

Riassunto Tesi Magistrale

“Analisi degli elementi di valutazione degli investitori sulle startup”

Relatore: Chiar.mo Prof. Enzo Peruffo

Candidato: Gian Marco Liberati (Matr. 649231)

Correlatore: Chiar.mo Prof. Luca Pirolo

Anno Accademico 2013/2014

Il termine startup, negli ultimi anni, è stato frequentemente utilizzato da professori, giornalisti, ricercatori e studenti per indicare un concetto di non facile codificazione e riproducibilità. Graham¹ ha cercato di superare queste difficoltà ed ha individuato due condizioni necessarie e sufficienti per stabilire se un nuovo business può essere considerato una startup o non. La prima condizione è la possibilità di soddisfare un bisogno comune a moltissime persone (quasi la totalità della domanda globale). La seconda condizione è riuscire a “catturare” e servire tutte le persone con tale necessità. Nella definizione di startup, di seguito enunciata, è stata considerata anche la regolamentazione della fattispecie dal legislatore italiano. Il rapporto “Restart-Italia”² su cui si basa la legge n. 221 del 2012, definisce la startup in sei punti: 1) sono detenute direttamente e almeno al 51% da persone fisiche, anche in termini di diritti di voto; 2) svolgono attività di impresa da non più di 48 mesi; 3) non hanno fatturato – ovvero hanno un fatturato, così come risultante dall’ultimo bilancio approvato, non superiore ai 5 milioni di euro; 4) non distribuiscono utili; 5) hanno quale oggetto sociale lo sviluppo di prodotti o servizi innovativi, ad alto valore tecnologico; 6) si avvalgono di una contabilità trasparente che non prevede l’uso di una cassa contanti, fatte salve le spese legate ai rimborsi.

In sintesi, *“La startup è un’impresa di recente costituzione, che si trova sul mercato da meno di 48 mesi, la quale sviluppa, crea e commercializza uno o più prodotti e/o servizi innovativi con lo scopo di servire un bisogno comune il più ampio possibile e raggiungere tutta la domanda potenziale, comportando così un’ampia crescita.”*

¹ www.paulgraham.com

² Ministero dello Sviluppo Economico. “Restart, Italia.” Stampato, 2012

Definito in tal modo il campo di riferimento delle startup, sono state analizzate le necessità e le problematiche delle startup stesse. Esse, indipendentemente dal campo di azione, hanno bisogno di alcune risorse che non hanno a disposizione nella loro fase iniziale. Queste possono essere di diverso genere e di differente entità, consistono in risorse finanziarie, umane, tecnologiche e tecnico-logistiche.

Il modo con cui queste necessità vengono colmate variano in maniera assai ampia e possono comprendere contratti con Business Angel (BA) e/o fondi d'investimento istituzionali oppure accordi con incubatori d'impresa. Le risorse finanziarie tuttavia hanno un'importanza centrale e maggiore per il perseguimento della vita della startup ed esse variano nel tempo in base allo sviluppo della startup stessa. Robert Goldberg³, nel suo lavoro, identifica generalmente tre macro fasi: la "Early Business Stages"; la "Traditional Business Expansion Stages" ed infine la "Traditional Late Stages".

L'"Early Business Stages" a sua volta si articola in tre differenti step ("Seed financing", "Startup Stage", "Early Stage"), fa riferimento ai primi 2-3 anni di attività della startup ed è ricercato il supporto di alcuni particolari investitori quali BA, *4fs*, fondi pubblici o incubatori. In tale macro-fase la startup sviluppa il business plan e brevetta l'idea su cui si fonda il valore della startup.

La "Traditional Business Expansion Stages", rappresenta la macro-fase nella quale la startup è alla ricerca di finanziamenti per espandere le sue attività. Essa già si trova nella fase produttiva ma non ancora raggiunto il punto di break-even. Anche questa macro fase è stata suddivisa in due stadi ("Second Stage", "Third Stage"). La startup, in questa fase, si rivolge, preferibilmente, a fondi di Venture Capital (fondi di VC) ma anche talvolta alle Banche.

L'ultima macro-fase a "Traditional Late Stages" si riferisce a startup già presenti sul mercato che hanno esigenze differenti, come la ricerca di fondi per una possibile IPO, oppure per la possibile vendita della startup stessa ad un'altra impresa. Questa macro-fase prevede tre alternative: il "*Mezzanine Financing*", il "*Bridge Financing*" o nel caso di exit di un investitore la "*Liquidation Phase*". I maggiori interlocutori in quest'ultima macro-fase, variano dai fondi di Private Equity, ai fondi pensione, ai fondi assicurativi, alle banche commerciali.

Di seguito si sono analizzati le maggiori tipologie di investitori con cui gli *startupper* devono relazionarsi, ossia: i BA e i fondi di VC.

