Tesla). |
| 2016 | Si aggiudica il "Premio Demattè private equity of the year" per la migliore operazione di <i>venture capital</i> |
| 2017 | Viene inserita nei prestigiosi report del Financial Times tra le 1.000 aziende europee a migliore tasso di crescita |
| 2018 | Inserita da "Mind the bridge" tra le aziende modello delle <i>scaleup</i> italiane |

Fonte: nostra elaborazione da fonti varie.

2.2 Piattaforme web e applicativi sviluppati, performance delle piattaforme e risultati commerciali

Nel corso degli anni l'impresa è stata costantemente impegnata nell'attività di R&S per la realizzazione interna di software applicativi. Dal 2010 al 2016, per quanto si evince dai bilanci, ha capitalizzato sulla voce "Software prodotti internamente" costi di sviluppo per un ammontare lordo pari a € 1.427.544 (vedi tabella 2).²¹

Le attività di sviluppo dei software si sono indirizzate, in larga misura, sugli asset tecnologici immateriali impiegati per lo svolgimento dell'attività:

- la piattaforma di distribuzione online denominata *Plavid*, capace d'interagire su un *network* di siti partner;
- la piattaforma denominata *Tracking*, impiegata per il tracciamento quali-quantitativo dei risultati generati dalla distribuzione dei contenuti online (misurazione della diffusione virale generata online);
- la piattaforma *Crevity*, di creazione online dei contenuti video, rilasciata a partire dal 2013.

Tutte le piattaforme sono state costantemente aggiornate nel corso del tempo, fino ad arrivare, nel 2015, alle versioni numero 5 di *Plavid* e *Tracking* e alla versione numero 2 di *Crevity*.

Tabella 9. Costi di sviluppo software capitalizzati.

| Anno | Costi capitalizzati per lo sviluppo interno di software (Importi lordi annui in €) | Costi capitalizzati per lo sviluppo interno di software (Valore progressivo al lordo degli ammortamenti in €) |
|------|--|---|
| 2010 | 327.022 | 327.022 |
| 2011 | 2.118 | 329.140 |
| 2012 | 78.103 | 407.243 |
| 2013 | 134.722 | 541.965 |
| 2014 | 524.180 | 1.066.145 |
| 2015 | 302.499 | 1.368.644 |
| 2016 | 58.900 | 1.427.544 |

Fonte: nostra elaborazione su dati di bilancio.

Nel 2016 la società si è concentrata sullo sviluppo e il testing della nuova piattaforma *Mosaicoon SaaS*, che sostanzialmente integrava i software precedenti con ulteriori possibilità applicative. Nella strategia della start-up, per quanto si legge nella Relazione sulla gestione a corredo del bilancio 2016, la nuova piattaforma avrebbe dovuto condurre alla realizzazione dell'obiettivo, perseguito fin dalla nascita di *Mosaicoon*, di automatizzare le campagne video e il business model collegato. Anche in base a un nuovo modello di vendita, il CPV+, la società puntava alla "vendita di video per performance, ossia in base alle visualizzazioni che un brand decide di acquistare per la distribuzione di quel contenuto", consentendo al contempo di "saggiare la risposta del mercato...di raccogliere feedback dai clienti e di suggerire quindi spunti per lo sviluppo stesso della piattaforma". Sulla scia di queste innovazioni, tra il 2016 e gli inizi del 2017, *Mosaicoon* era riuscita a chiudere i primi contratti con *big spender* del mercato pubblicitario (Alitalia, McDonald's, Findus, BettsonGroup, PokerStars, Edison, Sas; Aviva, WeBank, Unilever, Volkswagen, FCA, Pfizer, Poste Italiane, Carrefour, Toyota, Alpitour e Danone). Nello stesso periodo, aveva avviato partnership con importanti Centri Media ed era stata inclusa tra i *Global Creative Partners* di Facebook.

A luglio 2017, quindi a poco meno di un anno dal fallimento, il management aziendale si dichiarava ormai pienamente convinto del "potenziale della nuova piattaforma, pronta per uno scaling internazionale".²²

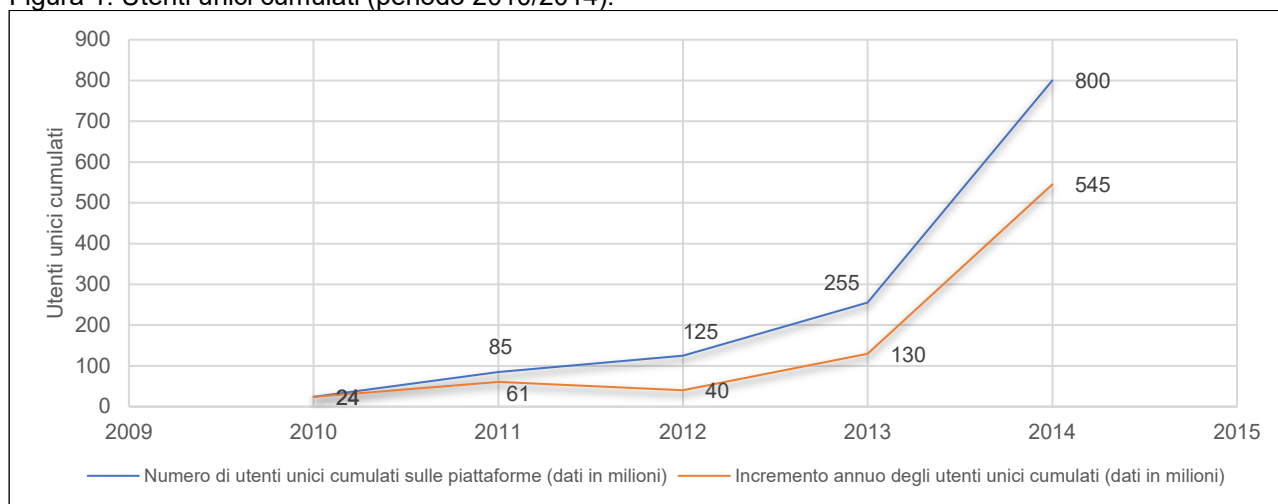
Nei bilanci dal 2010 al 2014 la società ha esposto i dati relativi alla performance delle piattaforme e ai risultati commerciali conseguiti.

I dati relativi agli accessi sulle piattaforme evidenziano un incremento esponenziale degli utenti unici cumulati (figura 1), che avevano raggiunto il numero di 800 milioni nel 2014, con un incremento di 545 milioni nell'esercizio 2014 rispetto al 2013.

²¹ Il valore 2010 viene ripreso dal ramo di azienda (della Belsito S.r.l.) conferito in sede di costituzione.

²² Relazione sulla gestione riferita all'anno 2016.

