

# LUISS



Corso di Laurea in *Economia & Management*

Cattedra di *Organizzazione Aziendale*

## IL RAPPORTO TRA STARTUPPER E FINANZIATORE: GOVERNANCE, CONFLITTI E STRATEGIE DI GESTIONE

---

RELATORE

Prof. Antonio Daood

CANDIDATO

Michele Bartelucci

Matricola: 283131

Anno Accademico 2024/2025

# INDICE

|                                                                                         |           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1. Il contest economic e il ruolo delle startup.....</b>                             | <b>5</b>  |
| 1.1 Scopo della ricerca e domande chiave.....                                           | 5         |
| 1.2 Rilevanza del tema.....                                                             | 5         |
| 1.3 Metodologia.....                                                                    | 6         |
| <b>2. Crescita rapida delle startup: tra opportunità e sfide.....</b>                   | <b>8</b>  |
| 2.1 Definizione e metriche di crescita rapida.....                                      | 8         |
| 2.2 Modelli di finanziamento: venture capital, bootstrapping e crowdfunding...          | 9         |
| 2.3 Il ruolo del finanziatore nella crescita della startup.....                         | 13        |
| <b>3. Il conflitto tra imprenditore e finanziatore: un problema di governance....</b>   | <b>17</b> |
| 3.1 Fondamenti di corporate governance nelle startup.....                               | 17        |
| 3.2 Il dilemma del controllo e della leadership.....                                    | 19        |
| 3.3 Conflitti strategici: crescita sostenibile vs pressione per l'exit.....             | 21        |
| 3.4 Effetti del conflitto sul successo dell'impresa.....                                | 23        |
| <b>4. Strategie di gestione del conflitto.....</b>                                      | <b>24</b> |
| 4.1 Strumenti contrattuali e clausole di governance.....                                | 24        |
| 4.2 Il ruolo del board e degli advisor.....                                             | 27        |
| 4.3 Modelli alternativi di governance.....                                              | 29        |
| <b>5. Analisi empirica: confront tra prospettive di imprenditori e finanziatori... </b> | <b>31</b> |
| 5.1 Intervista a Massimiliano Magrini (venture capitalist).....                         | 32        |
| 5.2 Intervista a Enrico Mattiazzi (startupper).....                                     | 33        |
| 5.3 Confronto tra prospettive: disallineamenti e tensioni.....                          | 34        |
| 5.4 Riflessioni conclusive e modelli di equilibrio relazionale.....                     | 36        |
| <b>6. Proposte conclusive: verso una nuova visione relazionale.....</b>                 | <b>39</b> |
| 6.1 Cosa rende efficace la relazione startup-investitore.....                           | 39        |
| 6.2 Approcci e strumenti per una relazione virtuosa.....                                | 40        |
| 6.3 Conclusione generale: il contratto relazionale come risposta.....                   | 42        |
| 6.4 Limiti e sviluppi future dello studio.....                                          | 44        |

# Introduzione

---

Negli ultimi due decenni, le startup hanno progressivamente assunto un ruolo centrale nei processi di innovazione economica, sociale e culturale. Non si tratta più solo di nuove imprese ad alto potenziale. Sono invece diventate l'emblema di un nuovo modello imprenditoriale, capace di sfidare settori consolidati, attrarre capitali, generare occupazione qualificata e reinterpretare le regole dell'economia globale.

In questo scenario in continua trasformazione, la figura dello startupper si afferma come nuovo protagonista del cambiamento. Tuttavia, il percorso di crescita di una startup è raramente lineare, è spesso segnato da incertezze, pivot strategici, accelerazioni improvvise e soprattutto dalla necessità di instaurare relazioni chiave con attori esterni. Tra queste, nessuna è più rilevante e complessa del rapporto con il finanziatore.

Il legame tra imprenditore e investitore, infatti, non è solo una transazione economica. È una relazione dinamica, influenzata da asimmetrie informative, aspettative divergenti, pressioni temporali e differenze culturali. È un equilibrio sottile tra capitale e autonomia, tra visione strategica e controllo operativo, tra fiducia e potere. Ed è proprio in questa intersezione che si gioca gran parte del successo o dell'insuccesso di una startup.

Questa tesi nasce dalla volontà di esplorare in profondità le dinamiche che regolano questo rapporto. L'obiettivo non è solo analizzare i conflitti potenziali o i modelli di governance più efficaci, ma comprendere cosa rende davvero sostenibile e costruttiva la relazione tra founder e finanziatore. Un rapporto che, se mal gestito, può portare a fratture insanabili; ma se ben costruito, può trasformarsi in un potente acceleratore di crescita.

A rendere questa ricerca più concreta e attuale è il confronto con due prospettive reali e complementari: quella di un venture capitalist e quella di uno startupper. Le interviste a Massimiliano Magrini, co-fondatore e managing partner di United Ventures, uno dei principali fondi di venture capital italiani, e a Enrico Mattiazzi, direttore operativo di

Fiscozen, startup italiana nel settore fintech, costituiscono la base empirica per leggere, confermare e talvolta mettere in discussione i modelli teorici. Attraverso le loro parole, la tesi si arricchisce di casi, intuizioni e tensioni che nessuna teoria può pienamente anticipare.

La struttura del lavoro riflette questo percorso. Il primo capitolo introduce il contesto economico in cui le startup operano, con un focus su scala-up, modelli di crescita e specificità italiane. Il secondo capitolo approfondisce le modalità di finanziamento e le implicazioni relazionali di ciascun modello. Il terzo capitolo entra nel vivo del conflitto: ne analizza le cause, le forme e le manifestazioni più ricorrenti. Il quarto capitolo è dedicato agli strumenti di gestione e prevenzione: contrattuali, organizzativi, relazionali. Il quinto capitolo presenta e confronta le interviste, evidenziando punti di convergenza e divergenza. Infine, il sesto capitolo propone una sintesi critica e avanza una possibile innovazione relazionale, il contratto relazionale integrativo, e riflette sui limiti e sulle prospettive future dello studio.

Questa tesi, infine, si inserisce in una riflessione più ampia sul concetto di impresa, non solo come entità economica, ma come sistema relazionale. In un mondo in cui le tecnologie cambiano rapidamente ma le persone rimangono centrali, imparare a gestire relazioni complesse come quella tra founder e investitore è non solo utile, ma indispensabile. Perché alla fine, come dimostrano i casi di maggiore successo, non è il capitale a generare valore, ma la qualità delle relazioni che lo accompagnano.

# 1. IL CONTESTO ECONOMICO E IL RUOLO DELLE STARTUP

---

## 1.1 – Scopo della ricerca e domande chiave

Negli ultimi anni, il panorama delle startup innovative ha assunto un ruolo sempre più centrale nell'economia globale e nazionale, rappresentando un motore fondamentale di innovazione, occupazione e trasformazione dei mercati. Tuttavia, al di là del dinamismo che le caratterizza, le startup si trovano spesso ad affrontare tensioni strutturali interne, in particolare quando entrano in relazione con investitori esterni.

Il presente elaborato si propone di esplorare in profondità una di queste tensioni fondamentali: il conflitto tra imprenditori e investitori, con particolare attenzione al modo in cui questo si sviluppa, alle sue implicazioni sulla governance e alle possibili strategie di mitigazione. Il focus sarà posto in particolare sulle startup ad alta crescita, dove il bisogno di finanziamento esterno si scontra con la volontà dei founder di mantenere il controllo decisionale e la propria visione strategica.

Per guidare l'indagine, la ricerca si articola attorno a tre domande chiave:

- Quali sono le principali fonti di conflitto tra startup e investitori?
- Come il modello di finanziamento influisce sulla governance?
- Quali strategie possono mitigare il conflitto e favorire una crescita sostenibile?

## 1.2 – Rilevanza del tema: il ruolo della governance nelle startup

Il tema del rapporto tra founder e investitori, e in particolare il nodo del conflitto, risulta oggi di grande attualità sia sul piano accademico che su quello operativo. Numerosi casi concreti, anche noti al grande pubblico (si pensi a WeWork, Uber, o Theranos), mostrano come i disaccordi tra chi guida l'impresa e chi la finanzia possano portare a risultati

molto diversi, dal successo accelerato, fino al collasso organizzativo.

La letteratura ha da tempo evidenziato l'importanza della governance come leva per bilanciare potere, visione e sostenibilità. In particolare, nelle startup, dove mancano spesso strutture formali consolidate, il rischio di uno squilibrio tra autonomia imprenditoriale e controllo finanziario è molto elevato. La governance, intesa come insieme di strumenti, ruoli e regole decisionali, rappresenta allora un elemento chiave per prevenire o gestire i conflitti e favorire una crescita coerente con gli obiettivi di entrambe le parti.

Analizzare questo tema significa dunque contribuire a comprendere meglio non solo le dinamiche interne alle startup, ma anche il funzionamento dei mercati dell'innovazione e del capitale di rischio. In questa prospettiva, la tesi si pone come un contributo sia teorico che pratico, in grado di fornire elementi utili a founder, investitori e studiosi del settore.

### 1.3 – Metodologia

Il presente lavoro adotta un'impostazione metodologica qualitativa, orientata all'esplorazione approfondita del rapporto tra founder e investitore nella fase di crescita delle startup. La scelta di questo approccio nasce dalla volontà di analizzare dinamiche complesse e spesso latenti, che difficilmente potrebbero essere catturate attraverso strumenti quantitativi o standardizzati.

La metodologia si fonda sull'analisi integrata di tre principali fonti:

- Letteratura accademica: sono stati consultati articoli scientifici, working paper e studi di settore provenienti da ambiti quali la corporate governance, il venture capital e l'imprenditoria innovativa.
- Casi reali: per illustrare situazioni emblematiche e dinamiche ricorrenti sono stati selezionati casi aziendali, italiani e internazionali, che evidenziano in modo chiaro le tensioni tra capitale e visione (come WeWork, Stripe, Revolut, Satispay).

- Interviste originali: due contributi diretti hanno arricchito la prospettiva analitica. Il primo, con *Massimiliano Magrini*, venture capitalist e cofondatore di United Ventures; il secondo, con *Enrico Mattiazzi*, direttore operativo della startup Fiscozen. Le interviste sono state condotte in forma semi-strutturata, con domande aperte finalizzate a far emergere punti di vista autentici sui temi della fiducia, del conflitto, dell'allineamento strategico e del potere decisionale.

