

L'Evoluzione dei Fondi di Venture Capital Alumni Based. Analisi dell'Ecosistema LUISS e del caso LA4G.

Prof. Alfonsoluca Adinolfi

RELATORE

Lorenzo Lancianese

CANDIDATO

INDICE

INTRODUZIONE	3
L'EVOLUZIONE DELL'ECOSISTEMA DI INNOVAZIONE	5
1.1. FINANZIAMENTO D'IMPRESA: DAL DEBITO AL CAPITALE DI RISCHIO	5
1.1.1. LIMITI DEL CREDITO TRADIZIONALE PER LE <i>STARTUP</i> E IL <i>CREDIT CRUNCH</i>	5
1.1.2. <i>EQUITY</i> COME MOTORE DI CRESCITA REALE	7
1.2. L'IMPRESA PERMEABILE E IL PARADIGMA DELL'<i>OPEN INNOVATION</i>	9
1.2.1. DEFINIZIONE E PRINCIPI DELL'INNOVAZIONE APERTA	9
1.2.2. SINERGIE NECESSARIE E SIMBIOSI TRA <i>STARTUP</i> E <i>CORPORATE</i>	11
1.3. INFRASTRUTTURE PER L'INNOVAZIONE: INCUBATORI E ACCELERATORI	14
1.3.1. INCUBATORI E IL RUOLO NELLA FASE <i>PRE-SEED</i>	14
1.3.2. ACCELERATORI, IL MODELLO <i>COHORT-BASED</i> E LA FASE <i>SEED</i>	16
1.4. IL RUOLO DELL'UNIVERSITÀ IMPRENDITORIALE: DALLA RICERCA AL TRASFERIMENTO TECNOLOGICO	18
1.4.1. SVILUPPO ECONOMICO E LA "TERZA MISSIONE"	18
1.4.2. <i>TTO</i> E <i>SPIN-OFF</i> ACCADEMICI	19
ARCHITETTURA E DINAMICHE DEL VENTURE CAPITAL	20
2.1. <i>GOVERNANCE</i> DEL FONDO E LA RELAZIONE D'AGENZIA	20
2.1.1. IL DIALOGO TRA INVESTITORI PASSIVI E GESTORI ATTIVI	21
2.1.2. ALLINEAMENTO DEGLI INTERESSI: <i>MANAGEMENT FEE</i> E <i>CARRIED INTEREST</i>	23
2.2. IL PERCORSO DI INVESTIMENTO DAL <i>SOURCING</i> ALL'<i>EXIT</i>	24
2.2.1. IL <i>DEAL SOURCING</i>	25
2.2.2. LO <i>SCREENING</i> PRELIMINARE	26

2.2.3 LA <i>DUE DILIGENCE</i> , UNA VALUTAZIONE MULTIDIMENSIONALE	27
2.2.4 FORMALIZZAZIONE E NEGOZIAZIONE: IL <i>TERM SHEET</i>	30
2.2.5. MONITORAGGIO DEL PORTAFOGLIO E ROUND <i>FOLLOW-ON</i>	33
2.2.6 CLASSIFICAZIONE DEI <i>ROUND</i> DI INVESTIMENTO	35
2.2.7. STRATEGIE DI LIQUIDAZIONE, <i>IPO</i> , <i>TRADE SALE</i> E <i>SECONDARY MARKET</i>	37
2.3. LO "SMART MONEY", L'APPORTO OLTRE LA FINANZA	42
2.3.1. <i>GOVERNANCE</i> PARTECIPATA E IL RUOLO STRATEGICO NEL CDA	44
2.3.2. L'EFFETTO <i>NETWORK</i>	45
LA COMMUNITY COME ASSET: IL MODELLO ALUMNI-BASED	47
3.1. ANALISI COMPARATA TRA I MODELLI GLOBALI E PIATTAFORME	48
3.1.1. FONDI <i>ALUMNI</i> E <i>COMMUNITY-BASED</i> E CONFINI OPERATIVI	48
3.1.2. DAI MODELLI <i>ENDOWMENT-CENTRIC</i> ALLE PIATTAFORME DI COMMUNITY	49
3.2. I VANTAGGI DEL NETWORK	54
3.2.1. IL VALORE INTANGIBILE DELLA COMUNITÀ	54
3.2.2. QUALITÀ DEL <i>DEAL FLOW</i> E ACCESSO PRIVILEGIATO	55
3.2.3. IL <i>MENTORING</i> COME ACCELERATORE	56
3.3. IL ROVESCIO DELLA MEDAGLIA: IL BIAS OMOFILO	58
3.3.1. IL "COSTO DELL'AMICIZIA"	58
3.3.2. LE IMPLICAZIONI SUGLI INVESTIMENTI	59
3.3.3. <i>GROUPTHINK</i> E LA MONOTONIA DI PORTAFOGLIO	60
3.4. IL FENOMENO EMERGENTE DELL'ALUMNI-VENTURE NELLO SCENARIO ITALIANO	62
3.4.1. VOLUMI E MATURITÀ DELL'ECOSISTEMA NEL PANORAMA ITALIANO	62