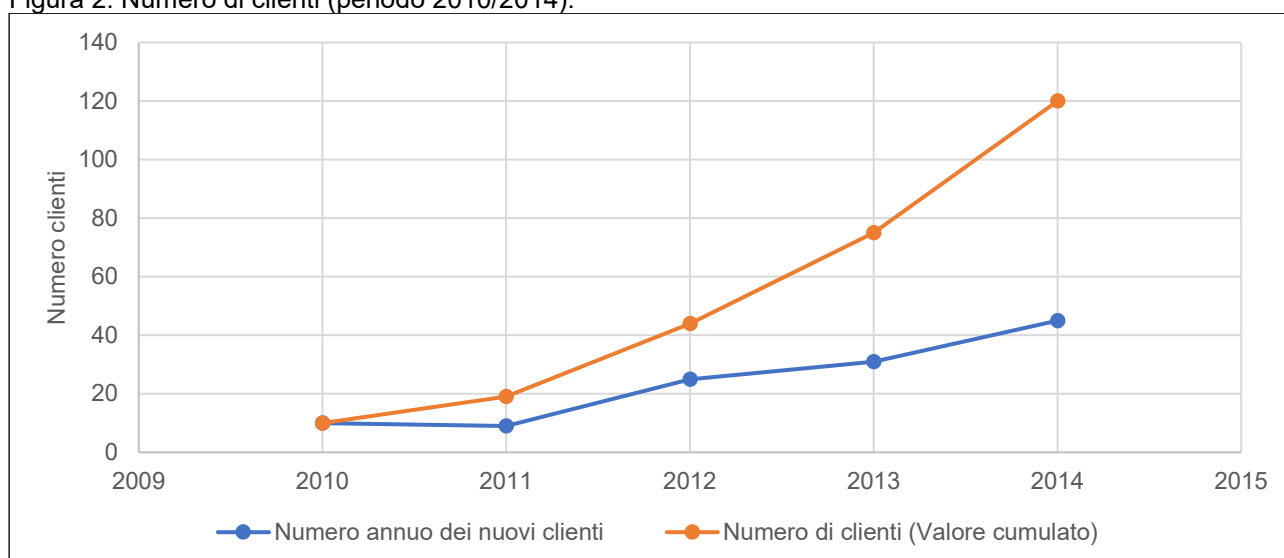
Figura 1. Utenti unici cumulati (periodo 2010/2014).



Fonte: nostra elaborazione su dati di bilancio.

Anche i dati commerciali, in termini di clienti acquisiti, hanno registrato performance di crescita dal 2010 al 2014.

Figura 2. Numero di clienti (periodo 2010/2014).



Fonte: nostra elaborazione su dati di bilancio.

3. Aumenti di capitale e prezzi di emissione delle azioni

Il *focus* di interesse verso le valutazioni economiche ci ha spinto, come si diceva, a esaminare i bilanci aziendali e le operazioni straordinarie sul capitale. L'indagine è stata condotta, in particolare, per trarre alcune indicazioni di fondo su:

- la valutazione dei prezzi di emissione delle azioni e le valutazioni del capitale economico implicite negli aumenti di capitale nei diversi cicli di finanziamento del *venture capital* conclusi;
- le relazioni tra valutazioni del capitale e le performance finanziarie rappresentate nei bilanci;
- i principali aspetti della *governance* che venivano via via concordati tra gli azionisti con la crescita della start-up.

L'osservazione dei bilanci e degli aumenti di capitale consente di desumere che i prezzi di emissione delle azioni recepissero aspettative di crescita degli indicatori non convenzionali, ipotizzando dirette ricadute sui valori economici del capitale.

Le relazioni tra valutazioni economiche e indicatori non convenzionali sono sempre state problematiche. La letteratura aziendale, tuttavia, a partire dal fondamentale contributo di Guatri (1998), ha riconosciuto dignità alle c.d. "regole del pollice" (*Rules of Thumb*) e agli altri metodi di valutazione del capitale fondate sull'operatività di aziende o transazioni comparabili.

In particolare, nel caso specifico le valutazioni sono state effettuate con il *venture capital method*, che è stato agganciato a parametri operativi attesi (es. crescita dei "mi piace", utenti attivi sulla piattaforma). I valori

economici impliciti nei sovrapprezzi di emissione delle azioni sono il frutto dell'attualizzazione di ipotetici prezzi di *way-out* volatili perché fondati su *assumptions* molto diverse. L'estrema volatilità nei valori economici ipotizzati in sede di *way-out* derivava dalla sperata conquista o meno, alla fine del ciclo di finanziamento, di tecnologie esclusive e quindi al dischiudersi di opzioni di crescita.

In business ancora poco maturi, o addirittura ancora da creare, i rischi di simili valutazioni sono evidenti.

Non sono individuabili, infatti, correlazioni significative:

- tra valori contabili e valori economici. Il bilancio recepiva, alle date degli aumenti di capitale, sovrapprezzi di gran lunga superiori agli asset immateriali rappresentabili contabilmente;

- tra risultati economici conseguiti negli esercizi e valori economici assegnati. In sede di aumento di capitale anche i risultati operativi erano fortemente negativi.

Ad ogni ciclo si sono modificate le categorie di azioni, affinati i diritti conseguenti, stabilite complicate regole di ripartizione del valore tra i soci prima ancora che il valore si fosse generato. I prezzi di emissione delle azioni sono stati differenziati per categorie di azioni (3 in primo momento, poi annullate e riconfigurate in 4) soggette a differenti diritti e valutazioni.

Ciò appare un effetto indesiderato di un eccesso di finanziarizzazione dell'azienda, riconducibile ai delicati e problematici rapporti tra l'azienda, i soci fondatori e i *venture capitalist*.

Mosaicoon ha svolto tre cicli di *venture capital* e ne ha tentato un quarto. L'incapacità di compiere quest'ultimo è stata il preludio del fallimento.

Il *primo ciclo di finanziamento* si è svolto a fine 2009. L'azienda è stata costituita con il conferimento di ramo d'azienda della PGMB s.r.l., che era a sua volta una start-up. I beni in natura conferiti hanno formato oggetto di una perizia di stima, per effetto della quale sono state assegnate n. 60.000 azioni alla conferente, stabilendo il prezzo delle azioni in € 3,68 (1 € di valore nominale e 2,68 € di sovrapprezzo). Qualche giorno dopo, è entrato nel capitale il fondo Vertis dando vita di conseguenza al primo ciclo di *venture capital*. Il prezzo delle azioni riservate a Vertis è stato pari € 4,64 (1 € di valore nominale e 3,64 € di sovrapprezzo). In quella sede, e l'azienda era appena costituita, venivano però emessi anche i primi warrant. Sin dalla costituzione, di conseguenza, il prezzo riconosciuto al fondatore era differente rispetto al prezzo riconosciuto a Vertis; ciò quale possibile effetto del warrant riconosciuto a "Vertis" di poter sottoscrivere i successivi aumenti di capitale. A fine 2010, il capitale sociale sottoscritto ammontava a € 200.000, versato con un sovrapprezzo di 670.000. Il fondo Vertis, con un investimento complessivo di € 650.000, possedeva complessivamente il 70% del capitale.

Sin dal primo ciclo di *venture capital*, le azioni sono state suddivise in diverse categorie, cui sono stati assegnati diritti diversi (privilegi in sede di liquidazione, facoltà di nomina degli organi, ecc.). Non si entra nei dettagli delle categorie delle azioni perché verranno cambiate, annullate e ripristinate di alcuni diritti più volte, in occasione dei cambi di compagine sociale.

Il *secondo ciclo di finanziamento* si compie nel 2012. Sono state apportate alcune modifiche ai warrant e fa il suo ingresso nella compagine il fondo "Atlante Ventures Mezzogiorno" tramite la SGR IMI ("Intesa SanPaolo"). Il prezzo di emissione delle nuove 172.188 azioni viene fissato in € 13,90 (1 € di valore nominale e 12,90 € di sovrapprezzo), e l'aumento viene eseguito da IMI e da Vertis. I versamenti dei soci avvengono nel 2012 e nel 2013 e ammontano complessivamente a ca. 2,4 milioni.