I BA, o investitori informali, si distinguono dagli altri investitori per la tipicità di usare le proprie risorse personali per investire in un progetto. Nella maggior parte dei casi si tratta di business nuovi ad elevata crescita, con i quali non hanno una connessione familiare. Tuttavia, i BA hanno con questi business una connessione professionale per

³ Goldberg, Robert T., "An introduction to startup financing and a new approach to attracting capital resources." *White paper, startup factory*. (2012).

una loro importante precedente esperienza lavorativa⁴. Essi cedono quindi non solo le proprie risorse finanziarie ma anche le proprie conoscenze tecniche, che hanno maturato durante la loro carriera professionale. Nella quasi totalità dei casi, i BA hanno un ruolo attivo durante lo svolgimento dell'accordo di investimento e successivamente ad esso. Gli scopi che si prefigge il BA sono il capital gain che può acquisire dalla vendita delle sue quote della startup ad un valore almeno 10 volte l'investimento effettuato⁵. Questo altissimo valore è motivato dall'elevatissimo rischio a cui il BA si espone nell'operazioni. Un altro elemento che caratterizza i BA è il fattore "fun". Questo fa riferimento al sentimento vissuto dal BA, il quale nell'investire in una startup ha necessità di creare un rapporto molto stretto con i fondatori della startup e durante il quale potrà "divertirsi" (in senso lato) mettendo a disposizione le sue competenze. Il fattore "fun"⁶ è caratterizzato inoltre dai *softer factors* e dal cosiddetto "gut feeling"⁷ che fortemente condizionano la selezione delle startup su cui investire. Questi investitori informali investono nelle startup durante la loro primissima fase di vita, in quanto le risorse finanziarie a disposizione dei BA sono limitate. Tale affermazione è confermata anche da una serie di studi di settore sviluppati sia negli USA che in Europa. Un'altra caratteristica tipica dei BA è la mancanza di un *time horizon* fisso nella gestione degli investimenti⁸. Infatti, un BA ha la possibilità di usare a suo vantaggio questa leva del tempo, in quanto i suoi fondi non hanno una limitazione temporale, potendo così allungare il tempo di investimento in una startup o aspettare l'occasione migliore e quindi più profittevole di exit. Perciò, dato per scontato il requisito di elevata crescita di una startup per poter attrarre l'attenzione di un investitore, una serie di teorici hanno riscontrato che i BA tendono a fare delle scelte particolari, sintetizzabili come qui di seguito riportato: "*Business angels therefore concentrate on avoiding bad investments rather than seeking winners and aim to make a return on every investment they make.*" (vedi nota 8).

Riscontrato, dunque, un buon grado di emotività e rapporto personale tra investitore e imprenditore che contraddistingue i BA, anche il processo di *due diligence* risente di questa caratteristica. Infatti, il contratto stipulato dalle parti è collegato al modello dei contratti incompleti, il quale prevede l'individuazione di una serie di variabili da

⁴ Maxwell, Andrew L., Scott A. Jeffrey, and Maren Lévesque. "Business angel early stage decision making." *Journal of Business Venturing* 26.2 (2011): 212-225.

⁵ Kelly, Peter, Hay, Michael. "Business angel contracts: the influence of context.", *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* (2003), 5:4.

⁶ Benjamin, Gerald A., and Joel Margulis. "Finding your wings: how to locate private investors to fund your business." (1996).

⁷ Paul Stuart, Whittam Geoff, Wyper Janett. "Towards a model of the business angel investment process.", *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 9:2 (2007), 107-125.

⁸ Mason, Colin M., and Richard T. Harrison. "Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments." *Journal of Business Venturing* 17.3 (2002): 211-236.

prendere come riferimento⁹. Tale fattispecie prende in considerazione i costi di transazione, della razionalità limitata e dell'asimmetria informativa esistente, la quale rende incompleto il contratto che viene frequentemente rinegoziato, con un'allocazione di controllo ex-post particolarmente intenso. Il processo riscontrato da altri teorici è caratterizzato dalla *familiarization*, che si caratterizza per una prima fase di conoscenza del progetto riassunto in un breve business plan nel quale il "gut feeling" del BA ha un ruolo importante. La seconda fase è lo *screening*, che si distingue per un atteggiamento più strutturato. Di seguito, il *bargaining*, è la redazione del contratto formale nel quale si decidono le maggiori questioni legate all'investimento. La quarta fase è il *managing*, che rappresenta il lavoro svolto dalle parti che si basa molto sulla fiducia reciproca. Infine, lo *harvesting* rappresenta l'exit del BA dall'investimento (vedi nota 7).

Dallo studio della letteratura emerge che la fiducia è un fattore cruciale nella relazione tra gli *startupper* e il BA. Infatti, essa regola il loro rapporto giornaliero, il quale li vede perseguire lo stesso scopo, cioè lo sviluppo economico della startup. Inoltre, la fiducia permette di ridurre l'opportunismo e rende più attuabile il modello di contratto incompleto, che lega le due parti. Infine, è stato rilevato che i BA creano tra di loro dei BA Network (BAN). Essi consentono ai BA di poter comunicare e scambiarsi delle opportunità d'investimento. Inoltre, questi network permettono di ridurre quell'*information gap* che c'è tra domanda ed offerta, riuscendo in tal maniera sia a minimizzare i costi di ricerca che la complessità¹⁰.