Questo triangolo metodologico consente di combinare la profondità teorica con l'esperienza pratica e con l'interpretazione soggettiva dei protagonisti del mondo startup. L'obiettivo non è quello di produrre risultati generalizzabili, ma di generare insight, domande e proposte che siano utili per comprendere e affrontare i nodi critici della relazione tra imprenditore e investitore.

## 2. CRESCITA RAPIDA DELLE STARTUP: TRA OPPORTUNITÀ E SFIDE

---

### 2.1 – Definizione e metriche di crescita rapida nelle startup

La crescita rapida è una delle caratteristiche distintive delle startup, e rappresenta al contempo un'opportunità e una sfida. Nella letteratura e nella pratica, non esiste una definizione univoca di “crescita rapida”, ma essa viene solitamente associata alla capacità di un'impresa giovane di scalare il proprio modello di business in tempi brevi, generando un incremento significativo di utenti, ricavi o raccolta di capitale.

Tra le metriche più utilizzate per identificare una startup ad alta crescita troviamo l'Annual Recurring Revenue (ARR), il Monthly Active Users (MAU), il tasso di crescita mensile (month-over-month growth), il numero di round di finanziamento ricevuti, e la valutazione pre/post-money raggiunta in tempi brevi. Una “scale-up” è un'impresa che ha registrato una crescita annua media di almeno il 20% in termini di occupazione o fatturato in un periodo di tre anni consecutive (OECD, 2023)

È importante distinguere tra crescita sostenibile e crescita accelerata. La crescita sostenibile si basa su modelli di business validati, un equilibrio tra costi e ricavi, e una pianificazione coerente. La crescita accelerata, invece, è spesso guidata da ingenti capitali di rischio e mira a conquistare rapidamente quote di mercato, anche a costo di sacrificare la redditività nel breve termine. Sebbene questo approccio possa portare a risultati impressionanti, comporta anche un'elevata esposizione al rischio operativo, culturale e di governance.

Un esempio emblematico di crescita accelerata è rappresentato dalla fintech britannica Revolut. Fondata nel 2015, in soli cinque anni ha superato i 15 milioni di utenti,

diventando una delle principali challenger bank europee. Questo risultato è stato ottenuto grazie a un forte orientamento alla scalabilità, una strategia di espansione internazionale aggressiva e numerosi round di investimento che hanno portato la sua valutazione oltre i 30 miliardi di dollari. Nel 2021, Revolut ha raccolto 800 milioni di dollari in un solo round guidato da SoftBank e Tiger Global, segnando uno dei più alti finanziamenti nella storia delle startup europee.

Anche in Italia non mancano esempi di crescita accelerata. Satispay, attiva nel settore dei pagamenti digitali, ha raggiunto oltre 3 milioni di utenti attivi e decine di migliaia di esercenti convenzionati, con una strategia basata sull'espansione graduale ma solida e sull'attenzione alla sostenibilità finanziaria. Nel 2022 ha chiuso un round da 320 milioni di euro, diventando uno dei pochi “unicorni” italiani, cioè startup la cui valutazione ha superato il miliardo di euro prima della quotazione in borsa.

Questa tensione tra velocità e sostenibilità è al centro del dibattito contemporaneo sulle startup: da un lato, la pressione del mercato e degli investitori spinge verso l'accelerazione (OECD, 2023); dall'altro, la complessità organizzativa e il rischio di disallineamento interno suggeriscono maggiore cautela. Nei prossimi paragrafi verranno analizzati i modelli di finanziamento che abilitano la crescita, e il ruolo critico che i finanziatori giocano nel guidare, o forzare, lo scaling delle startup.

## **2.2 – Modelli di finanziamento per la crescita: venture capital, bootstrapping, crowdfunding**

La scelta del modello di finanziamento rappresenta una delle decisioni più delicate per una startup. Non si tratta solo di trovare capitali, ma di scegliere che tipo di relazione instaurare con chi li fornisce, quale livello di controllo accettare, e quali compromessi si è disposti a fare per crescere. Ogni modello porta con sé un diverso bilanciamento tra

indipendenza strategica e velocità di esecuzione, tra accesso a risorse e perdita di autonomia.

### ◇ Venture Capital

Il venture capital (VC) è la forma di finanziamento più diffusa tra le startup che ambiscono a scalare rapidamente. Si basa sull'ingresso di investitori istituzionali nel capitale della società, in cambio di equity e potere decisionale. Il VC consente l'accesso a capitali consistenti, spesso in più round successivi, e permette di accelerare notevolmente le tempistiche di sviluppo.

Vantaggi principali:

- Capitale immediatamente disponibile per scalare, internazionalizzare, assumere talenti chiave
- Network strategico: accesso ad altri investitori, corporate partner, mentor
- Supporto operativo e reputazionale: l'ingresso di un VC noto aumenta la credibilità sul mercato
- Esperienza gestionale: molti VC affiancano attivamente il founder nelle decisioni strategiche

Svantaggi rilevanti:

- Diluizione dell'equity: con ogni round il founder perde una quota della proprietà, spesso significativa
- Clausole di governance rigide: i VC impongono spesso diritti di veto, liquidation preferences, board seats
- Pressione per l'exit: i fondi hanno un orizzonte temporale ristretto (5–10 anni), e mirano a massimizzare l'IRR, talvolta a discapito della visione del founder
- Rischio di conflitto: la presenza di troppi investitori con interessi divergenti può compromettere l'unità strategica

Esempi come WeWork mostrano come un VC molto presente (SoftBank) possa inizialmente alimentare l'espansione ma poi, in assenza di controllo gestionale, forzare

un cambio radicale nella leadership (SoftBank, 2020; WeWork, 2021). Al contrario, realtà come Revolut hanno saputo mantenere il fondatore alla guida pur raccogliendo miliardi, anche grazie a un allineamento strategico tra team e investitori.

### ◇ Bootstrapping

Il bootstrapping consiste nel finanziare la propria attività con risorse proprie o con i ricavi generati organicamente. È una scelta coraggiosa, ma spesso preferita da imprenditori che vogliono mantenere il 100% del controllo strategico e crescere secondo una logica sostenibile.

Vantaggi principali:

- Totale indipendenza decisionale: nessuna interferenza su strategia, tempi o cultura aziendale
- Maggior disciplina finanziaria: ogni euro speso è frutto di un trade-off ragionato
- Visione a lungo termine: non esistendo pressioni per l'exit, il founder può concentrarsi sul valore reale del prodotto

Svantaggi da considerare:

- Crescita lenta: mancando grandi capitali, il go-to-market può essere rallentato
- Rischio personale elevato: molti founder autofinanziano tramite debito, risparmi o sacrifici notevoli
- Barriere all'ingresso in settori capital-intensive: alcune industrie (biotech, fintech) rendono quasi impossibile crescere senza capitali esterni

Un esempio paradigmatico è Mailchimp, che ha raggiunto un valore di oltre 12 miliardi di dollari senza mai raccogliere un round VC. Anche Basecamp ha scelto il bootstrapping come filosofia, rifiutando offerte di investimento in nome della coerenza con i propri valori di sostenibilità e autonomia.

## ◇ Crowdfunding

Il crowdfunding ha rappresentato negli ultimi anni un'alternativa sempre più popolare, soprattutto per startup early-stage. Può essere reward-based (con ricompense simboliche) o equity-based, dove l'investitore ottiene una piccola quota societaria. È un modo efficace per testare il mercato, validare l'idea e ottenere fondi senza dover trattare con grandi investitori.

Vantaggi:

- Accesso democratico al capitale: chiunque può contribuire
- Validazione del prodotto: se il crowdfunding funziona, il mercato ha già parlato
- Coinvolgimento della community: spesso trasforma i primi utenti in ambasciatori del brand

Svantaggi:

- Gestione complessa: decine o centinaia di micro-investitori da aggiornare e gestire
- Limiti strutturali: è difficile raccogliere cifre elevate solo con crowdfunding
- Scarsa esperienza strategica: manca il supporto di investitori esperti nel settore

Un caso interessante è Pebble, tra le prime a superare i 10 milioni di dollari su Kickstarter, ma poi incapace di reggere alla concorrenza strutturata. In Italia, Flowe ha utilizzato il coinvolgimento diretto della community per rafforzare la brand identity, prima di accedere a capitali più tradizionali.

I modelli di finanziamento non sono semplicemente mezzi per ottenere risorse, ma vere e proprie scelte strategiche che determinano la natura del rapporto tra imprenditore e stakeholder. Se il VC accentua la tensione tra capitale e controllo, il bootstrapping valorizza l'indipendenza ma limita l'ambizione. Il crowdfunding, infine, democratizza l'accesso ma frammenta la governance. Capire queste dinamiche è essenziale per comprendere come gli investitori possano influenzare, in positivo o in negativo, la traiettoria delle startup, come vedremo nel paragrafo successivo.

## 2.3 – Il ruolo del finanziatore nella crescita delle startup

Nel percorso di sviluppo di una startup, il finanziatore non è solo una fonte di capitale, è spesso un attore determinante nel definire le strategie, le priorità e persino la cultura organizzativa dell'impresa. In particolare, nelle startup ad alta crescita, il rapporto tra founder e investitori tende a strutturarsi su dinamiche complesse, dove si intrecciano sostegno, aspettative, controllo e, talvolta, frustrazione reciproca.

Molti investitori non si limitano a finanziare, entrando nel board, ponendo milestone, suggerendo o addirittura imponendo nomine, partecipando attivamente alla formulazione della vision e delle strategie di prodotto o espansione. Questo approccio, noto come “value-added investing”, mostra come le startup VC-backed assumano più velocemente, formalizzino la governance e introducano prima pratiche manageriali avanzate rispetto a startup autofinanziate (Hellmann & Puri, 2002, p. 170)

Tuttavia, il livello di coinvolgimento varia sensibilmente da caso a caso, e si può fare una distinzione fondamentale tra investitori attivi e investitori passivi. I primi prendono parte alla vita dell'impresa, entrano nel consiglio di amministrazione, contribuiscono alla definizione della strategia, offrono mentoring, propongono profili da inserire nel team e intervengono nei momenti chiave. I secondi, invece, forniscono capitale ma si tengono ai margini, lasciando massima autonomia al team imprenditoriale.

Questi modelli non sono alternativi in senso assoluto, spesso convivono all'interno della stessa impresa, oppure si alternano in fasi diverse del ciclo di vita. Inoltre, molti investitori modificano il proprio livello di coinvolgimento nel tempo, diventando più attivi in momenti di crisi o scaling accelerato. Ma comportano impatti radicalmente differenti sulla governance e sulle dinamiche di potere.