Si registra, dunque, un rapido aumento dei prezzi di emissione, che sostanzialmente triplicano (da € 4,64 del dicembre 2009 a € 13,90 del dicembre 2012). L'unica spiegazione razionale è che vi fossero aspettative di consolidamento del modello di business. C'era stato, infatti, un aumento del fatturato, in quanto dal 2010 al 2012 le vendite erano state complessivamente pari a ca. 2 milioni (di cui ca. 1/3 ancora da incassare) e l'EBITDA era positivo per ca. 200 mila euro. Ma i flussi di cassa operativi, considerati gli aumenti dei crediti commerciali, erano negativi.

Il *terzo ciclo di finanziamento* si compie nel 2016. Il prezzo delle azioni decuplica (rispetto alla costituzione) a € 40,49, con rinuncia al diritto di opzione. Viene sottoscritto in parte da "Vertis" e in parte da nuovi soci ("Mosaico Invest s.r.l." e "Viral s.r.l."). I versamenti di capitale ammontano a 3 milioni, e il fondo "Atlantis Ventures Mezzogiorno" di fatto (come si desume dall'assemblea del luglio 2017) si disimpegna.

L'aumento vertiginoso del prezzo delle azioni sembra riconducibile, nelle intenzioni dei protagonisti, all'implementazione e consolidamento della piattaforma che consentiva la progettazione di campagne pubblicitarie veicolate attraverso il web e basate sull'uso di una propria tecnologia per l'analisi dei dati e l'elaborazione di strategie pubblicitarie.

A fine 2012 Mosaicoon diventa la piattaforma web per l'offerta di contenuti *viral*, *seeding* e tracking, social media e interactive per il coinvolgimento degli utenti, favorendo l'incontro tra *videomakers* creativi e *brand*.

Con il *quarto ciclo di finanziamento* la società ha anche emesso un prestito obbligazionario convertibile (non sottoscritto) e intendeva fare ricorso a strumenti ibridi di finanziamento della BEI per ulteriori 10 milioni di Euro. Proprio a causa delle difficoltà di collocamento degli ultimi aumenti di capitale, si è preso atto del *default*.

4. Lo scale-up e i segnali sull'assenza di un orientamento al break-even ritraibili da alcuni indicatori convenzionali

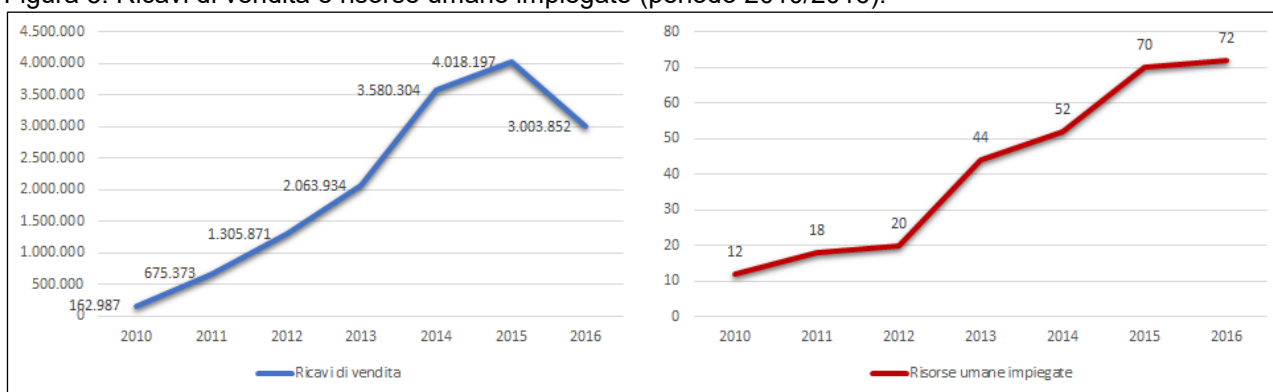
La figura 3 riporta l'andamento dei ricavi di vendita e del personale addetto con riferimento al periodo 2010/2016 tratti dai bilanci dell'impresa.

Dall'analisi dei due *trend* emerge come la start-up abbia effettivamente accelerato in maniera progressiva la produzione dei ricavi fino al 2015, pur ritornando nel 2016 a livelli inferiori rispetto a quelli registrati nel 2014, e abbia incrementato con continuità il personale addetto, giunto a 72 unità a fine 2016. In base alle informazioni tratte dalla stampa, peraltro, si deve evidenziare che nel 2017 l'impresa aveva ulteriormente ampliato l'organismo personale fino a circa 100 unità.

Sul piano generale, quindi prescindendo da qualunque considerazione legata alla valutazione dell'assetto economico-finanziario complessivo, siamo di fronte a una giovane impresa che ha rispettato le aspettative di crescita delle start-up. I trend di crescita di ricavi e personale, peraltro, sono in linea con quelli di crescita degli utenti unici cumulati e del numero di clienti acquisiti che abbiamo esposto nelle note precedenti.

Tuttavia, se i dati aziendali (non convenzionali e di bilancio) sulla crescita, piuttosto che essere considerati isolatamente, vengono posti in relazione con altri dati, emergono evidenti segnali di strutturale debolezza economica dell'impresa percepibili già a partire dal 2014, che sembrano stridere con gli esponenziali incrementi dei valori di emissione delle azioni registrati nel corso del tempo. La start-up, infatti, non è riuscita a tradurre i successi mediatici (premi e diffusione sul web) e le innovazioni sul piano dei risultati economici.

Figura 3. Ricavi di vendita e risorse umane impiegate (periodo 2010/2016).

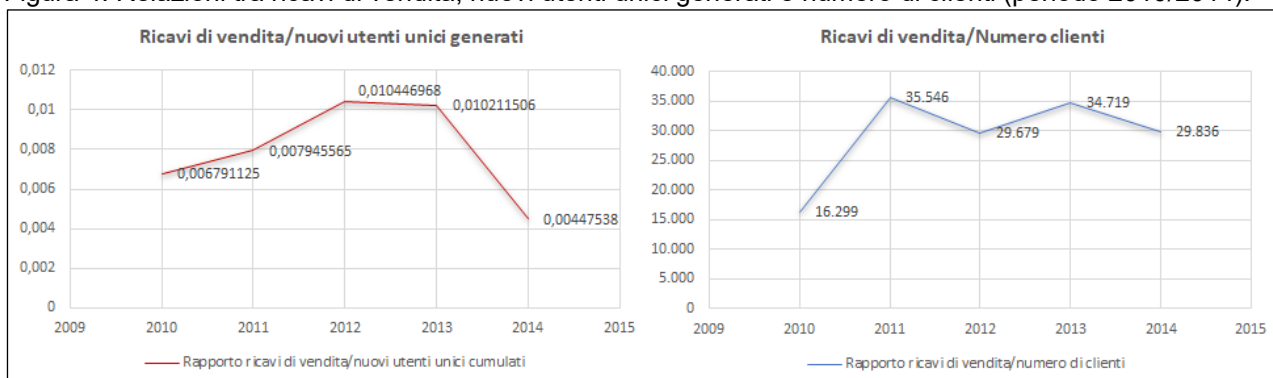


Fonte: nostra elaborazione su dati di bilancio.

In effetti, se ci si allontana dalla visione asistemica – che può generarsi dall'osservazione isolata dei numerosi indicatori di potenziale successo esposti nelle note precedenti – per tentare di trovare un legame tra questi indicatori e i valori economico-finanziari, emerge come già dal 2014 erano evidenti i segnali di una scarsa capacità dell'impresa di tradurre in termini di valorizzazione di mercato dei servizi offerti i successi registrati sul fronte dei parametri non convenzionali.