I fondi di VC, o fondi istituzionali, svolgono un'attività di finanziamento in una fase subito successiva alla prima macro-fase di vita dell'impresa. Essi investono in startup con un'elevata prospettiva sia di crescita che quindi di rischio, differenziandosi dunque dai fondi di Private Equity (che sostengono imprese non finanziarie, tramite un'attività di finanziamento, di ideazione, di monitoraggio e di gestione dello stesso)¹¹. Tra i vari fondi di VC sono stati individuati due tipologie di "suppliers": i "Captive" e gli "Independent"¹². Nel primo caso si riferisce a Banche e/o Assicurazioni che al loro interno sviluppano delle attività di investimento gestite da altri soggetti, ossia i Venture Capitalist, creando così delle forme ibride. Per "Independent" si fa riferimento a dei fondi di VC che hanno un vita limitata e pertanto un *commitment* molto elevato verso il risultato finale, identificabile in un sostanzioso capital gain. Questi investitori, a differenza del BA, non agiscono seguendo il fattore "fun" in quanto usando dei fondi di una terza parte, li gestiscono seguendo un rapporto di tipo "principal-agent". Questo

⁹ Van Osnabrugge, Mark. "A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis." *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2:2, (2000): 91-109.

¹⁰ Mason, Colin M., and Richard T. Harrison. "Business angel networks and the development of the informal venture capital market in the UK: Is there still a role for the public sector." *Small Business Economics* 9:2 (1997): 111-123.

¹¹ Ghini, Alfonso. "Private equity e Venture capital Considerazioni di attualità." *Economia Aziendale Online* 4 (2012): 73-81.

¹² Wright, M. and Robbie K. "Venture capital and private equity: a review and synthesis." *Journal of Business Finance & Accounting* 25:5-6 (1998): 521-570.

rapporto ha il limite di soffrire di potenziali ampie asimmetrie informative. Esse devono essere ridotte attraverso un contratto il più possibile completo. Inoltre, il Venture Capitalist ha la necessità di ridurre il rischio dato dalla incertezza dei risultati delle imprese in cui ha investito. In tale ottica, esso attua una pratica di “portafoglio diversificato”, cioè introduce all’interno del suo portafoglio di investimenti una serie di imprese che per attività e rischio sono differenti, potendo quindi ridurre quello totale. Inoltre, il *time horizon* di un fondo di VC risulta essere limitato in un periodo compreso tra i 5 ed i 10 anni¹³. Infine, a differenza dei BA, per gli investitori istituzionali il business plan rappresenta il principale elemento di presentazione nella valutazione iniziale di un progetto. Relativamente ai contratti, in questo ambito si riscontrano, delle tipologie maggiormente regolate e complete per eliminare la seconda tipologia di rischio che caratterizza la fattispecie (oltre al suddetto rischio di mercato), cioè il rischio interno, relativo alle asimmetrie informative (vedi nota 11). Per questo motivo, tale contratto, particolarmente complesso, è costituito da un accordo di riservatezza, che assicura la discrezione su alcuni valori e dettagli aziendali. Di seguito, nella lettera d’intenti vengono definite le tematiche centrali del contratto finale. Il processo di *due diligence* rappresenta la modalità per individuare il valore allo stato attuale dell’impresa e delle sue future potenzialità. Infine, si realizza l’ultimo step consistente nella conclusione della trattativa. Le modalità di exit del fondo di VC sono regolate all’interno di questo processo. Esse possono essere di tipo positivo per entrambe le parti, come l’IPO o l’acquisizione delle quote da parte di un altro investitore; oppure possono essere negative come il “*buyback*”, che prevede il riacquisto delle quote da parte dei vecchi imprenditori, la “*secondary sale*”, che prevede il riacquisto delle quote del fondo a un prezzo di mercato, ed il “*written-off*”, la cancellazione delle azioni del fondo¹⁴.

Il diverso approccio da parte dei fondi di VC rispetto ai BA, deriva dalla loro diversa genesi. I Venture Capitalist gestiscono ampie risorse finanziarie, lavorando da agenti per degli investitori, quindi le loro azioni sono ampiamente controllate attraverso dei contratti molto complessi. Il gestore del fondo deve, quindi, agire con competenza e raggiungere risultati positivi che gli permettono di raggiungere, in caso di risultati positivi, un’elevata *reputation* (vedi nota 10). I rapporti che contraddistinguono gli investitori con i Venture Capitalist e quest’ultimi con le startup possono, quindi, essere caratterizzati da un doppio *agency cost*.

Successivamente è stato tentato di definire il profilo dello *startupper*, dal punto di vista del background e della personalità. Attraverso uno studio di “Mind the Bridge”, del

¹³ Coppola, Augusto. “*Workshop: understanding investors*” presso i-lab, LUISS (2014).

¹⁴ Sahlman, William A. “The structure and governance of venture-capital organizations.” *Journal of financial economics* 27.2 (1990): 473-521.

2012, è emerso che il *founder* di una startup ha un'età media di 33 anni, con un'esperienza precedente di solito lunga nel mondo del lavoro. Essi, inoltre hanno conseguito un PhD (10%), oppure un Master di secondo livello (42%). La loro business idea proviene nel 67% dei casi dalle attività svolte durante la preparazione universitaria, mentre per il 50% dalle esperienze lavorative precedenti. Le startup caratterizzate da un solo *founder*, sono assai rare e quelle esistenti nel 72% dei casi sono classificabili come delle “*wannabe company*”. Le motivazioni che assimilano gli *startupper* sono stati analizzati da molti studi. Esse possono essere di diverso genere e sono spesso assimilabili alle motivazioni riscontrate nei più importanti studi di questo filone (come l’“*achievement*” di McClelland¹⁵, la “stima” di Maslow¹⁶ o l’“*individualism*” di Hofstede¹⁷). Altre motivazione di carattere diverso rispetto agli studi citati possono essere: la “*welfare considerations*”, la “*perceived instrumentality of wealth*” e il “*follow role models*”.