## Analisi comparativa – Attivi vs Passivi

| Aspetto                      | Investitore Attivo                                    | Investitore Passivo                                                      |
|------------------------------|-------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| <b>Governance</b>            | Entra nel board, influenza la strategia               | Non interviene nella gestione                                            |
| <b>Supporto strategico</b>   | Alto: mentoring, networking, visione                  | Limitato o assente                                                       |
| <b>Autonomia del founder</b> | Ridotta: presenza costante, diritto di veto           | Totale (ma senza guida esterna)                                          |
| <b>Velocità decisionale</b>  | Alta se relazioni fluide, bassa se emergono conflitti | Alta, ma a rischio di scelte unilaterali o miopi                         |
| <b>Rischio conflitto</b>     | Alto se non c'è allineamento                          | Basso, ma possibile distacco strategico                                  |
| <b>Esempi emblematici</b>    | Benchmark Capital con Uber (forte intervento)         | Alcuni business angel o investitori equity-based con approccio hands-off |

il valore dell'investitore si concretizza solo quando viene percepito come "complementare" rispetto alle competenze del team fondatore. In caso contrario, il coinvolgimento può generare attriti anziché sinergie (Sapienza et al., 1996, p. 379).

Il concetto di complementarità, in questo contesto, si riferisce alla capacità dell'investitore di offrire competenze, visione o strumenti che il team fondatore riconosce come utili e non ridondanti. È quindi la percezione di utilità, più che l'oggettiva qualità dell'intervento, a determinare l'efficacia del coinvolgimento.

In condizioni di buona collaborazione, il finanziatore può svolgere un ruolo di catalizzatore della crescita. Gli investitori attivi facilitano la strutturazione organizzativa, la definizione della strategia di mercato e la crescita del team manageriale (Hellmann & Puri, 2002, p. 172). L'intervento del finanziatore può essere decisivo nell'accedere a nuovi mercati, attrarre top talent, migliorare la scalabilità del modello di business.

Ne sono esempio startup come Revolut, dove l'ingresso di fondi come SoftBank ha supportato una crescita rapida ma strutturata. Anche in Italia, realtà come Satispay hanno beneficiato dell'expertise e delle connessioni degli investitori, mantenendo però coerenza con la cultura originaria dell'azienda.

Tuttavia, l'equilibrio è spesso fragile. Laddove l'investitore assume un atteggiamento eccessivamente direttivo, il rischio di microgestione e frizioni strategiche aumenta drasticamente. Le dinamiche più frequenti includono:

- sostituzione del founder in momenti di crisi reputazionale o performance;
- imposizione di roadmap o KPI non condivisi;
- forzature su exit premature o pivot aggressivi.

Il caso di Uber, con l'estromissione del suo fondatore Travis Kalanick, rappresenta uno degli esempi più noti di come un investitore possa agire da elemento correttivo o destabilizzante. Benchmark Capital, uno dei primi VC a credere nel progetto, ha poi guidato il board nella rimozione del CEO, ritenendo che la sua leadership fosse divenuta un rischio per la sostenibilità dell'azienda.

Studi recenti (Zhang et al., 2023, p. 2) aiutano a distinguere tra:

- **task conflict**: divergenze su strategia, roadmap o modelli di crescita, che possono stimolare il confronto;
- **relationship conflict**: tensioni personali e perdita di fiducia, molto più dannose e difficilmente reversibili.

In altri casi, la frizione nasce su aspetti meno visibili ma fondamentali, come la cultura aziendale, il rapporto con il team o l'approccio alla gestione del lavoro.

Nel panorama italiano, il rapporto tra startup e finanziatori è in evoluzione. Molti founder preferiscono ritardare l'ingresso di investitori per evitare squilibri di governance.

L'Osservatorio Startup Intelligence del Politecnico di Milano evidenzia come, nelle fasi seed, la paura di perdere il controllo sia ancora uno dei principali motivi di rifiuto dei capitali esterni (Osservatorio Startup Intelligence, 2022).

Tuttavia, si osservano anche modelli virtuosi. Satispay ha saputo strutturare un assetto dove il supporto degli investitori non ha compromesso la visione imprenditoriale (Satispay, 2023). All'opposto, realtà meno strutturate riportano episodi in cui l'intervento di business angel o micro-VC si è rivelato troppo intrusivo rispetto al livello di maturità della startup.

Il finanziatore può essere guida o freno, supporto o ostacolo. Il suo ruolo non è solo quello di fornire capitale, ma di co-costruire la traiettoria dell'impresa. È proprio in questa interazione che si creano le condizioni per il successo o le tensioni che daranno origine ai conflitti descritti nel Capitolo 3. Il successo della relazione dipende meno dalla struttura formale della governance e più dalla qualità relazionale tra founder e investitore, dalla chiarezza dei ruoli e dalla gestione delle aspettative reciproche.

# 3. CONFLITTO TRA IMPRENDITORE E FINANZIATORE: UN PROBLEMA DI GOVERNANCE

---

## 3.1 – Fondamenti di corporate governance nelle startup

Il concetto di corporate governance, tradizionalmente associato alle grandi imprese quotate, assume caratteristiche peculiari quando applicato al contesto delle startup. In queste organizzazioni, caratterizzate da elevata incertezza, rapida evoluzione e capitale umano concentrato, la governance non si riduce alla semplice struttura formale dei poteri decisionali, ma diventa un insieme dinamico di relazioni, equilibri e meccanismi di fiducia tra i soggetti coinvolti.

Nella fase iniziale, la governance è spesso informale, quindi il team fondatore gestisce direttamente ogni aspetto strategico e operativo. Tuttavia, con l'ingresso di investitori esterni, soprattutto in presenza di venture capital, si rende necessario introdurre strumenti di controllo, rendicontazione e partecipazione decisionale più articolati.

La letteratura individua almeno tre elementi chiave nella governance delle startup:

### **1. Composizione e funzionamento del consiglio di amministrazione (board of directors)**

L'investitore solitamente richiede la nomina di uno o più membri del board per avere visibilità e potere d'indirizzo. Questo comporta un primo riequilibrio tra autonomia imprenditoriale e accountability.

## **2. Patti parasociali e clausole contrattuali**

I VC introducono spesso accordi ex ante che disciplinano diritti di veto, preferenze di liquidazione, lock-up, diritti di prelazione, clausole di drag-along. Tali strumenti permettono di proteggere l'investimento ma modificano sostanzialmente l'assetto decisionale.

## **3. Informal governance e relazioni di potere**

Oltre alla struttura formale, la governance nelle startup è fortemente influenzata da dinamiche relazionali: carisma del founder, fiducia personale, reputazione, relazioni informali. Spesso, il potere effettivo non coincide con la quota di capitale detenuta.

Il problema centrale nella governance delle startup è la tensione tra l'efficienza decisionale, che richiederebbe centralità del founder e la tutela degli investitori, che richiede controllo e trasparenza (McCahery, 2015, p. 7). È proprio all'interno di questo spazio che si generano conflitti potenziali, spesso anticipati dai meccanismi di governance che regolano la convivenza tra le parti.

Inoltre, la governance di una startup è altamente sensibile al ciclo di vita dell'impresa. Man mano che si passa dai seed round ai growth round, aumenta la complessità e l'interdipendenza tra i soggetti coinvolti, le decisioni diventano più collegiali, ma anche più esposte a blocchi e divergenze strategiche.

Infine, in un contesto dove la velocità di esecuzione è cruciale, la governance non può essere solo un sistema di controllo, piuttosto deve diventare un abilitatore strategico, capace di bilanciare visione imprenditoriale e sostenibilità del capitale. Quando questo equilibrio manca, il sistema di governance da leva organizzativa si trasforma in terreno di conflitto, come si vedrà nei paragrafi successivi.

### 3.2 – Il dilemma del controllo e della leadership

Una delle tensioni più ricorrenti nella governance delle startup è rappresentata dal cosiddetto “dilemma del controllo”. Da un lato, il fondatore vuole preservare la propria leadership, la propria visione e la coerenza della cultura organizzativa; dall’altro, il finanziatore, che ha investito capitale e si assume un rischio significativo, vuole esercitare un ruolo attivo nel determinare le scelte strategiche, per proteggere il proprio investimento.

Questa dinamica è particolarmente acuta nelle startup, dove le decisioni devono essere rapide e spesso intuitive, ma dove la presenza di investitori nel board impone un processo decisionale più formale, condiviso e trasparente. Si crea così un doppio registro di potere: quello imprenditoriale, legato alla figura del founder; e quello istituzionale, legato alla struttura di governance introdotta dagli investitori.

Il conflitto emerge soprattutto quando i due attori hanno orizzonti temporali, priorità o scale valoriali differenti (Sapienza et al., 1996, p. 382). Il founder è mosso da una visione di lungo termine e da un attaccamento personale al progetto; l’investitore ha obiettivi legati al rendimento, alla tempistica dell’exit, e alla massimizzazione del valore percepito.

Questo conflitto si manifesta in molteplici aree operative:

- Controllo delle risorse chiave: l’investitore può richiedere l’approvazione di assunzioni strategiche, budget, investimenti di marketing o R&D.
- Piani di crescita e roadmap: tensioni tra approccio graduale (fondatore) e crescita forzata per raggiungere traguardi di funding (VC).
- Comunicazione esterna e immagine pubblica: chi rappresenta la startup? Chi prende parola con stampa, clienti e stakeholder?
- Designazione dei ruoli interni: l’investitore può spingere per la sostituzione del CEO, l’introduzione di un COO operativo o l’adozione di board “di garanzia”.

Un caso emblematico è quello di Adam Neumann con WeWork. La sua leadership visionaria e fortemente personale era inizialmente percepita come una risorsa chiave. Tuttavia, con l'espansione incontrollata dell'azienda, gli investitori, in particolare SoftBank, hanno iniziato a temere che il carisma del fondatore stesse diventando un rischio per la solidità e l'immagine pubblica dell'impresa. Nonostante l'enorme valore creato, Neumann è stato progressivamente spinto fuori dalla leadership (SoftBank, 2020; WeWork, 2021). Questo caso mostra come il dilemma del controllo non sia solo un problema di governance formale, ma un confronto tra visione e fiducia, tra rischio e reputazione, tra identità e rendimento.