Il rapporto ricavi di vendita/nuovi utenti unici generati, calcolato per ciascun periodo amministrativo dal 2010 al 2014, segnala che già a partire dal 2012 il contributo teorico fornito dagli accessi alla produzione dei ricavi di vendita andava progressivamente riducendosi. Anche il contributo al fatturato apportato dai nuovi clienti acquisiti, nonostante l'enorme crescita di prestigio e notorietà della società sul web, registrava un andamento in controtendenza. Assai modesto, inoltre, appariva il fatturato medio per cliente, anche alla luce del limitato numero di clienti acquisiti (120 clienti a fine 2014).

Figura 4. Relazioni tra ricavi di vendita, nuovi utenti unici generati e numero di clienti (periodo 2010/2014).



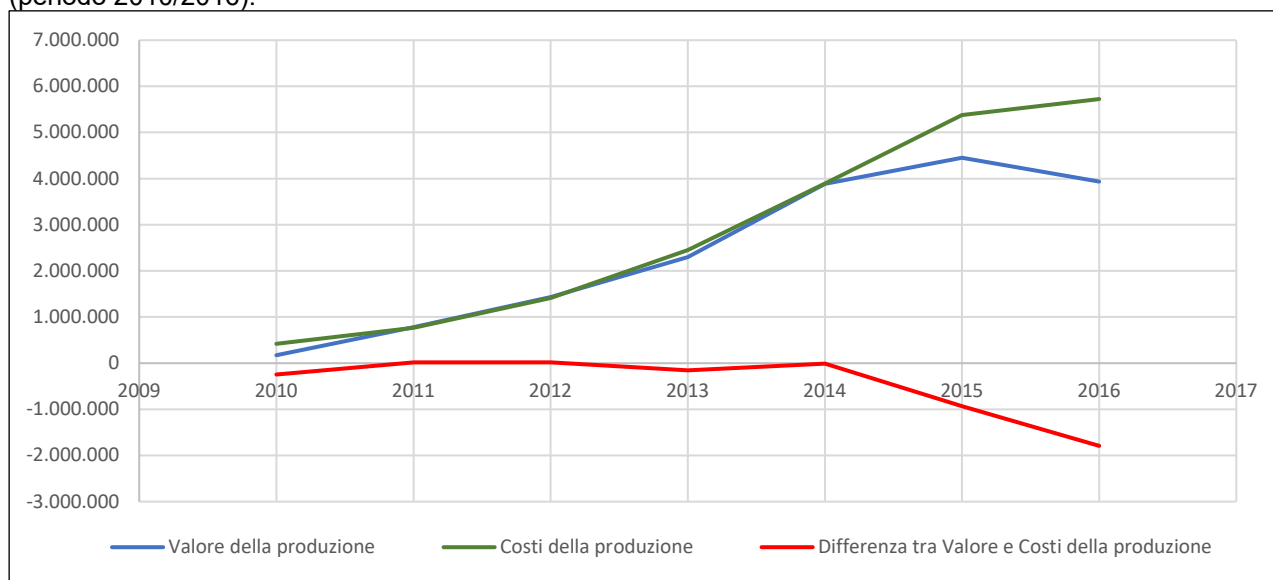
Fonte: nostra elaborazione su dati di bilancio.

Tutto ciò, mentre i costi della produzione crescevano esponenzialmente facendo registrare alla società, nei diversi esercizi, risultati assai modesti o negativi (figura 5).

Come si osserva dalla figura 5, peraltro, il divario negativo tra Valore della produzione e Costi della produzione si accentua significativamente negli anni 2015 e 2016, cioè proprio quando la società sembra realizzare un grosso salto di qualità sul fronte commerciale, chiudendo numerosi contratti con *big spender* del mercato pubblicitario.

Sul piano generale, la produzione di perdite e di flussi di cassa negativi per lunghi periodi di tempo può costituire, com'è ben noto, anche un evento programmato. Ma questo è possibile soltanto se, in presenza di risultati economici negativi e di un sistematico assorbimento di flussi di cassa, a tale strategia si associa un'attenta pianificazione dei cicli di finanziamento necessari per sostenere l'azienda. Senza un piano di sostegno finanziario, l'impresa non può permettersi un allontanamento dalle logiche di valutazione e programmazione del *break-even*. Nel caso del *venture capital*, quando i *venture capitalist* intervengono a sostegno delle start-up essi tendono, al fine di ridurre i tempi di attesa necessari per uscire dall'investimento, a incidere sulla crescita sovradimensionando l'investimento rispetto alle effettive potenzialità delle imprese finanziate (Sandri, 1988). Ciò può allontanare dal raggiungimento del punto di equilibrio in breve tempo e determinare, nei casi in cui l'obiettivo finale della maturità dell'impresa con il suo collocamento in borsa non venga raggiunto, l'abbandono da parte dei *venture capitalist* (Sandri, 1988).

Figura 5. Valore delle produzione, Costi della produzione, Differenza tra Valore e Costi della produzione (periodo 2010/2016).



Fonte: nostra elaborazione su dati di bilancio.

5. La vulnerabilità quale tratto distintivo delle start-up

Le Università, gli incubatori e gli acceleratori (Antonelli, 2004) supportano la gestazione e la nascita di molte start-up e *spin-off* in tutti i Paesi. Solo pochissime di esse, però, diventano "unicorni", raggiungendo una capitalizzazione di borsa superiore a 1 mld. di dollari. Queste icone del settore digitale sono ovviamente delle eccezioni. Anche le imprese ad alta crescita costituiscono una piccola percentuale del totale di quelle giovani. Nel nostro Paese, le c.d. "gazelle" – ossia le imprese costituite da non più di 4-5 anni, che hanno almeno 10 addetti e il cui fatturato e/o il cui numero di dipendenti crescono mediamente ad un tasso superiore al 20% per 3 anni consecutivi – sono poco meno dell'1% di quelle che nascono ogni anno (ISTAT, 2018).

Il fenomeno dell'elevata mortalità è un tratto distintivo delle imprese giovani in tutto il mondo. In media, nei differenti paesi e settori, i tassi di sopravvivenza a cinque anni dalla nascita sono molto bassi, seppur con le normali differenze tra le nazioni e i settori (Nicolò, 2017; Nicolò & Ricca 2019).

Se il quadro complessivo sulla sopravvivenza delle imprese nel corso del primo stadio di vita non è incoraggiante, il successo di poche start-up è tale, però, da attrarre investitori, *venture capitalist* e *business angel*, a caccia della nuova "Facebook", "WhatsApp", "YouTube", "Instagram", "Spotify". Molte di queste grandi *corporation* operanti nel settore digitale, infatti, hanno incontrato difficoltà economiche nei primi anni di vita prima di conseguire il successo. La speranza della creazione di valore economico nel medio-lungo termine sovente induce gli azionisti a finanziare gli aumenti del capitale, anche se non producono risultati positivi o se sono in perdita (Rubino & Ferraro, 2017).

Indicatori non convenzionali di performance, come ad esempio le analitiche degli accessi e dei comportamenti degli utenti durante le visite al sito web (orari e durata degli accessi, numero di pagine visitate o di video visualizzati, frequenza di rimbalzo, numero di conversioni, numero di download e dei "mi piace", risposte ai

sondaggi, ecc.) sono assunti come moltiplicatori nella stima del valore economico delle aziende in sostituzione dei tradizionali indicatori di performance, che ancora sono mancanti o sono negativi, proprio perché l'impresa è nata da poco e i ricavi, i flussi di cassa e i dividendi non sono indicativi del valore economico dell'impresa. La motivazione è che dalle start-up non si possono pretendere profitti perché sono giovani e devono ancora affermarsi nel mercato. In molti casi, tuttavia, "bolla" si gonfia e poi scoppia. Gli indicatori non convenzionali, in questi casi, si dimostrano effimeri misuratori di performance e di valore economico delle start-up (Porter, 2001).