Il ruolo del legislatore italiano, per regolare e incentivare questo fenomeno, è stato attivo e ha portato allo sviluppo di un documento “Restart-Italia” (che ha visto la collaborazioni di esperti del settore per elaborarlo) e di seguito una legge apposita (n.212/2012). Questa legge oltre a definire la startup (vedi sopra e nota 2) e l’incubatore, indica una serie di misure di incentivo allo sviluppo delle startup. In particolare, i vantaggi per esse (ma anche per gli incubatori) sono di diverso genere. Essi spaziano dalle possibilità di convenienti retribuzioni ai dipendenti e ai fornitori (il cosiddetto “*work for capital*”), ad incentivi fiscali (credito d’imposta) nonché al sostegno di alcune agenzie nazionali (ad esempio l’ICE) e di fondi. Inoltre, la CONSOB ha sviluppato una normativa organica dell’*equity crowdfunding*, con il fine di incentivare il suo uso da parte di tutti coloro che nel loro piccolo vorranno investire e aiutare le migliori startup. Infine, è stata operata un’analisi comparata tra la normativa italiana e quelle dei paesi che maggiormente hanno regolato questo fenomeno come gli USA, la Germania, la Francia, Israele, la Cina, la Corea del Sud ed il Cile. In ogni regolamentazione c’è un’attenzione ampia alle agevolazioni fiscali e alle deroghe sulla legislazione societaria. Tuttavia esistono diverse tipologie d’approccio relativamente ai finanziamenti pubblici, ai co-finanziamenti in R&S, nei programmi territoriali e sulle deroghe sulla legislazione del lavoro.

L’attenzione è stata, successivamente, focalizzata agli strumenti per lo sviluppo delle startup. Il Business Incubator (BI) è stato il primo strumento analizzato. Esso generalmente si caratterizza, malgrado la sua evoluzione nel corso degli anni, per il suo

¹⁵ McClelland, David C. *Achieving society*. Simon and Schuster, 1967.

¹⁶ Maslow, Abraham Harold. "A theory of human motivation." *Psychological review* 50.4 (1943): 370-396.

¹⁷ Hofstede, Geert. "Culture and organizations." *International Studies of Management & Organization* (1980): 15-41.

scopo che consiste nell'“*accelerare la crescita e il successo delle nuove imprese attraverso un supporto fornito sia in termini di risorse che di servizi*”¹⁸. L'intervento di un incubatore consente alla startup di essere pronta al mercato prima di quando avrebbe potuto. Ciò è possibile poiché il BI riesce a colmare quei gap originati dai fallimenti di mercato. I servizi che, ad oggi, sono offerti dai BI ricadono entro tre categorie, materiali, immateriali e di *networking*.

I servizi materiali sono stati concessi sin dalla creazione dei primissimi incubatori; per servizi materiali si intende la possibilità di usufruire di infrastrutture (telefoni, uffici, internet e spazi tecnici) a costi inferiori a quelli di mercato o a costo zero; vengono fornite anche risorse finanziarie¹⁹. I servizi immateriali sono rappresentati dalla consulenza a tutte quelle attività che vengono messe in essere nella *new venture*, come il supporto legale e fiscale, le attività di *recruiting* e di *accounting* (vedi nota 15 e 16). Infine, i migliori incubatori offrono anche un servizio di *networking*, il quale è fondamentale per creare valore aggiunto alla startup.

L'attività di *networking* prevede un'intensa creazione e sviluppo di relazioni tra le startup, che si trovano all'interno di uno stesso incubatore, nonché la possibilità di comunicare con un ampio numero di esperti provenienti da *industry* diverse, i quali sono a disposizione delle startup (vedi nota 16). Tali relazioni sono di tipo formale (con le altre startup) e informale (con gli investitori e professionisti). Gli incubatori che basano molto del proprio valore aggiunto nel *networking*, da questo Networked Business Incubator, personalizzano le *partnership* in rapporto alle startup che hanno all'interno del loro portafoglio, facilitando così il passaggio del flusso di conoscenze (vedi nota 16). Tali rapporti permettono di entrare a contatto con dei professionisti (mentor) che hanno conoscenze, esperienze e competenze molto ampie e consentono di raggiungere un più elevato grado di competitività²⁰. Un'altra modalità di *networking* può provenire anche dall'impegno che gli incubatori possono trarre dalle associazioni di Alumni, sfruttando lo scambio di esperienze²¹. Un ulteriore vantaggio di appartenere ad un network come quello che concede un incubatore è la possibilità di incrementare la propria reputazione, visibilità, ed immagine permettendo così da attrarre e fidelizzare non solo clienti, ma anche investitori e giornalisti.