Alcune startup riescono a gestire questo equilibrio attraverso meccanismi di mitigazione strutturale; ad esempio, limitando i diritti di veto del VC, distribuendo i ruoli tra fondatore esecutivo e presidente non operativo, introducendo figure di advisor “ponte” tra le parti, o negoziando clausole che garantiscano margini di manovra su certe decisioni chiave.

Ma la realtà è che non esiste una soluzione unica. Il dilemma resta tale finché le due parti non riescono a condividere un quadro valoriale comune, non solo su dove andare, ma anche su come arrivarci. È una questione di cultura organizzativa, di linguaggio condiviso e di riconoscimento reciproco del ruolo dell'altro.

In definitiva, il dilemma tra controllo e leadership è la forma più sottile e profonda del conflitto tra founder e finanziatore. Non si risolve con la struttura giusta, ma con la relazione giusta. I prossimi paragrafi analizzeranno come questa tensione si amplifica quando entrano in gioco le tempistiche dell'exit, la pressione del mercato e la divergenza tra visione personale e obiettivi economici.

### 3.3 – Conflitti strategici: crescita sostenibile vs pressione per l'exit

Uno dei conflitti più significativi tra founder e investitore riguarda la direzione e il ritmo della crescita. Mentre molti fondatori immaginano una crescita graduale, coerente con la propria visione e con la sostenibilità del modello di business, gli investitori, in particolare i venture capitalist, sono spesso orientati a massimizzare la velocità di scalabilità per realizzare un'exit nel minor tempo possibile. Questo disallineamento si manifesta in scelte operative, metriche di valutazione, governance e perfino nella cultura interna dell'impresa.

*Il ruolo del time-to-exit nel modello di business degli investitori:*

Il venture capital opera tipicamente su un orizzonte di 5–10 anni, durante il quale l'obiettivo primario è realizzare un ritorno sull'investimento. L'exit, che può avvenire tramite IPO, acquisizione o secondary sale, rappresenta il momento in cui il capitale si monetizza. Questo impone una logica temporale che condiziona tutte le scelte strategiche: la crescita deve essere rapida, visibile e orientata a creare valutazioni elevate nel breve-medio termine. Ne consegue una pressione sistemica sull'impresa, che può generare tensioni con la visione del fondatore.

*Differenze tra startup che scalano velocemente e quelle che mirano a una crescita sostenibile:*

Le growth-first, startup ad alta scalabilità, si caratterizzano per alcuni tratti distintivi:

- forte dipendenza dal capitale esterno (burn rate elevato);
- focus su metriche espansive (acquisizione utenti, traction, market share);
- cultura della velocità e sperimentazione continua (anche a costo di instabilità);
- governance orientata a milestone e round successivi.

Al contrario, le value-first, startup orientate alla sostenibilità, presentano approcci diversi:

- autofinanziamento o fundraising limitato, con attenzione ai margini;
- valorizzazione della retention, della cultura interna e della solidità operativa;
- crescita progressiva basata su validation e feedback reali del mercato;
- governance snella e meno condizionata da investitori esterni.

Queste differenze influenzano radicalmente il rapporto tra founder e finanziatore: mentre le prime tendono ad accettare un ruolo forte del VC, le seconde cercano di preservare maggiore autonomia, anche a costo di rinunciare a velocità o capitali.

#### *Caso studio: WeWork e il ruolo di SoftBank*

WeWork rappresenta uno dei casi più emblematici della tensione tra crescita accelerata e sostenibilità. Fondata da Adam Neumann, la società ha conosciuto una crescita esplosiva sostenuta da miliardi di dollari investiti da SoftBank. Tuttavia, la pressione per l'exit ha portato a decisioni estremamente rischiose quali: espansione globale non sempre giustificata, struttura dei costi fuori controllo e governance opaca. Quando WeWork si è preparata per l'IPO nel 2019, il mercato ha reagito negativamente, la valutazione attesa è crollata e l'operazione è stata ritirata. Poco dopo, Neumann è stato allontanato dalla guida (WeWork, 2021; SoftBank, 2020).

Il caso mostra come la combinazione tra leadership carismatica, capitale abbondante e pressione per l'exit possa portare a uno squilibrio strategico difficile da gestire, soprattutto in assenza di una governance equilibrata e trasparente.

Però non tutte le startup sono chiamate a scegliere tra crescita rapida e sostenibilità. Alcune, come Satispay o Basecamp, dimostrano che è possibile integrare i due approcci: raccogliere capitali mantenendo il controllo strategico, o crescere a ritmi sostenibili ma con una visione chiara dell'impatto a lungo termine.

In sintesi, la pressione per l'exit è una forza sistemica che condiziona le startup sin dai primi round. Può accelerare la crescita ma anche distorcerne la traiettoria. Capire come questo conflitto si traduca in effetti pratici sulla governance e sulle performance sarà oggetto del prossimo paragrafo.

### 3.4 – Effetti del conflitto sul successo dell'impresa

Il conflitto tra founder e investitore non è solo una questione relazionale, ma ha conseguenze concrete sulla traiettoria di una startup. In contesti ad alta incertezza come quelli in cui operano le startup innovative, la qualità della relazione tra i soggetti chiave, imprenditore e finanziatore, incide direttamente sulla velocità decisionale, sulla capacità di attrarre talenti, sulla coerenza strategica e sulla fiducia degli stakeholder esterni.

Secondo diversi studi, il conflitto può avere effetti ambivalenti. In alcuni casi, se ben gestito, può rappresentare una forma di confronto strategico utile, che porta alla maturazione del modello di business e a una maggiore solidità organizzativa (Sapienza et al., 1996, p. 384). In altri casi, soprattutto quando assume la forma di relationship conflict (ossia tensioni personali, sfiducia o disallineamento valoriale), il conflitto si traduce in un deterioramento della performance (Zhang et al., 2023, p. 2).

Effetti negativi più comuni includono:

- Ritardi decisionali dovuti a board spaccati o indecisione su chi ha l'ultima parola;
- Fuga di figure chiave che percepiscono un clima instabile o incoerente;
- Disallineamento interno: culture miste tra visione founder-centrica e cultura finanziaria esterna;
- Peggioramento della reputazione verso futuri investitori o acquirenti, soprattutto in caso di conflitti pubblici;
- Distorsione della strategia: pivot affrettati, tagli mal calibrati, spostamenti di focus per soddisfare obiettivi di breve termine.

Il caso di Theranos, seppur estremo, è spesso citato non solo per la mancanza di trasparenza del team fondatore, ma anche per l'incapacità degli investitori di esercitare un controllo sano e partecipato (Theranos Case Study, 2019). All'opposto, realtà come Stripe o Notion hanno costruito governance "pazienti", capaci di assorbire momenti critici senza disgregarsi.

Ma anche in situazioni non drammatiche, il conflitto sottile, non visibile all'esterno, può

generare una perdita di energia interna causando rallentamenti, mancanza di entusiasmo, e frustrazione tra i fondatori. Spesso ciò non si manifesta in fallimenti improvvisi, ma in una progressiva perdita di direzione.

In conclusione, il conflitto tra imprenditore e investitore è un elemento strutturale nel mondo startup. Il suo impatto non dipende tanto dalla sua esistenza quanto dalla capacità di riconoscerlo, nominarlo e gestirlo. Proprio su questo punto si aprirà il Capitolo 4, dedicato alle strategie di prevenzione e risoluzione.

# 4. STRATEGIA DI GESTIONE DEL CONFLITTO

---

## 4.1 – Strumenti contrattuali e clausole di governance

Nel rapporto tra imprenditore e investitore, il contratto di investimento rappresenta molto più di un semplice atto formale, è un momento fondativo. È lì che si definisce l'equilibrio iniziale tra visione, fiducia e controllo. Le clausole contrattuali costituiscono la prima concreta strategia di prevenzione del conflitto, ma anche un terreno potenzialmente insidioso se non gestito con equilibrio.

Quando un fondo di venture capital entra in una startup, lo fa assumendosi un rischio elevato, ma anche con l'aspettativa di poter incidere, almeno in parte, sul destino dell'impresa. Per questo motivo, nei contratti d'investimento vengono spesso inserite clausole che regolano non solo gli aspetti economici della partecipazione, ma soprattutto le dinamiche di governance e potere decisionale.

Tra le più diffuse vi sono le **clausole di governance**, attraverso le quali l'investitore ottiene la possibilità di nominare uno o più membri del consiglio di amministrazione, oppure di esercitare diritti di veto su decisioni ritenute strategiche come nuove emissioni di capitale, cessioni, modifiche statutarie. Queste clausole nascono dall'esigenza di proteggere il capitale investito, ma possono diventare fonte di tensione se percepite dal founder come una limitazione eccessiva della propria autonomia.

Altrettanto rilevanti sono le **liquidation preferences**; meccanismi che stabiliscono in quale ordine e con quali priorità i proventi saranno distribuiti in caso di exit. Il principio è quello di tutelare l'investitore, permettendogli di recuperare almeno l'ammontare investito prima di distribuire i guadagni residui. In alcuni casi, queste preferenze sono multiple o cumulative e possono compromettere il beneficio economico del founder

anche in scenari di exit teoricamente positivi.

Non meno importanti sono le **clausole di drag-along e tag-along**. La prima consente agli investitori di obbligare tutti i soci a vendere le proprie quote nel caso si presenti un acquirente strategico; la seconda tutela i soci di minoranza, permettendo loro di partecipare alla vendita alle stesse condizioni dei soci di maggioranza. Queste clausole si pongono come strumenti per evitare blocchi decisionali, ma possono diventare delicate quando interessi strategici divergono.

Il tema dell'assegnazione delle quote ai founder è un altro snodo critico. Per evitare che un founder lasci l'impresa subito dopo l'investimento, molti contratti prevedono un meccanismo di vesting, in cui le quote maturano nel tempo. In caso di uscita anticipata, alcune clausole dette **clawback** permettono all'azienda o agli altri soci di riacquistare le quote a prezzo ridotto. Queste previsioni, pensate per incentivare l'impegno di lungo termine, devono però essere calibrate con attenzione per evitare effetti punitivi e disincentivanti.

Un'altra area spesso regolata nei contratti è quella relativa alla circolazione delle quote e all'uscita dei founder. Le **clausole di lock-up**, ad esempio, vietano la vendita delle quote da parte dei soci, in particolare dei fondatori, per un certo periodo successivo all'investimento o a un evento come l'IPO. Questo vincolo serve a garantire stabilità all'assetto proprietario e a evitare che i founder monetizzino prematuramente, dando un segnale negativo al mercato o agli altri investitori.