I *venture capitalist* sono mossi da una logica di frazionamento del rischio di portafoglio: investono su numerose start-up per guadagnare con il successo di poche più di ciò che perdono con il fallimento di tante. Quando l'impresa non si afferma e non è possibile realizzare la *exit* disinvestendo, i *venture capitalist* tendono a non fare più aumenti di capitale per non incorrere in perdite.

Il caso Mosaicoon è rappresentativo di queste dinamiche, molto frequenti soprattutto nel mondo delle start-up digitali. Queste sovente presentano un *business model* che somiglia ad un Giano bifronte: investono denaro per mettere a disposizione un servizio gratuito alla massa di utenti. Un numero elevato di utenti che non pagano, ovvero che pagano un prezzo che non consente di reintegrare pienamente i costi e gli investimenti, crea tuttavia valore perché attrae inserzionisti pubblicitari e sponsor.

In internet molti servizi sono gratuiti perché il loro costo marginale è prossimo allo zero, a ragione della loro immaterialità e all'uso di piattaforme web per la distribuzione (Rifkin, 2011, 2012). Non è difficile conquistare utenti regalando servizi o vendendoli a un prezzo molto basso. Per questa via si può attivare un circolo vizioso che si ripercuote sulla possibilità di conseguire ricavi in futuro. Molte start-up rimangono così vittime della loro stessa strategia, soprattutto se non dispongono di capitali elevati che consentano loro di attendere l'affermazione sul mercato del modello di business. Tuttavia, non sempre basta aspettare. Spesso, infatti, il modello di business non prevede una concreta possibilità di fare profitto.

Nel prosieguo (v. infra § 7) si presenta una matrice descrittiva della relazione tra prospettive di redditività e valore economico, che è utile anche ai fini della comprensione del posizionamento strategico di Mosaicoon nella prima e nella ultima fase della sua esistenza.

6. Dai tassi interni di rendimento iperbolici alla pianificazione strategica

Il *venture capital* di matrice pubblica è considerato una modalità di finanziamento in grado di sostituirsi al mercato dei capitali (la mancanza di investitori privati, la ritrosia delle banche) per sostenere la crescita dimensionale e finanziaria delle PMI innovative meridionali.

I *venture capitalist* privati, infatti, sono poco attivi nel mezzogiorno anche per lontananza territoriale e le banche non sopportano (atteggiamento assunto sovente nei confronti delle iniziative imprenditoriali innovative) tassi di rischio particolarmente elevati. Il *venture capital* pubblico è stato considerato, di conseguenza, il "capitale paziente" cui affidare almeno in parte le sorti di un rilancio dell'economia meridionale (Gervasoni, 2016).

La legge di bilancio 2019 ha previsto la creazione di un nuovo strumento di coordinamento presso "Cassa Depositi e Prestiti", il "Fondo Nazionale Innovazione", che dovrebbe veicolare risorse finanziarie rilevanti e accentrare anche le precedenti esperienze di Invitalia Sgr e i suoi fondi per il *venture capital*. Il Fondo dovrebbe ricevere una dotazione annuale da parte del Ministero del Tesoro e ricevere una quota del 15% degli utili delle società partecipate pubbliche. In 5 anni, coinvolgendo in modo paritetico anche i privati, si preventivano investimenti sino a 5 miliardi in start-up innovative.

Pur se "paziente" sotto il profilo dell'attesa del rimborso a mezzo disinvestimento (*way-out*), tuttavia, questo capitale richiede una remunerazione molto significativa; nel caso specifico abbiamo riscontrato attese di remunerazione di un TIR del 35%.

Si tratta di tassi usuali per operazioni di *venture capital*, ma che mal si conciliano con operazioni di *venture capital* pubblico. Ciò in particolare se non è stato identificato bene il ciclo di finanziamento che conclude il periodo di detenzione o il fabbisogno di cassa dell'operazione.

Nel caso esaminato, l'emissione del warrant a fine 2012 (secondo ciclo di finanziamento) è particolarmente significativa dell'incertezza assunta nelle valutazioni del *way-out*. L'evento di liquidità veniva ricondotto ad ipotesi del tutto differenti:

- l'assunzione di un impegno vincolante da parte dei soci di trasferire le azioni;
- la quotazione in borsa;
- la liquidazione.

A causa dell'incertezza, il potenziale valore di *exit* per i fondi di *venture capital* oscillava da € 11.632.000 (valore minimo) a € 30.432.000. Ciò dimostra che le opzioni recepite nel *venture capital method* ancora non erano stabili, trattandosi di secondo ciclo di finanziamento che avrebbe dovuto approdare a diversi stadi evolutivi dell'impresa. In effetti, all'inizio di gennaio 2017, Mosaicoon è stata ammessa al "Progetto Elite", a testimonianza dell'intenzione coltivata della quotazione in Borsa.

L'estrema volatilità dei risultati attesi ha condotto a scegliere un *Tasso Interno di Rendimento* (TIR) molto elevato, quantificato come minimo pari al 35%, ipotizzando che potesse arrivare anche al 70%, con una conseguente sofisticata ripartizione delle azioni di nuova emissione esercitabili a mezzo *warrant*. TIR così

elevati sono indicativi di livelli di rischio altissimi che non trovano composizione in portafogli ben bilanciati a causa del ridotto numero di operazioni di investimento e della limitata entità dei fondi di *venture capital* attivabili da parte di gestori di piccole dimensioni.

Le incertezze del modello di business hanno comportato un fabbisogno ulteriore di capitale che, assumendo ipotetici valori di way-out altissimi, pur stemperati da TIR molto elevati, non è stato sottoscritto.

Si è già detto della difficoltà degli indicatori qualitativi della performance digitale (mi piace, account, ecc.) di tradursi in valori economici. Ma questo fattore di debolezza può essere accentuato dai *venture capitalist* soprattutto quando si trovano ad operare con mezzi limitati e in un eco-sistema che non può garantire l'ottimizzazione delle scelte di portafoglio.

Le possibili difficoltà del *venture capital*, soprattutto se pubblico, a finanziare ulteriori aumenti di capitale sono riconducibili alle regole di ingaggio dei fondi di *venture capital* che devono rendicontare in sede nazionale o internazionale l'utilizzo di risorse pubbliche, con i conseguenti prevedibili limiti di operatività. Ciò soprattutto in caso di perdite ricorrenti della partecipata.

Ciò è accentuato dalle caratteristiche peculiari del mercato finanziario italiano, dove le logiche di portafoglio tendono inevitabilmente a non consentire strategie di ottimizzazione a causa del ridotto numero di imprese sulle quali investire e la carenza di mezzi finanziari di cui dispongono i *venture capitalist*.

Il caso induce a riaffermare il ruolo centrale della pianificazione finanziaria, vitale per potere completare il ciclo di *venture capital* senza doversi trovare a rincorrere aumenti di capitale non programmati. In tal senso però occorre superare le consuete carenze dei piani d'impresa, sovente gonfiati per facilitare le nuove sottoscrizioni di capitale. Sul punto si segnala, che proprio in sede di aumento del capitale del 2016, i sindaci davano l'assenso all'approvazione del bilancio affrontando il problema della continuità aziendale, riscontrata proprio facendo riferimento al piano industriale interno.