Le strategie attuabili dalle varie tipologie di BI, esistenti sul mercato, si basano su 7 fattori (vedi nota 15). Tali fattori individuati da alcuni studi scientifici sono la *mission* (incubatore *for profit* o *no profit*), la *localizzazione* dell'incubatore (in che tipo di area geografica esso si vuole localizzare: zona economicamente depressa o vicino ad un

¹⁸ Lazzeri, Francesca “Il ruolo degli incubatori d'impresa.” *Centro Tocqueville-Acton. Quaderno di Teoria* n.16 (2010): 1-23, tramite www.nbia.org.

¹⁹ Hansen, Morten T., et al. "Networked incubators." *Harvard business review* 78.5 (2000): 74-84.

²⁰ Leonard, Dorothy, and Walter Swap. "Gurus in the garage." *Harvard Business Review* 78.6 (2000): 71-82.

²¹ Aernoudt, Rudy. "Incubators: tool for entrepreneurship?." *Small Business Economics* 23.2 (2004): 127-135.

centro di ricerca), la *specializzazione* (se l'incubatore è specializzato in un settore solo oppure in più di uno), il *livello di intervento e di servizi offerti*, le modalità di *selezione* delle startup, il *sistema di scambio tra incubatore e impresa* (*fee-based, equity based* o misto) e l'*orizzonte temporale* dell'incubatore.

Gli incubatori, come già detto, hanno avuto un'evoluzione importante che ha modificato le loro caratteristiche e servizi offerti²². Ad oggi si riconoscono quattro diversi modelli. Il primo è il *Business Incubator Center*, di origine pubblica, è nato con lo scopo di rivitalizzare una zona geografica depressa, tramite la concessione di alcuni servizi specialmente materiali a delle startup. Un secondo modello è l'*University Business Incubator*, spesso di origine pubblica, viene creato in collaborazione con università e centri di ricerca nazionali e ha lo scopo di utilizzare la scienza e la tecnologia come veicolo per rivitalizzare o sostenere le economie locali e nazionali (*spin-off* accademici). Spesso tali incubatori vengono sviluppati in parchi scientifici. Un terzo modello è l'*Independent Private Incubator*, cioè un modello nel quale dei soggetti autonomi tramite capitale proprio sostengono delle startup vicine ai settori in cui essi sono esperti, acquisendo in cambio dell'*equity*. Infine, il *Corporate Business Incubator*, è stato sviluppato prevalentemente all'interno di grandi imprese che creano degli incubatori interni per favorire l'imprenditorialità dei propri dipendenti (ma non solo). Esse utilizzano, in tal modo, le competenze ed il know-how accumulato, per poter così generare innovazione e sviluppo per l'impresa.

L'analisi prosegue con lo studio delle Investor Relation (IR), in quanto esse assumono un ruolo importantissimo nelle *big co.* per gestire le relazioni con gli investitori. In tal modo è esaminato il campo di queste relazioni per poter successivamente svolgere un'analisi comparativa tra relazioni di grandi imprese con gli investitori e ancora le relazioni tra quest'ultimi e le startup. Tuttavia, nelle *big co.* il ruolo delle IR ha visto un ampio sviluppo solo successivamente agli scandali finanziari (Enron e Worldcom in particolare), che sono stati una *wake-up call* per tutto il sistema²³. Per regolare questo ampio sistema è stata sviluppata una normativa adeguata a fornire più tutele e una qualità di informazioni più dettagliate da parte delle imprese. Tale regolamentazione è servita anche per far riacquisire fiducia agli investitori nei mercati di capitali. Infatti, lo scopo principale dell'attività di un buon Investor Relation Manager (IRM) è quello di *minimizzare il rischio* degli investitori fornendo loro informazioni chiare e comprensibili dell'impresa, in modo tale da raggiungere una divulgazione completa e

²² Boschetti, Carlo, Alessandro Grandi, and Rosa Grimaldi. "Risorse, competenze e incubatori di impresa." *Sinergie rivista di studi e ricerche* 61-62 (2011).

²³ Thompson, Louis M. JR. "The state of Investor Relations." *Boards & Shareholders. Compliance Week* (May 2013): 56-57.

imparziale della stessa. Un ulteriore fine per gli IRM è quello di creare dei rapporti di lungo periodo che “fidelizzino” gli investitori²⁴.

Le competenze richieste per essere un IRM sono di diverso tipo. Esse spaziano dalle competenze finanziarie a quelle legate alle Pubbliche Relazioni. Questo è necessario affinché le *disclosure* siano caratterizzate da informazione finanziarie particolareggiate ed allo stesso tempo distribuite e comunicate secondo un modello elaborato da un manager della comunicazione. Questo concetto è sintetizzabile con l’affermazione che le competenze di un IRM devono essere di *corporate communication*. La tipologia di comunicazione risultata migliore in tale fattispecie è la “*two way symmetrical*”²⁵. Essa si basa su una comunicazione bilaterale e include la necessità di comprendere sia le richieste degli investitori che del management. Inoltre, questa tipologia comunicativa ha come caratteristiche l’uso del dialogo e della negoziazione con gli investitori dell’impresa e con il top management e può essere considerata il modello più etico in senso assoluto.