A queste si affiancano le **leaver provisions**, che disciplinano le condizioni in cui un founder o un membro chiave del team può uscire dalla società. La logica di fondo è quella di distinguere tra due casistiche principali: il good leaver, ovvero chi lascia l'azienda in modo ordinato e legittimo (per motivi personali, salute, cambio di carriera condiviso), e il bad leaver, ovvero chi abbandona il progetto danneggiando la startup (per inadempienza, concorrenza, comportamenti lesivi). Nei contratti, a questi due profili corrispondono trattamenti diversi; il good leaver conserva spesso le quote maturate o può

venderle a prezzo pieno, mentre il bad leaver può vedersi revocate le quote o costretto a venderle a un valore ridotto.

Tutti questi strumenti hanno in comune l'obiettivo di creare una cornice di sicurezza per l'investitore, senza la quale il capitale non verrebbe allocato. Tuttavia, se troppo sbilanciati, possono danneggiare la relazione fiduciaria con il team fondatore, irrigidire la governance e produrre esattamente quei conflitti che vorrebbero prevenire.

In definitiva, il contratto è una necessità, ma non può sostituire la qualità della relazione. Il vero equilibrio si trova nella capacità di negoziare clausole che proteggano entrambe le parti, senza alterare la coerenza tra potere formale e legittimità imprenditoriale. Come vedremo nei paragrafi successivi, questa legittimità si costruisce anche attraverso strumenti non contrattuali: board, advisor e nuovi modelli di governance capaci di trasformare il conflitto in confronto costruttivo.

## 4.2 – Il ruolo del board e degli advisor

Oltre agli strumenti contrattuali, esistono soluzioni meno vincolanti ma altrettanto strategiche per prevenire e gestire i conflitti tra imprenditore e investitore. In questo senso, il consiglio di amministrazione (board of directors) e le figure di advisor rappresentano due leve fondamentali per mediare interessi, facilitare il confronto e, in alcuni casi, ricostruire fiducia.

Nelle startup, il board non è sempre una struttura rigida, spesso si evolve insieme all'impresa, passando da un modello informale, dove il founder prende tutte le decisioni, a uno più formale, in cui gli investitori richiedono rappresentanza e supervisione. In questa trasformazione, il board può assumere due volti: da un lato, essere percepito come uno strumento di controllo; dall'altro, diventare una piattaforma di confronto costruttivo.

Il suo ruolo è particolarmente cruciale nei momenti di svolta come cambi di strategia,

raccolte di capitale, assunzioni chiave, tensioni interne. Quando il board è equilibrato, composto da membri con visioni complementari e capaci di ascolto, può trasformarsi in uno spazio di dialogo dove il conflitto viene contenuto in modo sano.

Un esempio interessante è quello di Notion, startup cresciuta in modo sostenuto pur avendo raccolto capitali significativi. La sua capacità di mantenere un board ridotto, con membri fortemente allineati alla cultura aziendale, è stata una delle chiavi per non perdere identità durante la fase di espansione. Allo stesso modo, in Italia, Satispay ha saputo strutturare un board che protegge la visione del founder pur offrendo agli investitori un ruolo consultivo efficace.

Proprio per evitare dinamiche eccessivamente sbilanciate, molti investitori esperti suggeriscono di introdurre nel board anche figure indipendenti, non direttamente legate al capitale, ma scelte per il loro know-how e la capacità di facilitazione. In alcuni casi si tratta di founder seriali, in altri di advisor tecnici, coach, o esperti di corporate governance. Questi profili, se scelti con attenzione, possono agire come cuscinetto tra visione imprenditoriale e logiche finanziarie.

Il valore di un board efficace non si misura solo nel momento del voto, ma soprattutto nella sua funzione di anticipazione, quindi aiutando le parti a vedere il conflitto prima che esploda, interpretando segnali di debolezza o costruendo un linguaggio comune. Quando questo accade, il board non è più un'arena di potere, ma un luogo di cultura aziendale condivisa.

Anche al di fuori del board formale, la presenza di advisor può fare la differenza. Alcune startup costruiscono fin dall'inizio advisory board paralleli, meno vincolati giuridicamente ma molto utili per validare decisioni, prevenire escalation o dare prospettive esterne. Questi spazi di confronto, se ben costruiti, contribuiscono a ridurre l'asimmetria tra founder e investitori, favorendo un equilibrio più sano.

Naturalmente, tutto dipende dalla qualità delle persone coinvolte. Un board tecnicamente

perfetto ma composto da soggetti poco preparati o con conflitti latenti può diventare un moltiplicatore di tensione. Al contrario, anche una struttura semplice può essere funzionale se animata da fiducia, ascolto e visione condivisa.

In sintesi, il board non è solo un organo di controllo: può essere uno spazio relazionale, strategico e preventivo. Se progettato in modo inclusivo e guidato da valori comuni, diventa un alleato fondamentale per costruire una governance sana e per evitare che i conflitti esplodano in forme distruttive. L'adozione di modelli alternativi e più flessibili sarà l'oggetto del prossimo paragrafo.

### 4.3 – Modelli alternativi di governance

La governance tradizionale startup–VC è spesso costruita su un assetto rigido con board dominati dagli investitori, clausole contrattuali vincolanti e una leadership fondativa del founder che, nel tempo, rischia di essere messa in discussione. Tuttavia, questo modello, per quanto diffuso, non è l'unico possibile. Negli ultimi anni sono emersi approcci alternativi alla governance, pensati per rispondere a contesti sempre più fluidi, per ridurre i conflitti strutturali e per promuovere un equilibrio più sano tra capitale e leadership.

Uno dei modelli più noti è la governance partecipativa, in cui altri attori come dipendenti chiave, advisor e clienti strategici sono coinvolti attivamente nei processi decisionali. L'obiettivo non è solo democratizzare il potere, ma ridurre l'asimmetria informativa tra top management, investitori e stakeholder operativi. È il caso di Buffer, che ha costruito la propria crescita su una cultura della trasparenza radicale con salari pubblici, piani di equity accessibili e board misti hanno favorito la costruzione di un clima di fiducia interna ed esterna, minimizzando le frizioni con gli investitori anche nei momenti di rallentamento o revisione strategica (Buffer, 2023).

Un secondo modello emergente è quello della governance adattiva. A differenza della struttura fissa tipica del venture capital, in cui board e diritti sono definiti all'inizio del round e raramente rivisti, la governance adattiva prevede una ridefinizione periodica dei

ruoli, dei poteri e delle regole decisionali. Alcune startup definiscono “board dinamici”, in cui la presenza degli investitori nel board può variare in funzione della fase dell’azienda o degli obiettivi raggiunti. Questo consente di evitare situazioni di eccessivo controllo nelle fasi più operative e di aumentare il confronto strategico nei momenti chiave di crescita o raccolta capitale.

Questo tipo di approccio non è ancora la norma, ma viene sempre più valutato nelle startup che cercano flessibilità nella governance senza rinunciare alla trasparenza. In contesti dove la strategia evolve velocemente, la possibilità di adattare le regole di ingaggio può contribuire a prevenire molti conflitti legati a percezioni di ingerenza o, al contrario, di abbandono.

Un terzo approccio, più radicale, è rappresentato dai modelli distribuiti, come la sociocrazia o l’holacracy. In queste configurazioni, il potere non è accentrato ma distribuito per ruoli o “cerchi funzionali”. Ogni team prende decisioni in autonomia rispetto al proprio ambito, attraverso processi codificati e spesso documentati. Zappos è uno dei casi più noti, poiché, pur con molte criticità, il tentativo di distribuire il potere per aumentare autonomia e senso di responsabilità ha generato spunti innovativi, soprattutto in termini di adattabilità interna (Zappos, 2022).

Infine, alcuni modelli innovano non tanto la governance, quanto la natura stessa del capitale investito. Si stanno diffondendo, seppur lentamente, fondi di patient capital, che non impongono scadenze rigide di exit, o modelli cooperativi in cui founder e investitori condividono scelte strategiche in modo paritetico. L’obiettivo in questi casi è allineare la logica finanziaria con l’orizzonte di chi costruisce valore nel lungo termine.

In sintesi, i modelli alternativi non sono “migliori” in senso assoluto, ma possono rappresentare risposte efficaci a tipologie di conflitto specifiche; dal disallineamento temporale all’eccessiva centralizzazione, dalla perdita di identità culturale al logoramento delle relazioni interne. Il valore di queste esperienze sta nel dimostrare che esistono vie diverse per costruire fiducia, legittimità e coerenza tra capitale e visione.

## 5. ANALISI EMPIRICA: CONFRONTO TRA PROSPETTIVE DI IMPRENDITORI E FINANZIATORI

---

Questo capitolo si fonda su due interviste qualitative realizzate appositamente per questa tesi: la prima con Massimiliano Magrini, co-founder e managing partner di United Ventures, uno dei principali fondi di venture capital in Italia; la seconda con Enrico Mattiazzi, direttore operativo di Fiscozen, startup italiana attiva nel settore della consulenza fiscale digitale.

Le conversazioni sono avvenute tra il mese di Aprile e il mese di Maggio 2025, rispettivamente in formato scritto e vocale. Desidero ringraziare entrambi per la disponibilità e la profondità delle risposte offerte, che hanno permesso di confrontare in modo diretto e autentico le due visioni complementari e talvolta conflittuali di un rapporto fondativo per l'ecosistema startup: quello tra founder e investitore.

Queste due testimonianze sono particolarmente rilevanti poiché incarnano, da un lato, la prospettiva dell'investitore istituzionale, orientata alla valorizzazione del capitale e alla governance finanziaria; dall'altro, quella dell'imprenditore operativo, attento alla cultura aziendale, alla coerenza strategica e alla costruzione del progetto nel lungo periodo. Il dialogo tra queste due visioni rappresenta il cuore della riflessione empirica e costituisce la base per l'analisi che seguirà nei paragrafi successivi.

## 5.1 – Intervista a Massimiliano Magrini (venture capitalist)

L'intervista a Massimiliano Magrini, co-founder e managing partner di United Ventures, offre uno sguardo approfondito e riflessivo sulla prospettiva dell'investitore istituzionale. Il suo punto di vista, maturato attraverso anni di esperienza nell'ecosistema startup italiano e internazionale, si caratterizza per equilibrio, realismo e una spiccata attenzione al rapporto umano con i founder.