Emergono anche la difficoltà di conservazione del valore nel caso in cui lo stesso sia riconducibile ad asset digitali prevalentemente legati all'opera del fondatore e la difficoltà di mantenere un valore dei beni digitali in caso di mancanza di continuità aziendale. Al riguardo, basta considerare che la prossima vendita fallimentare prevede un valore di base d'asta complessivo di € 260.000 per tutti i beni immateriali della Mosaicoon.²³

7. Le carenze della strategia competitiva di Mosaicoon

La Mosaicoon è nata con un modello di business assai interessante che puntava a capovolgere la logica tradizionale del mercato degli spot pubblicitari. Secondo il modello classico le aziende commissionano ai creativi video per pubblicizzare i propri prodotti e/o il proprio *brand*. Questo modello classico è, tuttavia, inefficiente perché richiede generalmente molto tempo per ottenere ciò che soddisfa le aspettative del committente. Ecco l'idea innovativa di Mosaicoon: dare alle aziende la possibilità di scegliere i video direttamente dalla piattaforma, per poi farli adattare dagli autori alle proprie specifiche esigenze. La piattaforma, dunque, fungeva da "catalogo" e dava ai creativi la possibilità di guadagnare pubblicando video promozionali realizzati, non su commissione di aziende, bensì dando libero sfogo alla propria creatività. Qualcosa però non ha funzionato bene nel caso esaminato.

Nei settori globali *high tech*, qual è quello digitale, dominati da grandi *corporation* multinazionali, non si può sopravvivere a lungo adottando una strategia facilmente imitabile e, quindi, non difendibile dalle prevedibili ritorsioni dei leader del settore (Pellicelli, 1999; Porter, 1985). Giova a tal riguardo richiamare le principali condizioni da porre a base della formulazione di ogni strategia d'ingresso in un settore: 1) possedere un vantaggio competitivo di costo o di differenziazione che sia sostenibile, cioè difendibile dall'imitazione e dalle ritorsioni del leader del settore; 2) non essere inferiori al leader per quanto attiene alle altre attività, diverse da quelle dalle quali scaturisce il vantaggio competitivo; 3) dotarsi di strategie di difesa dalla ritorsione del leader (Porter, 1985).

In generale, la reputazione finanziaria delle imprese (Lamboglia, 2017; Nofsinger & Wang 2011) dipende dalla loro solvibilità, oltre che dalla loro redditività nel medio-lungo termine. La reputazione di mercato, derivante dalla capacità di soddisfare i clienti, non può essere apprezzata soltanto mediante indicatori non convenzionali come, ad esempio, le visite al sito web, il numero di *free account*, il numero di "mi piace" e di condivisioni, il gradimento espresso dalle giurie di esperti nelle manifestazioni per start-up e nelle competizioni di *business plan* (Mariani, Bartoloni, & Morelli, 2018; Ross & Byrd 2011; Russell, Atchison, & Brooks, 2008; Wen & Chen 2007). A questi indicatori deve sempre associarsi il conseguimento di adeguati risultati economici e finanziari (Marchi, Paolini, & Quagli 2003). Soltanto se i clienti pagano il prezzo riconoscono valore ai prodotti e ai servizi posti in vendita dalle imprese.

Tutte le imprese giovani sono carenti in quanto a reputazione aziendale. Non avendo una storia alle spalle, non hanno bilanci da esibire per conquistare la fiducia dei clienti e delle varie classi di interlocutori sociali

²³ I beni oggetto di vendita giudiziaria sono i seguenti:

A) le piattaforme digitali Plavid e Mosaicoon.com, nonché ai software proprietari Tracking, Erp, Crevity e Tiles e tutti gli altri identificati dalla relazione della Microchip S.r.l, nel pdf "Documento sintesi Mosaicoon Software", ancorché pienamente ammortizzati;

B) tutti i domini Internet di proprietà della Mosaicoon in Fallimento come analiticamente riportati nel pdf "Perizia di stima";

C) tutti i marchi registrati dalla Mosaicoon in Fallimento, come analiticamente individuati, per la durata delle registrazioni, comprese le eventuali tutele internazionali in via di riconoscimento.

(Damodaran, 2009; Nicolò, 2015 e 2017). La reputazione di mercato e la reputazione finanziaria si devono auto-alimentare (Ali, Lynch, Melewar, & Jin, 2015; Chun, 2005; Roberts & Dowling 2002; Walsh & Beatty 2007; Walsh, Mitchell, Jackson, & Beatty, 2009). Se una performance finanziaria soddisfacente tarda troppo a venire, la fiducia dei finanziatori e degli investitori può venire meno. In queste circostanze l'impresa depauperata la propria reputazione complessiva e perde le risorse necessarie per la sopravvivenza. Nei casi più gravi ne può conseguire l'estinzione.

Un'impresa operante nel settore digitale può avere un valore economico, anche assai elevato, pur non producendo profitti. Ciò accade in due casi:

1. la redditività soddisfacente si otterrà a medio-lungo termine;
2. la redditività soddisfacente non si otterrà neanche nel medio-lungo termine, perché il *business model* è concepito in modo tale da non prevedere il conseguimento di ricavi, oppure da non prevedere ricavi sufficienti a reintegrare i costi e gli investimenti. Questa seconda condizione presuppone che l'impresa sia acquisita da un'altra che la inserisce nel proprio *business model* in modo conveniente (ad esempio un elevato numero di utenti, come fece Facebook con WhatsApp e Instagram, una tecnologia esclusiva, un brand assai noto, *know-how* ed altre risorse intangibili).

Si presenta di seguito una matrice composta da quattro quadranti che è utile per analizzare il posizionamento strategico delle imprese in fase di start-up sotto due aspetti: le prospettive di redditività e di valore economico. Nel primo quadrante si posizionano le start-up che hanno buone prospettive di redditività e di valore economico. Esse hanno una posizione di vantaggio competitivo che alimenta redditività e creazione di valore per gli azionisti.

Nel secondo si collocano quelle che, pur avendo una redditività soddisfacente, non sono considerate capaci di acquisire un elevato valore economico, perché fragili. È il caso delle imprese che hanno un *business model* che sfrutta un vantaggio competitivo facilmente imitabile e, quindi, non difendibile nel tempo dai prevedibili attacchi dei grandi player del settore.

Appartengono al terzo quadrante le start-up che non sono redditizie, ma che hanno un elevato valore economico perché hanno ottime prospettive future, autonomamente ovvero nell'ambito di un'impresa più grande che la può acquisire e portarla a conseguire reddito sfruttando sinergie di gruppo. Si pensi, ad esempio, a WhatsApp e Instagram che, pur non producendo profitti, sono state acquisite da Facebook, che le ha pagate miliardi di dollari, sulla base dei vantaggi economici e competitivi che ha stimato di poter trarre dalla loro acquisizione.

Nel quarto quadrante, infine, si posizionano le start-up che non hanno una ragion d'essere perché non hanno prospettive di redditività e di valore, né autonomamente né nell'ambito di altre aziende, per effetto della loro acquisizione.

Figura 6. Matrice del valore/redditività delle start-up innovative.

| | | Valore atteso nel medio/lungo termine realizzabile mediante cessione | |
|--|-----------------|--|---|
| | | Elevato | Basso |
| Redditività attesa nel medio-lungo termine | Soddisfacente | I La start-up è redditizia ed ha anche un grande valore | II La start-up è redditizia ma è anche vulnerabile. Vi è il rischio che non mantenga buone performance |
| | Insoddisfacente | III La redditività è bassa ma la start-up vale perché consente di realizzare profitti ad acquirenti | IV Scommesse perse |

Fonte: tratta e adattata da Nicolò (2019).