Le attività che vengono implementate da un IRM sono di diverso genere e si differenziano in rapporto al numero e alla diversità dei suoi destinatari²⁶. In particolare, l’IRM sembra concentrarsi nella spiegazione del business dell’impresa e del suo mercato, nell’enfaticizzazione dei prospetti futuri, nella presentazione della strategia di lungo periodo, nella ridotta creazione di aspettative troppo alte, nell’affrontare notizie negative in maniera aperta e trasparente. Il carattere di questa comunicazione è di tipo proattivo con tutti gli stakeholder. Infine, è necessario che l’IRM sia coadiuvato da un team competente (vedi nota 23). Una tipologia di comunicazione, che è stata riconosciuta molto utile per perseguire gli scopi suddetti delle IR, è la comunicazione di tipo “intangibile”²⁷, che attraverso la relazione con i clienti e la comunità con la quale essa si interfaccia fornisce una luce completa delle sue attività economiche e finanziarie. Tale attività è sviluppata anche e soprattutto con l’utilizzo dei social media, i quali sono stati adeguati idonei dalla SEC per effettuare annunci di tipo finanziario.

Tale scenario di riferimento teorico è stato sviluppato per avere una conoscenza approfondita del fenomeno startup nella sua complessità. L’argomento nevralgico riguardante il quesito più rilevante per gli imprenditori non è stato, tuttavia, ancora affrontato. In particolare non è stata data una risposta alla domanda:

²⁴ Laskin, Alexander V. "A Descriptive Account of the Investor Relations Profession A National Study." *Journal of Business Communication* 46.2 (2009): 208-233.

²⁵ Kelly, Kathleen S., Alexander V. Laskin, and Gregory A. Rosenstein. "Investor relations: two-way symmetrical practice." *Journal of Public Relations Research* C22.2 (2010): 182-208.

²⁶ Geddes, Victoria. "Investor relations --- compliance versus communications." *Keeping Good Companies* (2011): 646-652.

²⁷ Lev, Baruch. "Sharpening the intangibles edge." *Harvard business review*(2004): 109-118.

Quali sono gli elementi della startup che gli investitori osservano con più attenzione nel momento in cui valutano l'opportunità di mettere in essere un investimento?

La focalizzazione di tali elementi ha richiesto una ricerca nel campo della teoria comportamentale che caratterizza i diversi investitori (come i BA e i fondi di VC, ma non solo). In particolare, sono stati individuati due macro elementi che incidono sulla possibilità di acquisire gli investimenti nel tempo (status evolutivo della startup) e nella qualità della proposta della startup (collegata sia a caratteristiche intrinseche della startup ma anche a come esse vengono percepite). In dettaglio, la qualità della proposta della startup si identifica in 7 fattori: il problema che la startup risolve, il team dei *founder*, le caratteristiche del servizio/prodotto, il modello di business, il settore di riferimento, il network e la comunicazione verso l'esterno. Di seguito sono illustrate le 9 considerazioni che sono state sviluppate successivamente allo studio della letteratura in materia.

C1: Il tempo incide positivamente sulla quantità totale di investimenti ricevuti dalla startup.

C2: Maggiore è il numero di potenziali utenti che il servizio o il prodotto della startup è in grado di raggiungere, maggiore è l'interesse che gli investitori attribuiscono alla startup.

C3: Se le caratteristiche del team dei founder di una startup sono di alta qualità (ossia hanno: un ampio background accademico e lavorativo nel settore in cui essa opera e nelle startup in genere, una buona eterogeneità e un impegno costante nello sviluppo dell'impresa) l'interesse da parte degli investitori nella startup è maggiore.

C4: Se le caratteristiche del servizio/prodotto offerto da una startup sono di alta qualità (ossia: è caratterizzato da un alto grado d'innovatività del servizio/prodotto, esso è completo e prevede il potenziale sviluppo di servizi/prodotti complementari) l'interesse da parte degli investitori nella startup è maggiore.

C5: Se le caratteristiche del modello di business sono di alta qualità (ossia ha: un'ampia scalabilità estendibile anche in altri settori correlati, uno scarso rischio di mercato e un'ampia coerenza con il mercato target) l'interesse da parte degli investitori nella startup è maggiore.

C6: Se le caratteristiche del settore di riferimento della startup sono di alta qualità (ossia esso è caratterizzato da un ampio mercato crescente e una scarsa presenza di competitor) l'interesse da parte degli investitori nella startup è maggiore.

C7: Se le caratteristiche del network a disposizione della startup sono di alta qualità (ossia è molto ampio e permette di relazionarsi con diverse tipologie di stakeholder) l'interesse da parte degli investitori nella startup è maggiore.

C8: Se le caratteristiche della comunicazione verso l'esterno effettuata dalla startup sono di alta qualità (ossia è sviluppato un sito istituzionale e un approccio ai social media adeguato, un pitch personalizzato in base a chi si ha di fronte e lo sviluppo di una relazione ampia con gli investitori) l'interesse da parte degli investitori nella startup è maggiore.

C9: Gli investimenti ricevuti da una startup sono correlati positivamente con il tempo di esistenza della stessa per la qualità delle attività svolte dall'impresa.