Uno dei primi temi che emergono con forza è quello della fiducia. Per Magrini, l'investitore non può e non deve sostituirsi al founder nella guida dell'impresa, il suo compito è quello di supportare ed eventualmente sfidare costruttivamente, ma senza invadere. La fiducia si costruisce, dice, attraverso la trasparenza informativa, la coerenza tra parole e azioni, e la capacità del founder di affrontare i momenti difficili con lucidità.

Anche il concetto di controllo viene trattato con misura. Pur riconoscendo che il capitale debba essere tutelato attraverso strumenti di governance, Magrini rifiuta l'idea di un approccio impositivo. L'investitore, secondo lui, deve essere presente soprattutto come sparring partner strategico, non come amministratore ombra. In questo senso, il board è uno spazio di confronto, non un luogo di ingerenza.

Un punto particolarmente interessante riguarda l'allineamento tra le parti. Magrini sottolinea come la relazione con il founder funzioni solo quando c'è compatibilità di visione e di approccio. Non tutti i founder sono investibili, non per mancanza di talento, ma perché l'investitore cerca qualcuno con cui condividere una traiettoria chiara. È su questa base che si sviluppa un rapporto sano.

Sul fronte delle criticità, Magrini riconosce che il conflitto può emergere, specialmente nei momenti in cui si confrontano esigenze differenti: consolidamento vs. scalabilità, crescita sostenibile vs. exit accelerato. Tuttavia, a suo parere, la chiave non è evitare il conflitto, ma dotarsi degli strumenti per leggerlo e gestirlo.

Infine, l'intervista si chiude con una riflessione sul ruolo etico dell'investitore. Magrini

mette in guardia dal rischio di investimenti opportunistici, spinti solo dal ritorno a breve termine. Un buon investitore, dice, costruisce valore insieme all'imprenditore, non lo consuma. In questa visione, il capitale diventa una leva, non un vincolo.

Il contributo di Magrini, per la sua sobrietà e profondità, aiuta a sfatare l'idea dell'investitore come figura fredda e distante. Al contrario, l'immagine che ne emerge è quella di un alleato esigente ma costruttivo, consapevole che la qualità della relazione è spesso ciò che fa la differenza tra una startup che scala e una che implode.

## 5.2 – Intervista a Enrico Mattiazzi (startupper)

L'intervista a Enrico Mattiazzi, direttore operativo di Fiscozen, restituisce il punto di vista diretto di chi vive l'impresa "da dentro". Mattiazzi offre una narrazione autentica, fondata sull'esperienza concreta di crescita di una startup italiana e su un approccio imprenditoriale che mette al centro autonomia, identità e coerenza tra visione e capitale.

Uno dei temi più ricorrenti nelle sue risposte è quello del rapporto personale con l'investitore. Per Mattiazzi, il capitale è importante, ma la relazione lo è ancora di più. Non si tratta solo di trovare fondi, ma di scegliere persone con cui si è disposti a costruire qualcosa. La selezione dell'investitore, per uno startupper, è un atto strategico e valoriale che viene scelto non solo sulla base dell'offerta economica, ma della compatibilità culturale.

Mattiazzi insiste su un punto chiave: il rischio non è tanto il conflitto esplicito, quanto quello latente come i malintesi non detti, le aspettative divergenti non allineate, l'assenza di trasparenza. Per questo, secondo lui, servono regole chiare fin dall'inizio sul ruolo dell'investitore, sulla comunicazione, sulle modalità di coinvolgimento nel board.

Il concetto di fiducia emerge anche qui come variabile fondamentale. Fiducia non significa assenza di controllo, ma presenza non invasiva. L'investitore ideale, nella

visione di Mattiazzi, è quello che sa ascoltare, che non pretende di dettare la rotta, ma che è pronto a intervenire con competenza nei momenti critici. Non a caso, distingue tra investitori che entrano per supportare e quelli che entrano per correggere; i primi creano valore, i secondi spesso destabilizzano.

Molto interessante anche la riflessione sull'identità. Mattiazzi afferma che un founder può accettare di cedere parte del controllo operativo, ma non può scendere a compromessi sulla cultura aziendale. Per questo, racconta, ha rifiutato proposte di finanziamento quando ha percepito un disallineamento valoriale troppo marcato. Il capitale, dice, è un acceleratore, ma può diventare un detonatore se usato male.

Infine, l'intervista si chiude con un consiglio ai founder: scegliere il capitale con la stessa cura con cui si sceglie un co-founder. L'investitore non è un ospite, ma un partner. E come in ogni partnership, ciò che conta è la qualità del rapporto, la capacità di affrontare le difficoltà senza perdere la coerenza con la visione iniziale.

Il contributo di Mattiazzi, diretto e denso di contenuto esperienziale, porta al centro della riflessione il tema dell'equilibrio tra autonomia imprenditoriale e apporto esterno. La sua voce aiuta a comprendere quanto sia delicato e strategico il momento in cui una startup decide di aprirsi a investitori esterni. Non si tratta tanto di una questione tecnica, quanto di una scelta di identità.

### **5.3 – Confronto tra prospettive: disallineamenti e tensioni**

Dopo aver analizzato in dettaglio le due prospettive individuali, quella dell'investitore istituzionale e quella del founder operative, diventa possibile evidenziare in modo sistematico le aree di convergenza e di disallineamento. Le interviste a Massimiliano Magrini ed Enrico Mattiazzi hanno restituito due voci distinte ma entrambe profondamente consapevoli, capaci di articolare il proprio ruolo in termini strategici, relazionali e culturali.

La seguente griglia comparativa sintetizza i principali punti emersi, mettendo a confronto visioni, priorità e approcci relazionali. Non si tratta di contrapporre due modelli ideali, ma di mostrare come, anche in contesti di collaborazione concreta, possano emergere tensioni latenti legate a orientamenti differenti.

| <b>Aspetto</b>               | <b>Founder (Mattiuzzi)</b>                          | <b>Investitore (Magrini)</b>                                     |
|------------------------------|-----------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|
| <b>Visione temporale</b>     | Lungo termine, costruzione dell'impresa nel tempo   | Orizzonte medio-breve, focus su exit e ritorno dell'investimento |
| <b>Obiettivo primario</b>    | Realizzazione della visione, coerenza culturale     | Rendimento, scalabilità, gestione del rischio                    |
| <b>Governance</b>            | Autonomia operativa, board come spazio di confronto | Presenza nel CDA, strumenti di tutela del capitale               |
| <b>Gestione del potere</b>   | Leadership fondata su legittimità interna           | Influenza contrattuale, ruolo di garanzia strategica             |
| <b>Fiducia</b>               | Basata su allineamento valoriale e ascolto          | Basata su trasparenza e affidabilità esecutiva                   |
| <b>Criterio di selezione</b> | Investitore compatibile con la cultura aziendale    | Founder capace di esecuzione e gestione della complessità        |

Analizzando la griglia, si osserva chiaramente come ciascun attore attribuisca significati diversi a concetti apparentemente condivisi. La “fiducia”, ad esempio, per il founder si fonda sull’ascolto e sull’allineamento valoriale (OECD, 2023), mentre per l’investitore,

invece, è il prodotto della trasparenza informativa e dell'affidabilità esecutiva. Similmente, il tema del “potere” viene percepito in termini di legittimità interna nel caso del founder e in termini di tutela strutturale del capitale nel caso dell'investitore.

Anche sul piano della governance emergono differenze importanti: mentre Mattiazzi valorizza un board partecipativo e non invasivo, Magrini ne riconosce il ruolo centrale come spazio strategico e di monitoraggio. Questo non implica una rottura, ma una diversa aspettativa rispetto alla funzione dell'organo decisionale.

Ciò che colpisce, tuttavia, è la convergenza implicita su un punto cruciale: entrambi i profili rifiutano modelli relazionali basati sull'imposizione o sull'opacità. Pur partendo da ruoli differenti, entrambi riconoscono la necessità di una relazione costruita su ascolto, trasparenza e visione condivisa.

Questa lettura guidata della griglia non vuole esaurire la complessità delle relazioni startup-investitore, ma aiuta a riconoscere le tensioni strutturali più frequenti e i fraintendimenti potenziali. Comprenderle è il primo passo per affrontarle in modo costruttivo, come si vedrà nel paragrafo successivo.

## **5.4 – Riflessioni conclusive e modelli di equilibrio relazionale**

Le interviste a Massimiliano Magrini e Enrico Mattiazzi hanno rappresentato un'opportunità rara di accedere a due punti di vista interni al rapporto startup-investitore. Al di là delle singole risposte, ciò che emerge con forza è la necessità di superare la narrazione binaria founder idealista vs. investitore esigente a favore di una lettura più sfumata e dinamica. Entrambe le figure sono mosse da una visione, ma anche da vincoli quali quelli del capitale, del tempo, dell'identità e della fiducia.

Magrini ha mostrato quanto un investitore possa essere costruttivo, orientato al lungo termine e rispettoso delle autonomie operative. Allo stesso modo, Mattiazzi ha

evidenziato che un founder maturo sa accettare il confronto, sa coinvolgere l'investitore in modo intelligente e sa riconoscere l'utilità del controllo se ben gestito. Le interviste non sono in opposizione, ma in dialogo. È nella relazione tra le loro voci che si svela il cuore del problema.

Il dato più significativo è forse che entrambi identificano nella qualità della relazione il principale fattore di successo o insuccesso. Non nel contratto, non nell'importo investito e non nel settore, bensì nel modo in cui ci si parla, ci si ascolta, ci si rispetta. Da qui la necessità di riconoscere che la governance di una startup è anche governance delle relazioni e che quindi i modelli relazionali vanno pensati, progettati e curati, al pari del prodotto o del mercato.

#### ***- le fragilità strutturali della relazione founder-VC***

Dall'analisi emerge che molte tensioni non derivano da errori tattici, ma da asimmetrie strutturali. Tra queste:

- l'asimmetria temporale (chi costruisce vs. chi disinveste)
- l'asimmetria informativa (chi decide vs. chi osserva)
- l'asimmetria di potere (diritti formali vs. legittimità operativa)
- l'asimmetria valoriale (visione identitaria vs. logica finanziaria)

Se non gestite, queste asimmetrie diventano generatori di conflitto latente. I founder le percepiscono come minaccia alla propria autonomia; gli investitori come segnali di debolezza organizzativa.

Per questo, serve una riflessione più profonda. Non bastano i meccanismi di controllo formale, serve una progettazione consapevole del rapporto.