Mosaicon nella fase iniziale della propria esistenza si collocava tra il secondo e il terzo quadrante: anche se la redditività era insoddisfacente, aveva buone prospettive di valore economico, tant'è che ha attratto i *venture*

capitalist: hanno investito in Mosaicoon perché evidentemente l'hanno ritenuta in grado di conseguire profitti o di essere acquisita da qualche grande *corporation* operante nel settore digitale.

I numerosi premi e riconoscimenti nazionali e internazionali ottenuti da Mosaicoon hanno contribuito ad amplificare le aspettative dei *venture capitalist*. Non è infrequente che una *dot-com* che non produce ricavi e utili abbia un numero di utenti così elevato da attirare l'interesse di grandissime compagnie. Si pensi ad esempio alle acquisizioni miliardarie di WhatsApp e Instagram da parte di Facebook, o a quelle di Skype da parte di Microsoft e di YouTube da parte di Google, solo per citarne alcune.

Con il passare del tempo, tuttavia, essa è precipitata nel quarto quadrante perché non ha trovato una via per confermare le iniziali attese di crescita di valore economico dei *venture capitalist* e del fondatore. L'azienda, infatti, non ha concepito una strategia efficace per difendersi dalla prevedibile ritorsione dei *big player*, segnatamente di YouTube, Instagram e Facebook. Il proprio servizio poteva essere facilmente sostituito da servizi simili offerti da altre aziende più note ed affermate nel mercato.

Nei primi anni di vita, la possibilità offerta ai creativi di pubblicare sulla piattaforma video di alta qualità e di utilizzare una serie di servizi di *editing* professionale, ha consentito a Mosaicoon di attrarre utenti, desiderosi di mettersi in mostra, dimostrando il proprio valore e, per questa via, acquisire commesse per la realizzazione di *spot*, ovvero cedere i contenuti video pubblicati nella piattaforma web. Alcuni *videomakers* sono riusciti a realizzare campagne virali. Ad un certo punto, però, YouTube ha offerto gratuitamente servizi simili, spiazzando così Mosaicoon. Allo stesso tempo, si è realizzata la crescita travolgente di Instagram, che è diventato in pochissimo tempo il *social network* di riferimento dei *teenager* di tutto il mondo e degli *influencer*, basando il proprio successo anche sulla messa a disposizione di servizi di *editing* assai avanzati. Mosaicoon, quindi, non è riuscita a competere con grandissime corporation come "Google", "YouTube", "Instagram" e "Facebook", che hanno un enorme numero di utenti.

8. Considerazioni conclusive

Mosaicoon è un caso emblematico di una start-up innovativa che si è posta obiettivi ambiziosi di rapida crescita per raggiungere i quali ha fatto ricorso al *venture capital* e che, nonostante il grande successo sul fronte mediatico, è fallita. Esso consente di trarre alcune indicazioni di carattere teorico e pratico, strettamente interconnesse, relativamente alla valutazione economico-finanziaria delle start-up e al *venture capital*.

Le start-up innovative, a ragione della giovane età e in assenza di risultati economico-finanziari consolidati, sono valutate prevalentemente attraverso indicatori qualitativi non convenzionali. Il caso dimostra, tuttavia, che in tali ipotesi diventa cruciale la pianificazione finanziaria, posta a base di un valido business plan; e che le valutazioni non convenzionali dei valori del capitale economico – anche ai fini della cessione, dei conferimenti o del *way-out* – devono essere analizzate criticamente con rigorose valutazioni tradizionali di natura economico-finanziaria. Serve un piano credibile, basato su ipotesi plausibili e stime fondate, che consenta di valutare le concrete possibilità di sviluppo delle imprese e di pianificare, mediante opportuni *stress test* degli scenari, i fabbisogni finanziari. È opportuno che le aziende non si pongano alla ricerca continua di capitale quando ancora le opzioni di crescita non si sono manifestate: ciò è particolarmente rilevante quando la start-up punta prevalentemente all'accrescimento del valore economico.

Per testare la capacità predittiva delle metriche non finanziarie, inoltre, occorre delineare principi e metodi di natura economico-aziendale per considerare in chiave sistematica gli indicatori non convenzionali e quelli tradizionali, evitando così che i primi siano enfatizzati e vengano utilizzati senza tenere in considerazione i loro legami con i risultati economico-finanziari.

Il caso, inoltre, mette in evidenza alcuni limiti del *venture capital*.

Emerge la necessità di valutare criticamente la stima dei *way-out* di cessione in quanto anche elevatissimi tassi interni di rendimento potrebbero non riuscire a dare significatività ai valori del capitale economico. Occorre un riscontro con i metodi tradizionali di valutazione, in particolare quando le opzioni di crescita sono ancora del tutto aleatorie. Prima di pensare a come distribuire il valore attraverso sofisticate operazioni di ingegneria finanziaria (emissioni di warrant, emissione di prestiti convertibili, aumenti di capitale con prezzi differenziati) occorre generarlo. La finanziarizzazione delle imprese va considerata una necessaria conseguenza del successo imprenditoriale e non il preludio.

Il *venture capital* è un capitale c.d. "paziente" che dovrebbe consentire di sopportare livelli di rischio particolarmente elevati, non sostenibili dalle banche. Esso, tuttavia, richiede un mercato dei capitali maturo, una borsa per le PMI, che possa accogliere progetti di quotazione altrettanto ambiziosi, oppure una comunità finanziaria diffusa capace di facilitare il *way-out*. Mancando queste condizioni, si rende problematico il disinvestimento del *venture capitalist*, con elevati rischi che l'impresa sia abbandonata a se stessa. La qualificazione del *venture capital* come "capitale paziente" è pertanto controversa, poiché si tratta di investimenti che generalmente attendono una remunerazione molto elevata. Il *venture capital* di matrice pubblica non appare in grado di stemperare questi eccessi e di superare i limiti connessi alla difficoltà di frazionare il rischio di portafoglio, in assenza di un mercato dei capitali efficiente.

Appare dunque necessario ritornare ai fondamentali per non perdere contatto con la realtà: valutando le aziende non solo in modo non convenzionale; facendo riemergere l'importanza degli *stress test* e dei piani;

dando rilievo agli equilibri economici e al finanziamento programmato delle perdite “normali” nella fase di avvio; dubitando di tassi di rendimento attesi iperbolici, se è ancora assente un maturo mercato dei capitali; valutando il capitale economico, dunque, anche con metodi convenzionali *steady state* di riscontro.

Sono tutti aspetti sui quali gli aziendalisti sono chiamati ad esprimere le proprie valutazioni, considerata la rilevanza delle risorse pubbliche in gioco e gli obiettivi di politica industriale perseguiti dai *policy maker*.