Per verificare tali considerazioni sono stati presentati dei case history di quattro startup che hanno avuto rapporti di differente importanza con i-lab LUISS ai quali è stato chiesto di compilare un questionario online e successivamente di rispondere a delle interviste *one-to-one* con lo scopo di approfondire le attività che li contraddistinguono e gli eventi che più hanno condizionato l'evoluzione della startup.

La prima startup intervistata è stata Wallet Saver, costituita legalmente nel Dicembre 2013. Essa si trova attualmente nella fase *seed* ed è stata ideata da un laureato LUISS. Questa startup, composta da 3 *co-founder* specializzati in Informatica ed Economia, svolge le sue attività all'interno dell'incubatore LUISS ENLABS, in quanto ne ha affittato dei desk. Wallet Saver svolge un servizio di comparatore di tariffe telefoniche, basandosi sull'acquisizione diretta di dati dagli smartphone su cui è stata scaricata la loro app. Il loro business model, per ora, è articolato sull'acquisizione delle commissioni di attivazione di un contratto telefonico che loro consigliano. Tuttavia, tale modello è in divenire ed in sviluppo. Infatti, numerosi sono i progetti di evoluzione della startup non solo nel business model, ma anche nelle attività che intende sviluppare. Per comunicare con i propri stakeholder, la startup usa principalmente social network e sito istituzionale. Al 31/7/2014 ha acquisito 93 mila Euro di investimenti attraverso BA e fondi europei per lo sviluppo economico.

Le Cicogne è una startup costituitasi legalmente nell'Aprile del 2013. Essa si trova nella fase di *early stage*. Il team di *founder* di questa startup è composto da tre laureate in Economia e Informatica. Questa *new venture* è stata parte per sei mesi nel programma di accelerazione presso LUISS ENLABS. La startup offre soluzioni di babysitting ai genitori, attraverso ragazzi e ragazze preselezionati, di età compresa i 18 e i 30 anni, che hanno la passione dei bambini e sono alla ricerca di un lavoro occasionale. Le attività de Le Cicogne si sono ampliate, coerentemente con la sua evoluzione, e comprendono supporto per i compiti (tutoring), trasporto di bambini da luoghi diversi e

organizzazione di feste. Il loro business model si caratterizza nel pagamento di una *fee una tantum* e mensile da parte dei ragazzi che vogliono trovare un lavoro occasionale, comportando così una responsabilizzazione di quest'ultimi. Essi ricevono il loro compenso per il servizio effettuato dai genitori, secondo delle tariffe variabili in base al babysitter. Il business si sviluppa attraverso il sito istituzionale, tramite il quale la startup può sia ricevere richieste di babysitter da parte dei genitori che richieste di lavoro da parte dei ragazzi. Al 31/7/2014 Le Cicogne hanno acquisito 141 mila Euro di investimenti da BA, fondi europei per lo sviluppo economico ed incubatori.

Veracious, costituitasi legalmente nel Dicembre del 2013, è una startup che si trova nella fase *seed*. I *founder* sono 5 e si dividono tra studenti e laureati alla LUISS "Guido Carli" in Economia e Scienze Politiche. In particolare 2 di essi sono i responsabili di i-lab LUISS. Questa startup si occupa di *e-commerce* di prodotti artigianali agricoli italiani. Il modello di business di questa impresa si basa sul suo sito istituzionale, il quale mette in relazione produttori e consumatori. Tale struttura *lean* rappresenta un vantaggio competitivo in un mercato assai competitivo anche se in crescita. Al 31/7/2014 Veracious ha acquisito investimenti per 120 mila Euro da BA e fondi europei per lo sviluppo economico.

L'ultima startup presentata è Qurami. Questa *new venture* costituita legalmente nel Febbraio del 2011, si trova nello *startup stage*. Qurami svolge le sue attività all'interno dell'incubatore LUISS ENLABS, ma non fa parte del suo processo di accelerazione. Il team dei *founder* di questa startup è composto da 4 laureati in Economia ed Informatica. La startup si è evoluta sullo sviluppo di un'app che permette di ridurre il tempo in attesa in fila. Il modello di business si basa sull'uso gratuito dell'applicazione per gli utenti finali, mentre prevede il pagamento di una *fee* annuale da parte delle strutture che decidono di rendere disponibile questo servizio per i propri clienti. In tal modo, le strutture che adottano Qurami aumentano la *customer satisfaction* e l'efficienza del loro servizio. Al 31/7/2014, Qurami ha acquisito 300 mila euro d'investimento da BA e fondi di VC.

Una volta revisionati e accettati i case history da parte dei *founder* delle startup, sono stati valutati i fattori in questione per ogni singola startup. Tale attività è stata implementata al fine di verificare le considerazioni effettuate. Le valutazioni riguardano ogni fattore individuato dalla ricerca bibliografica, eventualmente articolato in sub fattori per meglio cogliere la complessità del fenomeno delle startup. Oltre a questi fattori, in accordo a quanto emerso dai colloqui avuti con gli *startupper*, è stato considerato un ulteriore parametro riguardante l'attitudine delle startup a seguire i feedback ricevuti dagli investitori nel corso dei loro rapporti con essi. La valutazione adottata è basata su una scala numerica che va da 1 a 5. Essa è stata sviluppata in

accordo ai giudizi soggettivi formulati, tuttavia fondati su elementi maggiormente oggettivi e riscontrabili:

- il pitch di presentazione della startup che è stato individuato su internet o che si è ricevuto direttamente dai *founder*;
- le informazioni che sono state acquisite durante le interviste *one-to-one* e sottoposte ad una *revision* da parte di chi l'ha concesse;
- le informazioni apprese dal web.