3.4.2. EVOLUZIONE DEL COINVOLGIMENTO DEGLI <i>ALUMNI</i>	63
DALLA TEORIA ALLA PRASSI: INTEGRAZIONE STRATEGICA DELL'ECOSISTEMA LUISS	66
4.1. L'INFRASTRUTTURA DI ACCELERAZIONE GUIDATA DA LUISS ENLABS	67
4.1.1. LUISS ENLABS: STANDARDIZZARE IL PROCESSO DI SUCCESSO	67
4.1.2. DALL'ACCELERAZIONE AL CAPITALE INDUSTRIALE	68
4.2. ZEST S.P.A. E LA NUOVA FRONTIERA DELL'INNOVAZIONE <i>CORPORATE</i>	70
4.2.1. LA LOGICA COSTRUTTIVA DEL <i>VENTURE BUILDING</i> OLTRE L'INVESTIMENTO	72
4.2.2. IL CAPITALE ACCADEMICO COME LEVA OPERATIVA	74
4.3. LA4G, IL BRACCIO FINANZIARIO DELLA <i>COMMUNITY</i>	75
4.3.1. GENESI E VISIONE STRATEGICA: IL MODELLO IBRIDO	76
4.3.2. <i>CLUB DEAL</i> E ARCHITETTURA DEL FONDO	78
4.3.3. IL CICLO DI INVESTIMENTO: DAL <i>DEAL FLOW</i> AL NUOVO RUOLO DEGLI <i>ALUMNI</i>	82
4.3.4 DEMOCRATIZZAZIONE DEL CAPITALE DI RISCHIO: LA4CROWD	88
4.3.5 ANALISI COMPARATA TRA LA4G E MODELLI VC	89
4.4. VALUTAZIONE DELLE SINERGIE TRA ATENEO, ACCELERATORE E FONDO	95
4.4.1. INTERDIPENDENZE TRA CAPITALI, <i>DEAL</i> E COMPETENZE	96
4.4.2. IL MODELLO LUISS NELL'ECOSISTEMA "APERTO"	98
CONCLUSIONI	102
BIBLIOGRAFIA	105
SITOGRAFIA	108

INTRODUZIONE

C'è una cruda realtà al centro del *venture capital* moderno che raramente viene trattata con una sufficiente onestà intellettuale: il capitale meramente finanziario ha cessato di essere un fattore abilitante al vantaggio competitivo. In un ecosistema globale in cui i fondi tendono sempre più a moltiplicarsi, gli strumenti di valutazione e negoziazione si uniformano, la liquidità è diventata una *commodity*. Ciononostante, le *startup* continuano ad adottare una selettività crescente nella scelta dei propri investitori, e i veicoli di investimento registrano rendimenti finanziari completamente differenziati. Una tale divergenza non può spiegarsi con la semplice bravura del singolo gestore dell'analisi finanziaria, bensì con qualcosa di meno misurabile (quantitativamente) e, proprio per questo, meno replicabile: il capitale relazionale, la reputazione istituzionale e la fiducia costruita nel tempo tra gli individui che condividono un'identità comune.