Bibliografia

- Ali, R., Lynch, R., Melewar, T. C., Jin, Z. (2015). The moderating influences on the relationship of corporate reputation with its antecedents and consequences: A meta-analytic review. *Journal of Business Research*, 68(5), 1105-1117.
- Antonelli, G. (2004). *Organizzare l'Innovazione. Spin off da ricerca, metaorganizzazioni ed ambiente relazionale*. Milano, Italia: Franco Angeli.
- Bergh, D.D., Ketchen Jr., D. J., Boyd, B. K., Bergh, J. (2010). New frontiers of the reputation-performance relationship: Insights from multiple theories. *Journal of Management*, 36(3), 620-632.
- Chun R. (2005). Corporate reputation: Meaning and measurement. *International Journal of Management Reviews*, 7(2), 91-109.
- Coda, V. (1963). *Introduzione alle valutazioni dei capitali economici d'impresa*. Milano, Italia: Giuffrè.
- Colombelli, A., Krafft, J., Vivarelli M. (2016). To be born is not enough: the key role of innovative start-ups. *Small Business Economics*, 47(2), 277-291.
- Corbetta, P. (2014). *Metodologie e tecniche della ricerca sociale*. Bologna, Italia: Il Mulino.
- Costa, M. (1998). *Il caso in economia aziendale: tra logica della scoperta scientifica e logica della conferma scientifica*. In Dagnino, G.B., Di Betta, P., Quattrone, P. (a cura di). “Le metodologie della ricerca nelle discipline economico-aziendali fra tradizione e nuove tendenze”. Napoli, Italia: Edizioni Scientifiche Italiane, 421-447.
- Damodaran, A. (2009). *The dark side of valuation: Valuing young, distressed, and complex businesses*. Upper Saddle River-New Jersey, U.S.A.: Ft Press.
- Del Pozzo, A. (2001). *Venture capital e creazione di valore nella piccola impresa*. Torino, Italia: G. Giappichelli Editore.
- Del Pozzo, A. (2012). *Controllo finanziario e rischio di default. La prospettiva della creazione del valore e gli strumenti di governo del rischio finanziario*. Milano, Italia: Franco Angeli.
- Di Paola, N., Spanò, R., Caldarelli, A., Vona (2018). Hi-tech start-ups: legitimacy challenges and funding dynamics. *Technology Analysis & Strategic Management*, 30(3), 363-375.
- Dierickx, I., Cool, K. (1989). Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage. *Management Science*, 35(12), 1504-1511.
- Eisenhardt, K.M., Graebner, M.E. (2007). Theory Building From Cases: Opportunities And Challenges. *Academy of Management Journal*, 50(1), 25-32.
- Ferrero, G. (1970). *La valutazione economica del capitale d'impresa*. Milano, Italia: Giuffrè.
- Gervasoni, A. (2016,). *Trent'anni di finanza alternativa*. Milano, Italia: A.I.F.I.
- Guatri, L. (1998). *Trattato sulle valutazioni delle aziende*. Milano, Italia: Egea.
- Helm, S. (2007). The role of corporate reputation in determining investor satisfaction and loyalty. *Corporate Reputation Review*, 10(1), 22-37.
- Istat (2018), *Annuario statistico italiano*, Roma, Italia: Istat
- Klandermans, B., Staggenborg, S. (2002). *Methods of social movement research*. Minneapolis, U.S.A.: University of Minnesota Press.
- Lamboglia, R. (2017). *Il controllo della reputazione finanziaria nel sottosistema delle relazioni azienda-banche*. Torino, Italia: G. Giappichelli Editore.
- Marchi, L., Paolini, A., Quagli, A. (2003). *Strumenti di analisi gestionale. Il profilo strategico*. Torino, Italia: G. Giappichelli Editore.
- Mari, C. (1994), *Metodi qualitativi di ricerca. I casi aziendali*. Torino, Italia: G. Giappichelli Editore.
- Mariani, G, Bartoloni, L., Morelli, D. (2018). Managing uncertainty in the start-up environment : is a business plan an incentive or a limitation? *Management Control*, 1(1), 17-44.
- Merton, R. C. (1974). On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates. *Journal of finance*, 29(2), 449-470.
- Nicolò, D. (2015), Towards a theory on corporate reputation and survival of young firms”, *Procedia Economics and Finance*, 22(2015), 296-303.
- Nicolò, D. (2017). *Young firms' sustainability and corporate reputation: A comparison of the survival rates in the US and EU*, in AA.VV. (Eds., J. Vasile Andrei, D. Nicolò), “Sustainable entrepreneurship and investments in the green economy”, Hershey Pa, U.S.A.: IGI Global.
- Nicolò, D. (2018). Carenze informative e vulnerabilità delle imprese giovani. Il ruolo del business plan. *Management Control*, 2, 37-52.

- Nicolò, D. (2019). *La vulnerabilità delle imprese in fase di start-up. Analisi ed interpretazione delle cause*. Torino, Italia: G. Giappichelli Editore.
- Nicolò, D., Ricca, B. (2019). Under-capitalization and other factors that influence the survival of young Italian companies. *International Journal of Advances in Management and Economics*, 8(1), 37-51.
- Nofsinger, J.R., Wang W. (2011). Determinants of start-up firm external financing worldwide". *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2282-2294.
- Noor, K. B. M. (2008). Methodology, Case Study: A Strategic Research". *American Journal of Applied Sciences*, 5(11), 1602-1604.
- Pellicelli, A. C. (1999). *Le strategie delle imprese high tech*. Torino, Italia: G. Giappichelli Editore.
- Porter, M.E. (1985). *Competitive advantage. Creating and sustaining superior performance*. New York, U.S.A.: The Free Press.
- Porter, M.E. (2001). Strategy and the Internet. *Harvard Business Review*, March, 63-78.
- Rifkin, J. (2011). *The third industrial revolution: how lateral power is transforming energy, the economy, and the world*. New York, U.S.A.: Macmillan.
- Rifkin, J. (2012). The third industrial revolution: How the internet, green electricity, and 3-d printing are ushering in a sustainable era of distributed capitalism. *World Financial Review*, 1(1), 4052-4057.
- Roberts, P.W., Dowling, G.R. (2002). Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*, 23(12), 1077-1093.
- Ross, L. W., Byrd, K. A. (2011). Business plan competitions: Start-up 'idols' and their twenty-first century launch pads. *Journal of Higher Education Theory and Practice*, 11(4), 53-64.
- Rubino, F. E., Ferraro, O. (2017). *La valutazione delle Internet company*. In Maglio R. (a cura di), "La valutazione d'azienda in particolari settori". Milano: Italia: Giuffrè.
- Runfola, A., Perna, A. Baraldi, E., Gregori, G. L. (2017). The use of qualitative case studies in top business and management journals: A quantitative analysis of recent patterns. *European Management Journal*, 35(1), 116-127.
- Russell, R., Atchison, M., Brooks R. (2008). Business plan competitions in tertiary institutions: Encouraging entrepreneurship education. *Journal of Higher Education Policy and Management*, 30(2), 123-138.
- Sandri, S. (1988). *Il venture capital nel ciclo di sviluppo di nuove imprese*. Torino, Italia: G. Giappichelli Editore.
- Turrini, A. (2002). Lo studio dei casi come metodologia di ricerca in economia aziendale. *Azienda Pubblica*, vol. 5 (1/2), 67-85.
- Vermiglio, F. (1989): *Valutazione dell'azienda in occasione di trasferimento*. In AA.VV., "Il trasferimento d'azienda. Aspetti civilistici e fiscali". Palermo, Italia: Edizioni giuridiche Buttitta.
- Walsh, G., Beatty, S. E. (2007). Customer-based corporate reputation of a service firm: Scale development and validation. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 35(1), 127-143.
- Walsh, G., Mitchell, V. W., Jackson, P.R., Beatty, S.E. (2009). Examining the antecedents and consequences of corporate reputation: A customer perspective". *British Journal of Management*, 20(2), 187-203.
- Wen, C.T., Chen, Y.W. (2007). The innovation process of entrepreneurial teams in dynamic business plan competition: from sense-making perspective. *International Journal of Technology Management*, 39(3/4), 346-363.
- Yin, R.K. (2012). *Applications of case study research*. Thousand Oaks-California, U.S.A.: Sage.
- Yin R. K. (2013). *Case Study research: Design and methods*. Thousand Oaks-California, U.S.A.: Sage.