I casi pratici hanno convalidato tutte e 9 le considerazioni, precedentemente effettuate. Tale conferma è stata fornita dalle correlazioni positive che caratterizzano le relazioni tra le variabili descritte. Solo il fattore aggiunto, la propensione di risposta al feedback da parte degli *startupper*, non ha mostrato una correlazione positiva tra le variabili abbastanza robusta.

Riassumendo quanto fino a qui discusso si può asserire che essendo stata confermata anche la *C9*, esiste una relazione crescente e positiva tra il prodotto dei fattori di qualità delle attività svolte da un'impresa (Q) per i suoi mesi di attività (T) e gli investimenti attratti (I). In altre parole a parità di "età anagrafica" di una startup si potranno raggiungere degli investimenti maggiori se la qualità delle varie attività svolte dalla startup stessa sarà maggiore.

Dall'analisi condotta su i singoli fattori, risulta tuttavia, che a parità di altre condizioni per alcuni fattori sono richiesti livelli di qualità più elevati per creare valore aggiunto (analisi comparata dei coefficienti angolari delle relazioni relativi ai singoli fattori). Nel dettaglio, i fattori con maggiore importanza relativa indicati da questo elaborato, sono: 1) la comunicazione verso l'esterno, 2) le caratteristiche del servizio/prodotto offerto dalla startup, 3) il network a disposizione dell'impresa, 4) il team dei *founder*, 5) il problema che la startup riesce a risolvere attraverso il suo prodotto/servizio, 6) il modello di business, 7) il settore di riferimento della startup.

Tale risultato si ritiene fornisca la risposta al quesito iniziale determinando un ordine di priorità dei fattori della startup che incidono sulla possibilità di acquisire gli investimenti, anche se tale studio empirico presenta alcuni limiti (vedi *infra*).

La comunicazione verso l'esterno, intesa verso gli stakeholder della startup, è risultato il fattore che ha la maggiore importanza relativa per attrarre gli investitori. Infatti tanto più la comunicazione risulta avere una qualità elevata tanto più risulta possibile acquisire degli investimenti, a parità di mesi di vita delle startup. Data tale rilevanza, è stato ritenuto opportuno comparare le attività svolte dalle Investor Relation nelle grandi imprese e trovare i punti in comune e le differenze con le attività comunicative delle

startup, in modo tale da individuare quali sono quelle azioni che devono essere messe in atto già nella fase iniziale di un'impresa e quelle che invece possono essere sviluppate in un momento successivo. In particolare, si è rilevato che non c'è una posizione predefinita nelle startup che svolge la funzione di comunicazione verso l'esterno (invece nelle *big-co*. l'IRM svolge questa funzione) ma di solito essa viene svolta dall'ideatore della startup o comunque da uno dei suoi *founder*, il quale sviluppa la comunicazione con un modello simile a quello delle Investor Relation cioè il *two way symmetrical*. Il responsabile della comunicazione della startup enfatizza le prospettive future e le strategie di lungo periodo, utilizzando soprattutto mezzi come social media e il sito istituzionale dell'impresa, sviluppando in particolar modo anche la comunicazione "intangibile", similmente a quanto fa l'IRM.

Il network ha un'importanza superiore alla media nell'attrarre gli investitori ed è il terzo per importanza, dopo la comunicazione e le caratteristiche del servizio/prodotto. È stato analizzato, al fine di una migliore comprensione, come tale rete di conoscenze può essere generata e come deve essere gestita nel medio periodo per favorire l'acquisizione degli investimenti da parte delle startup. In maniera più specifica, nella fase iniziale della vita di una startup non risulta importante come essa crei il suo network, se questo è dovuto al particolare contesto in cui essa si trova (come un incubatore) o se è dovuto alle conoscenze dei *founder* della startup; mentre in un'ottica di medio periodo, sembra fondamentale che la connessione del network sia connesso ai fondatori della startup e non solo al contesto a causa della sua variabilità e dell'ampia dinamicità che caratterizza questo ambiente.

Tuttavia è necessario sottolineare i due limiti che caratterizzano questo studio empirico. Il primo è determinato dal numero ridotto di case history preso in considerazione. Il secondo limite è dato dalla valutazione soggettiva che è stata effettuata delle attività messe in essere dalle startup. La soggettività è stata in parte ridotta introducendo nell'Allegato 2, la tracciabilità di tali valutazioni che sono fondate sulla letteratura presa in esame.

Per i motivi sopraesposti, il significato di questo elaborato è da considerarsi quale il primo passo verso uno studio più ampio e strutturato. In altri termini le considerazioni confermate da questo elaborato possono essere valutate come la conclusione di uno studio pilota. In futuro, la conferma delle conclusioni qui descritte può costituire la base per una ricerca su un campione più ampio e con valutazioni associate ad un minor carattere di soggettività.