Attorno a questa tensione si colloca la questione a cui questa tesi mirerà a rispondere. La domanda di ricerca presuppone un'analisi delle peculiarità, delle potenzialità e dei fattori critici, che un modello *Alumni-Based* può presentare, associando una “messa a terra” dei concetti teorici, che tale percorso di disamina richiede. Lo stesso si concentrerà sul caso studio di LA4G, e di come questo esemplifica la potenziale applicazione del suddetto modello nell'ecosistema italiano dell'innovazione.

La domanda non nasce dall'esame teorico dell'ecosistema, bensì dall'osservazione di un fenomeno concreto e, in parte, sottovalutato dalla letteratura italiana di settore. A livello globale, i veicoli di investimento legati a reti di ex-studenti universitari hanno superato le 200 unità, con volumi di raccolta censiti che si attestano a superare i 158 miliardi di dollari (Global University Venturing, 2024). Gli Stati Uniti sono il punto di riferimento in questo segmento di settore; il legame tra le università e il capitale di rischio è uno standard consolidato da decenni. Atenei come Stanford e Berkeley sono stati i primi a guidare questa trasformazione di *community* di *alumni* in infrastrutture di innovazione, adottando un modello che nella sua affermazione, è riuscito a generare rendimenti superiori alla media di mercato. In Europa, e in particolare in Italia, questo processo è più recente, ma non per questo meno significativo.

Se si osservano i dati del mercato italiano del *venture capital* generalista, si può notare come nell'ultimo quinquennio abbia avuto luogo una “metamorfosi” quantitativa senza precedenti. Secondo AIFI (2024), il volume annuale degli investimenti in *startup* italiane ha superato per il secondo anno consecutivo la soglia “psicologica” del miliardo di euro, raggiungendo nel 2024 un aggregato complessivo di quasi 2 miliardi di euro, un dato che entra a gamba tesa sui 600 milioni rilevati nel 2019. In meno di un quinquennio (Covid incluso), il sistema ha triplicato la capacità di assorbire il capitale, ma non senza criticità. A fronte di una tale crescita quantitativa permane una debolezza strutturale per ciò che concerne: la qualità media del *deal flow* e la frenata capacità degli operatori di affiancare *startup* con competenze manageriali e *network* relazionali,

nonché la frammentazione degli ecosistemi locali. Il modello *Alumni-Based* si inserisce nel percorso di disamina fornendo una risposta parziale a talune criticità, e non come soluzione universale.

Il percorso che questa tesi intende compiere muove da una premessa necessaria: prima di poter giudicare un modello di investimento occorre capire il sistema che lo ha reso possibile. Per tale ragione, l'analisi si apre con la crisi del credito bancario tradizionale (con il *credit crunch*), per risalire verso il *venture capital* come risposta sistemica a tale fallimento di mercato, e poi ancora verso il paradigma dell'*open innovation*, come cornice entro cui *startup*, *corporate* e *accademia* hanno ridisegnato i loro confini operativi. Solo dopo aver chiuso un perimetro di fondamenta teoriche diventa possibile entrare nell'architettura del VC, ed è proprio in tale sede che emerge il concetto attorno a cui ruota l'intera trattazione: lo *smart money*. In questo campo, esso non viene inteso come slogan di marketing finanziario, ma come manifestazione del capitale relazionale che il singolo investitore può mobilitare, risultante in un fattore di vantaggio competitivo. Da qui in poi il modello Alumni-Based smette di essere una curiosità. Diventa un oggetto di analisi serio.

Il terzo capitolo sposta il *focus* sul modello *alumni-based*. In questa sede ha luogo un'analisi comparata delle principali esperienze internazionali, che isola le caratteristiche strutturali dei suddetti veicoli, evidenzia la porzione di vantaggio competitivo proveniente dalla *community* e i rischi che li insidiano. La criticità del punto di chiusura di un qualsiasi percorso di disamina è spesso e volentieri la mancata applicazione della teoria nella prassi. A tal proposito, la tesi chiuderà per completezza il cerchio attraverso l'analisi dell'ecosistema LUISS, come prova di un tentativo italiano di ingegnerizzare la fiducia senza rinunciare al rigore metodologico.