#### ***- verso un modello relazionale evoluto***

A partire dalle interviste, ma anche dalla letteratura, è possibile individuare quattro leve critiche su cui costruire un modello relazionale sostenibile:

1. *Allineamento valoriale*: la relazione inizia prima della firma, nella compatibilità tra visione e cultura
2. *Chiarezza dei ruoli*: chi decide, su cosa, con che frequenza: serve definizione, non ambiguità
3. *Fiducia dinamica*: non è data una volta per tutte, ma va costruita attraverso trasparenza, ascolto e coerenza
4. *Strumenti adattivi*: board flessibili, momenti di riallineamento, presenza calibrata dell'investitore

Queste dimensioni sono confermate anche in letteratura, dove si sottolinea il ruolo del capitale nella strutturazione della governance e nella definizione delle scelte relazionali (Hellmann & Puri, 2002; Sapienza et al., 1996).

**- *un patto relazionale come fondamento***

In questo scenario, si può ipotizzare un “patto relazionale” tra founder e investitore, che affianchi il contratto e lo completi. Questo patto potrebbe includere:

- una dichiarazione esplicita di visione comune
- la definizione di spazi di confronto sicuri (es. advisory board, mentor indipendenti)
- la revisione periodica del rapporto, come se fosse una parte del business model stesso

Non si tratta di idealismo, ma di realismo evoluto in quanto le startup crescono meglio quando le persone che le guidano sono allineate non solo sul prodotto, ma sul perché esistono.

Questo tipo di approccio relazionale, umano, ma anche strategico è il punto di arrivo dell'analisi empirica condotta, ed è anche la base concettuale da cui partire per formulare, nel prossimo capitolo, alcune proposte operative per rafforzare la qualità delle relazioni nel mondo startup-VC.

# 6. PROPOSTE CONCLUSIVE: VERSO UNA NUOVA VISIONE RELAZIONALE

---

## 6.1 – Cosa rende efficace la relazione startup–investitore

Dopo aver esplorato la dimensione teorica del rapporto tra founder e investitore e aver raccolto due testimonianze concrete e significative, diventa possibile individuare alcuni fattori ricorrenti che caratterizzano le relazioni più efficaci. Questi elementi emergono sia dall'esperienza diretta dei protagonisti, sia dalla sintesi analitica delle dinamiche osservate nel Capitolo 5.

### ***1. Allineamento valoriale e visione condivisa***

Alla base di una relazione sana c'è la capacità di riconoscersi in una visione comune. Questo non significa avere obiettivi identici, ma possedere un livello minimo di compatibilità culturale, che consenta al founder di sentirsi supportato e non invaso, e all'investitore di sentirsi rappresentato nel progetto. Entrambi i protagonisti hanno sottolineato come le tensioni più gravi nascano da disallineamenti impliciti mai chiariti.

### ***2. Chiarezza dei ruoli e delle aspettative***

Una governance funzionale si basa su una distribuzione chiara delle responsabilità. Il founder deve sapere dove finisce il proprio spazio di autonomia e dove inizia quello di confronto. L'investitore, dal canto suo, deve definire le proprie aspettative in modo trasparente: orizzonte temporale, obiettivi di crescita, modalità di coinvolgimento. La vaghezza crea ambiguità e l'ambiguità è terreno fertile per il conflitto.

### ***3. Fiducia dinamica***

La fiducia non è una condizione statica, ma una relazione in evoluzione. Si costruisce

attraverso la coerenza, l'ascolto reciproco, la trasparenza informativa, la capacità di gestire i momenti critici senza logiche punitive. Un board funziona se è spazio di confronto, non di sorveglianza. Un investitore è percepito come alleato se interviene con misura, non con imposizione.

#### ***4. Presenza strategica e non operativa dell'investitore***

Entrambi gli interlocutori hanno indicato con chiarezza il rischio della microgestione. L'investitore che pretende di intervenire sul piano operativo, sulle scelte di team, o sul day-by-day della startup, mina la legittimità del founder. Al contrario, una presenza strategica che offre rete, visione, supporto nei momenti chiave è riconosciuta come ad alto valore.

#### ***5. Meccanismi di confronto e riallineamento***

Non tutte le divergenze si possono prevenire, ma molte possono essere gestite. Inserire all'interno della governance momenti strutturati di confronto (sessioni di review, board strategici, advisor indipendenti) consente di disinnescare il conflitto latente prima che degeneri. La relazione va curata, come ogni componente critica del modello di business.

Questi cinque elementi non costituiscono una formula fissa, ma un insieme di linee guida relazionali. Possono essere tradotti in strumenti, approcci e pratiche, come vedremo nel prossimo paragrafo, ma prima ancora rappresentano una disposizione mentale, quella che considera la relazione tra founder e investitore non come uno scambio, ma come una costruzione comune.

## **6.2 – Approcci e strumenti per una relazione virtuosa**

Se i fattori identificati nel paragrafo precedente rappresentano i pilastri relazionali fondamentali, è altrettanto importante tradurli in strumenti e approcci operativi che possano guidare fondatori, investitori e advisor nella costruzione di relazioni sane e sostenibili.

### ***1. Per i founder: scegliere e gestire il capitale in modo consapevole***

Il primo strumento è la selezione attenta dell'investitore. Non tutti i capitali sono uguali, dietro ogni investimento ci sono persone, visioni e stili relazionali. I founder dovrebbero valutare i potenziali partner non solo sulla base del valore economico, ma anche della compatibilità strategica e culturale. Alcuni strumenti pratici possono includere:

- colloqui preliminari con altri founder del portfolio del fondo;
- discussione esplicita su exit strategy, governance e ruoli operativi;
- richieste di "term sheet narrativi" che spieghino le intenzioni oltre le clausole.

Una volta avviata la collaborazione, è fondamentale strutturare un canale di comunicazione regolare con l'investitore, definendo aspettative, indicatori condivisi e modalità di aggiornamento.

### ***2. Per gli investitori: supportare senza sostituire***

L'investitore moderno deve pensare il proprio ruolo non come controllore, ma come facilitatore. Questo significa:

- mantenere una presenza strategica e non operativa;
- proporre risorse (network, mentoring, servizi) senza imporre interventi diretti;
- valorizzare il board come spazio di confronto, non di approvazione.

Strumenti utili possono essere:

- board misti con advisor indipendenti;
- momenti di confronto trimestrali su strategia e visione, separati dai report finanziari;
- modelli di coinvolgimento scalabili, in base alla fase dell'azienda.

### ***3. Per gli advisor: facilitare, leggere e mediare***

Le figure di advisory esterno (mentor, advisor, stakeholder indipendenti) possono giocare un ruolo chiave nel leggere le dinamiche relazionali e disinnescare tensioni prima che diventino conflitti. Alcune funzioni chiave:

- facilitare la comunicazione nei momenti di disallineamento;

- aiutare nella traduzione reciproca dei linguaggi (operativo vs. strategico);
- agire come garanti della coerenza culturale dell'impresa.

#### ***4. Verso un contratto relazionale integrativo***

Una proposta interessante è quella di introdurre un “contratto relazionale” integrativo, che non sostituisca il contratto finanziario ma lo completi, formalizzando:

- gli obiettivi condivisi della relazione;
- i principi di gestione del confronto e del conflitto;
- i valori guida del rapporto.

Questo strumento, ancora poco diffuso ma già sperimentato in alcune startup ad alto impatto sociale, ha dimostrato di aumentare la qualità percepita della relazione, la coerenza delle scelte e la resilienza nei momenti critici.

Nel prossimo paragrafo verranno sintetizzati i principali messaggi emersi e discussi i limiti dello studio, offrendo una chiusura coerente del lavoro.

### **6.3 – Conclusione generale: il contratto relazionale come risposta**

L'intero percorso di questa tesi, dalla cornice teorica alle dinamiche empiriche, dai casi reali agli strumenti pratici, converge verso una consapevolezza centrale: il rapporto tra founder e investiture. Esso per quanto regolato da contratti e vincoli giuridici, vive in uno spazio relazionale fatto di fiducia, cultura e visione. È in questo spazio invisibile ma determinante che si gioca gran parte della riuscita (o del fallimento) di una startup.

Le interviste, le fonti analizzate e i modelli osservati convergono nel mostrare che il vero cuore del conflitto non è la divergenza di interessi, che è naturale, ma l'assenza di strumenti relazionali per gestire tale divergenza. Per questo, la proposta emersa con maggiore forza al termine di questa riflessione è quella del contratto relazionale integrativo.

Questa proposta non nasce da un'astrazione teorica, ma dall'analisi di pratiche già sperimentate da alcune realtà che si sono poste il problema in termini simili. Alcune startup come Buffer hanno introdotto forme di accordi interni in cui vengono esplicitati valori, regole di trasparenza e modalità decisionali, accanto ai normali contratti di investimento. Zappos, con il tentativo radicale di implementare l'holacracy, ha cercato di formalizzare i ruoli in modo orizzontale, anche se il risultato è stato più complesso da gestire. Basecamp ha scelto la trasparenza totale come fondamento culturale, limitando intenzionalmente l'apertura a capitali esterni per proteggere la propria autonomia.

Nel panorama italiano, casi come Satisfay mostrano che, anche senza accordi espliciti, alcune startup riescono a mantenere un equilibrio virtuoso tra capitale e visione, grazie a relazioni fondate su allineamento e coerenza. Tuttavia, questi casi rimangono eccezioni. La maggior parte delle startup non dispone né della forza contrattuale né della maturità per affrontare apertamente le questioni relazionali.

Proprio per questo motivo, il contratto relazionale si propone come strumento flessibile, adattabile, ma necessario. In concreto, potrebbe assumere la forma di un documento confermato al momento dell'investimento, redatto in forma narrativa e strutturato attorno a quattro sezioni:

1. *Valori condivisi*: quali sono i principi che guideranno le decisioni strategiche? Cosa è considerato “inaccettabile” da ciascuna parte?
2. *Orizzonte e aspettative*: quanto tempo si intende lavorare insieme? Quali sono le metriche di successo accettate da entrambi?
3. *Ruoli e spazi*: dove si ferma il controllo dell'investitore? Dove inizia l'autonomia del founder?
4. *Conflitto e revisione*: cosa succede se il rapporto si incrina? Chi interviene, con quali modalità, in quali tempi?

Questo documento non avrebbe valore giuridico vincolante, ma rappresenterebbe un

patto morale, relazionale e strategico, capace di allineare le aspettative, aumentare la consapevolezza e fornire un terreno comune nei momenti critici.