La tesi non ambisce a presentare un modello universale né a decretare l'assoluta superiorità del paradigma *alumni-based* sui fondi tradizionali; questa trattazione si propone di capire in quali condizioni questo modello trova la sua migliore espressione, quando smette di farlo, e cosa rende il caso LUISS un contributo originale al dibattito internazionale sull'innovazione guidata dal capitale relazionale.

Capitolo 1

L'Evoluzione dell'Ecosistema di Innovazione.

L'industria, la finanza e l'accademia non sono più tre mondi separati. Capire come si siano intrecciati negli ultimi vent'anni è il presupposto di tutto ciò che seguirà. Il presente capitolo si propone di circoscrivere il contesto di ricerca, ponendo la base teorica per ciò che sarà l'analisi del modello *Alumni-Based*. L'analisi in questione parte dalla crisi dei modelli di credito tradizionali e dall'ascesa del capitale di rischio, giungendo alla disamina del processo di espansione dei confini dell'impresa tradizionale, attraverso l'*Open Innovation*. Verrà, infine, esaminata l'evoluzione del ruolo delle infrastrutture a supporto dell'innovazione, e delle università come agenti di sviluppo economico.

1.1. Finanziamento d'Impresa: Dal Debito al Capitale di Rischio

Il contesto economico del Novecento ha contribuito a fissare quelle che sono le esigenze dell'economia industriale. Da tali esigenze si è delineato un sistema capitalistico moderno da cui, soprattutto nell'Europa continentale, è stato strutturato un sistema finanziario “bancocentrico” (o *bank-based*). In un sistema come quest'ultimo, i flussi di finanziamento alle imprese provengono principalmente dai canali bancari. Talvolta le stesse dimostrano un'effettiva dipendenza dall'operatore bancario, manifestando l'impossibilità di trovare fonti di finanziamento alternative. In maniera opposta, un sistema *market-based* (di origine angloamericana) basato sul ricorso al mercato di capitali, vede le imprese finanziarsi mediante emissione di azioni e obbligazioni da collocare.

In un sistema *bank-based* precedente, il finanziamento a debito era lo strumento per sostenere un ecosistema di imprese caratterizzate da *asset* tangibili, flussi di cassa prevedibili e, di conseguenza, garanzie reali solide. L'avvento dell'economia della conoscenza (c.d. *knowledge economy*) ha scatenato una “dissonanza” strutturale: ora le nuove imprese innovative, in particolare le *startup*, fondano il loro valore su immobilizzazioni immateriali, come gli algoritmi, il capitale umano e la proprietà intellettuale, gli stessi *asset* che il sistema bancario tradizionale fatica a valutare e a collateralizzare. Al riguardo, sarebbe utile introdurre il concetto di “*equity gap*”, quale differenza tra la richiesta di capitali da parte delle *startup* e la disponibilità effettiva. È in questa architettura che si inserisce il *Venture Capital*, non come un'opzione alternativa al capitalismo tradizionale, bensì come una necessità del sistema in grado di porre rimedio a questo fallimento di mercato.

1.1.1. Limiti del credito tradizionale per le *Startup* e *Credit Crunch*

La principale criticità che contraddistingue il sistema di credito tradizionale risiede nella difficoltà di accesso al credito per le imprese innovative, derivante da un'incompatibilità strutturale tra il modello di valutazione

bancario e la natura unica della *startup*. Dal lato delle banche, le operazioni sono guidate da logiche prudenziali, e di conseguenza le loro valutazioni relative al merito creditizio si basano su due elementi portanti: le garanzie reali tangibili (*collateral*) e lo storico di flussi di cassa (*track record*). Il criterio seguito dagli operatori è stato concepito per garantire la solidità patrimoniale del debitore, e con questa la restituzione del capitale prestato. Per approfondire le ragioni di tale rigidità, è sostanziale analizzare la natura intrinseca della *startup*, che differisce radicalmente da una PMI tradizionale. La *startup* non è semplicemente una piccola impresa in fase di avvio, bensì: “*un'organizzazione temporanea progettata per cercare un modello di business ripetibile e scalabile*” (Blank e Dorf, 2012)¹. L'attributo “temporanea” è cruciale in tal senso, in quanto l'aspirazione della *startup* non è rimanere tale, ma l'evoluzione in una *scale-up* o il fallimento nel tentativo di scalare. Seguendo la definizione fornita dagli autori, si può dedurre che una *startup* opera nella fase embrionale del tradizionale ciclo di vita d'impresa. In questo stadio, l'organizzazione è dotata solo di *asset* intangibili e a causa degli ingenti finanziamenti inizialmente necessari, è caratterizzata da un bilancio con un elevato *burn rate* (letteralmente tasso di combustione). Tale indice rappresenta la velocità con cui un'impresa consuma le *cash reserves*, al fine di finanziare le spese operative. Esso risulta essere elevato quando i ricavi delle prime vendite non sono ancora sufficienti a coprire i costi di struttura e di sviluppo del prodotto. In termini finanziari, questo indicatore rappresenta il *negative cash flow* fisiologico e necessario, per sostenere la struttura aziendale durante la fase di ricerca del *business model* e di *product development*.

Secondo quanto teorizzato da Zider (1998)², questa disfunzione del sistema deriva da un disallineamento tra rischio e rendimento. Nel caso di finanziamento di una *startup*, l'istituzione bancaria si trova dinanzi ad un'asimmetria strutturale. Essa rileva un potenziale guadagno, seppur limitato (il tasso d'interesse sul finanziamento), ma si espone al contempo al rischio di perdita totale del capitale erogato. La banca si trova quindi davanti all'impossibilità di prezzare le “condizioni di estrema incertezza” che secondo la definizione di Ries (2011)³ caratterizzano le *startup*, rendendo di fatto inapplicabili i modelli di *risk-assessment*. Ne consegue che non potendo distinguere con certezza i progetti validi da quelli destinati al fallimento (fenomeno noto come *Lemon Problem* teorizzato da Akerlof⁴, 1970), il sistema bancario reagisce con il “*credit crunch*”. Con questo termine viene indicato il fenomeno che genera l'esclusione finanziaria di alcune imprese, causato dal razionamento dell'offerta di liquidità, e che viene coerentemente spiegato dalla “teoria

1 Blank, S. and Dorf, B. (2020). “*Startup Owner's Manual :The Step-by-Step Guide for Building a Great Company*”. S.L.: John Wiley. Gli autori forniscono la definizione di *startup*: “*A startup is a temporary organization in search of a scalable, repeatable, profitable business model.*”

2 Zider, B. (1998) “How venture capital works”, Harvard Business Review, 76(6), pp. 131-139.

3 Ries, E. (2011). “*The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses*”. New York: Crown Business.

4 Akerlof, G.A. (1970). “*The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*”. The Quarterly Journal of Economics, 84(3), pp.488–500.

del razionamento del credito”, esposta nell’articolo “*Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*” (Stiglitz e Weiss, 1981)⁵. Secondo gli stessi autori, infatti, viene preferita dalle banche l’alternativa che prevede la limitazione dell’offerta, piuttosto che il rialzo dei tassi d’interesse. Quest’ultima misura tende a generare un duplice effetto negativo. La “selezione avversa” si verifica *ex-ante* e prevede che, aumentando i tassi, la banca tenderà ad accogliere solamente progetti altamente rischiosi, peggiorando la qualità media dei suoi clienti. Di converso, l’ “azzardo morale” riguarda il comportamento *ex-post* dell’impresa finanziata, che spinta dall’obbligo di ripagare il debito, avrà un incentivo a scommettere su progetti ancora più rischiosi. A causa di questi due fattori, esisterà un tasso di interesse fissato dalla banca, che raziona l’offerta di fondi destinati alle aziende, creando un eccesso di domanda (*credit crunch*). Dal punto di vista dell’impresa, il fenomeno viene giustificato dall’asimmetria informativa che intercorre tra l’imprenditore, dotato per natura di più mezzi per conoscere le caratteristiche del prodotto innovativo, e la banca, sprovvista di competenze tecniche per giudicare l’innovazione. È proprio in questa zona critica che si inseriscono l’*equity gap* e la “valle della morte”, ovvero quel momento in cui la *startup* esaurisce i fondi dei fondatori (*friends and family*) ma risulta ancora rischiosa per le banche. È proprio per colmare questo vuoto di mercato che diviene necessario l’intervento di operatori specializzati nel capitale di rischio.