In contesti più maturi, come startup impact-driven, benefit corporation o imprese sociali, questo tipo di accordo potrebbe essere addirittura integrato nella governance formale. In altri, potrebbe semplicemente costituire un supporto metodologico per il dialogo continuo.

La forza di questa proposta non è nell'innovazione tecnica, ma nella sua carica simbolica e culturale. È il segno che una nuova generazione di imprenditori e investitori non si accontenta di “firmare un round”, ma vuole costruire una relazione che duri, evolva, generi impatto e senso.

In questo senso, il contratto relazionale è il punto di arrivo e insieme il punto di partenza. Il segno che per costruire startup sostenibili non basta l'innovazione tecnologica. Serve un'innovazione relazionale. E questa tesi, nel suo piccolo, vuole contribuire a renderla visibile, pensabile, praticabile.

In fondo, questa è la proposta che accompagna tutto il percorso di ricerca: che il rapporto tra founder e venture capitalist non sia solo un vincolo di capitale, ma una leva relazionale da progettare con consapevolezza, rispetto e visione condivisa.

## **6.4 – Limiti e sviluppi futuri dello studio**

Come ogni lavoro di ricerca, anche questa tesi presenta dei limiti che è utile esplicitare per fornire una corretta contestualizzazione dei risultati e delle proposte avanzate.

Il primo limite riguarda la dimensione qualitativa e ristretta del campione empirico. Le due interviste, pur condotte con attenzione e profondità, rappresentano due voci altamente qualificate ma non statisticamente rappresentative dell'intero ecosistema startup-VC. Di conseguenza, le riflessioni e i modelli emersi vanno letti come ipotesi

interpretative, più che come generalizzazioni definitive.

Un secondo limite è legato al contesto culturale e geografico. Le dinamiche esplorate fanno riferimento in particolare al panorama italiano e, in parte, europeo. Sebbene alcune tensioni siano universali (fiducia, controllo, tempo). Altri elementi come la struttura dei fondi, la cultura del capitale o la regolazione dei board possono variare sensibilmente in altri ecosistemi (America, Asia, Africa).

Un terzo limite riguarda la fase temporale del rapporto analizzato. Le interviste e i modelli si riferiscono soprattutto a momenti di crescita e consolidamento, ma non sono stati analizzati casi di crisi profonda, fallimento o exit forzata. In tali contesti, il comportamento delle parti potrebbe mutare radicalmente, così come l'efficacia di strumenti relazionali come il contratto integrativo.

Infine, il limite forse più intrinseco riguarda la dimensione del non detto. Infatti molte dinamiche relazionali (diffidenza, pressione, strategia occulta) sfuggono all'analisi esplicita, anche in contesti dialogici ben costruiti come le interviste. Esiste sempre un livello tacito della relazione che, per sua natura, rimane parzialmente opaco.

Nonostante questi limiti, la tesi apre a diversi sviluppi futuri, sia sul piano teorico che applicativo:

- L'ampliamento del campione attraverso ulteriori interviste a founder, investitori, advisor di diverse geografie e settori;
- La costruzione di un modello relazionale testabile, applicabile su casi reali e validabile con metodi quantitativi o misti;
- L'integrazione del contratto relazionale in documentazione standard per fondi early-stage, incubatori o acceleratori;
- L'analisi comparata di startup che adottano pratiche relazionali innovative rispetto a quelle che ne sono prive.

In definitiva, questo lavoro non si propone come conclusivo, ma come base di riflessione e proposta concreta per tutti coloro che operano o opereranno nella costruzione di nuove imprese. È nella qualità delle relazioni, più che nella perfezione delle strategie, che si gioca la vera sostenibilità dell'innovazione.

# Conclusione

---

Il rapporto tra founder e investitore rappresenta uno degli snodi più delicati e determinanti nel percorso di sviluppo di una startup. Più che una semplice transazione economica, si tratta di una relazione dinamica e multilivello, che incide profondamente sulla visione strategica, sulla governance interna e sulla capacità di adattamento dell'impresa.

Nel corso di questa tesi si è cercato di esplorare in profondità tale relazione, evidenziando come essa sia al tempo stesso una potente leva di crescita e una potenziale fonte di conflitto. Attraverso l'analisi dei modelli di finanziamento, dei meccanismi contrattuali, delle strutture di governance e delle dinamiche relazionali, è emerso con chiarezza che non esiste una forma "neutra" di investimento. Ogni scelta, dal venture capital al bootstrapping, comporta compromessi e implicazioni profonde in termini di autonomia, velocità, controllo e cultura aziendale.

In particolare, l'ingresso di capitali esterni introduce nuove asimmetrie tra imprenditore e investitore. Queste asimmetrie possono generare valore, ma anche tensioni. Infatti ridefiniscono gli equilibri decisionali, impongono nuovi ritmi e aprono il campo a divergenze non solo strategiche, ma anche valoriali. Ed è proprio in questa zona grigia che il conflitto diventa strutturale. Non è legato a errori o fallimenti, è fisiologico. Sta nella natura stessa di una relazione tra due soggetti che condividono un obiettivo, ma non sempre una visione o uno stile.

Gli strumenti contrattuali come diritti di veto, board seats, liquidation preferences offrono una prima risposta, definendo i confini formali della relazione. Ma si è visto come da soli non siano sufficienti. A fare la differenza sono gli elementi intangibili: la fiducia, la trasparenza, la capacità di ascolto reciproco e, soprattutto, la condivisione di valori. Senza questi elementi, anche il contratto più solido rischia di diventare un limite invece che una tutela.

Le interviste condotte con Massimiliano Magrini, venture capitalist di lungo corso, e Enrico Mattiazzi, startupper impegnato nella gestione operativa di una scale-up, hanno offerto un'occasione preziosa per confrontare due visioni dal campo. Non si è trattato solo di raccogliere opinioni, ma di far emergere le logiche profonde che guidano le scelte di chi il conflitto lo vive quotidianamente. Da questo confronto è emersa con forza l'idea che la sostenibilità della relazione non dipenda tanto dalla struttura contrattuale, quanto dalla qualità del legame umano tra le parti.

Proprio in questo contesto nasce la proposta del contratto relazionale integrativo, pensato non come sostituto del contratto finanziario, ma come suo complemento. Uno strumento orientato a rendere esplicite, fin dall'inizio, le aspettative reciproche, i confini dell'ingerenza, le modalità di confronto, e gli stili decisionali accettabili. Una sorta di "patto relazionale" che possa prevenire escalation di conflitti e, al tempo stesso, rafforzare la coerenza tra visione e operatività.

Alcune realtà imprenditoriali come Notion, Satisfay o Buffer dimostrano che modelli alternativi, più trasparenti, distribuiti e adattivi, sono possibili. Non rappresentano la norma, né una garanzia di successo, ma offrono spunti concreti per ripensare la governance come spazio negoziale e non come gabbia normativa.

Questa tesi non pretende di offrire risposte definitive, né soluzioni universalmente valide. Piuttosto, intende aprire un campo di riflessione: non basta scegliere il capitale giusto, serve costruire la relazione giusta. Perché in quella relazione, nei suoi equilibri, nei suoi compromessi e nella sua capacità di resistere alle pressioni, si gioca gran parte della sostenibilità, della coerenza e, in definitiva, del successo di una startup.

# Bibliografia

---

Basecamp (2023). Basecamp company values and funding history. [online] Available at: <https://basecamp.com/about> [Accessed 19 Feb 2024].

Buffer (2023). Transparency and Governance in Startups. [online] Available at: <https://buffer.com/transparency> [Accessed 26 Mar 2024].

Deliveroo (2021). Deliveroo IPO Prospectus. [online] Available at: <https://www.deliveroo.co.uk> [Accessed 13 Apr 2024].

Flowe (2021). Flowe crowdfunding results. [online] Available at: <https://www.flowe.com> [Accessed 09 Mar 2024].

Hellmann, T. and Puri, M. (2002). Venture capital and the professionalization of start-ups. *The Journal of Finance*, 57(1), pp.169–197.

Magrini, M. (2025). Intervista personale. Intervistato da: Michele Bartelucci.

Mailchimp (2023). The story of Mailchimp: bootstrapping to billions. [online] Available at: <https://mailchimp.com/about> [Accessed 27 Feb 2024].

Mattiazzi, E. (2025). Intervista personale. Intervistato da: Michele Bartelucci.

McCahery, J.A. (2015). *The Law and Economics of Governance in Venture Capital*. ECGI Working Paper Series in Law, No. 282/2015, European Corporate Governance Institute.

Notion (2023). Company culture and governance insights. [online] Available at: <https://www.notion.so> [Accessed 01 Apr 2024].

OECD (2023). Startup Governance Trends. [online] Available at: <https://www.oecd.org/startup-governance> [Accessed 15 Jan 2024].

Osservatorio Startup Intelligence (2022). Startup e corporate: modelli di collaborazione. Politecnico di Milano. [online] Available at: <https://www.osservatori.net> [Accessed 18 Jan 2024].

Pebble (2015). Pebble Kickstarter Campaign. [online] Available at: <https://www.kickstarter.com/projects/getpebble/pebble-time-smartwatch> [Accessed 08 Mar 2024].

Revolut (2023). Revolut company profile and growth milestones. [online] Available at: <https://www.revolut.com> [Accessed 24 Mar 2024].

Sapienza, H.J., Korsgaard, M.A. and Forbes, D.P. (1996). The self-determination motive and entrepreneurs' choice of financing. In: R. Ronstadt et al. (eds.), *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Babson College, pp. 373–386.

Satispay (2023). Satispay governance structure and funding strategy. [online] Available at: <https://www.satispay.com> [Accessed 12 Mar 2024].

SoftBank (2020). SoftBank investment reports on WeWork. [online] Available at: <https://group.softbank/en/news> [Accessed 04 Feb 2024].

Stripe (2022). Stripe governance principles. [online] Available at: <https://stripe.com> [Accessed 07 Apr 2024].

Theranos Case Study (2019). SEC Investigation and Governance Failures. [online] Available at: <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-41> [Accessed 12 Feb 2024].

WeWork (2021). WeWork IPO and leadership change analysis. [online] Available at: <https://www.wework.com> [Accessed 09 Feb 2024].

Zappos (2022). Holacracy at Zappos: a governance experiment. [online] Available at: <https://www.zapposinsights.com> [Accessed 30 Mar 2024].

Zhang, Y., Garg, S. and Eisenhardt, K.M. (2023). Strategic Conflict in Entrepreneur–Investor Relationships. *Academy of Management Proceedings*, 2023(1), 13471.