1.1.2. *Equity* come motore di crescita reale

Di fronte ai limiti strutturali precedentemente analizzati del sistema creditizio, si concretizza una risposta da parte del mercato: lo sviluppo del settore del *Private Equity*. Con tale locuzione si indica nella prassi l’attività di investimento nel capitale di rischio di imprese, operata da investitori professionali con l’intento di valorizzare l’azienda e disinvestire nel medio o lungo periodo.

All’interno del vasto ecosistema dell’innovazione, è fondamentale operare una distinzione basata sulla fase del ciclo di vita dell’impresa *target*. Come precisato nuovamente da Zider (1998)⁶, nella stessa opera, il termine *Private Equity* viene utilizzato come generalizzazione delle due categorie in cui si ramifica. Il *Buyout* aggredisce aziende mature e con *cash flow* stabili, acquisendone la totalità. L’essenza di tali operazioni sta nell’ottimizzazione dei costi e nello sfruttamento della leva finanziaria, ovvero la strategia grazie al quale “un soggetto ha la possibilità di acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto e, conseguentemente, di beneficiare di un rendimento potenziale maggiore rispetto a quello derivante da un investimento diretto nel sottostante e, di converso, di esporsi al rischio di perdite molto significative” (Consob s.d.). Il *Venture Capital* rappresenta, invece, il ramo incentrato sulle imprese in fase di avvio (*early-stage*) e con un alto potenziale di crescita. Questi veicoli non mirano ad

5 Stiglitz, J.E. and Weiss, A. (1981). “*Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*”. The American Economic Review, 71(3), pp.393–410.

6 Zider, B. (1998) “How venture capital works”, *Harvard Business Review*, 76(6), pp. 131-139. inserire frase originale

acquisire una partecipazione di maggioranza per possedere il controllo della *startup*, bensì mirano alla crescita iperbolica del fatturato.

Nel passaggio dal debito all'*equity*, bisogna sfatare la narrazione “romantica” dietro all’ecosistema descritto finora. Come sottolineato da Zider nello stesso saggio per la *Harvard Business Review*, esiste una profonda differenza tra la percezione pubblica e l'effettiva operatività di questi investitori. Citando testualmente l'autore: *"Il mito racconta che i Venture Capitalist investono in belle persone e buone idee. La realtà è che investono in buone industrie"* (Zider, 1998)⁷. Con questa affermazione, l'autore chiarisce l’equivoco riguardo l'immissione di capitali a titolo di premio per la tecnologia innovativa del fondatore, affermando che esso costituisca un motore di crescita destinato a modelli di *business* scalabili e da cui è possibile massimizzare il valore della partecipazione.

Con il *VC* subentrante nel colmare l'*equity gap* delle *startup*, viene segnato il passaggio da una logica creditizia a una logica partecipativa (*risk-sharing*). Secondo Gompers e Lerner (2001)⁸, il *Venture Capitalist* supera la figura del “prestatore di liquidità”, ponendosi come “investitore attivo”. Questa postura consiste nel monitoraggio attivo dello stato di sviluppo e nel trasferimento di competenze strategiche verso la *startup*, processo riconducibile al concetto di “*Smart Money*” (Capitolo 2.3). In questo modo il veicolo di investimento agisce anche come acceleratore della crescita reale dell’impresa.

La sostenibilità di questo modello si fonda sulla natura dei fondi impiegati, definiti “Capitali Pazienti”. A questo proposito è utile citare il contributo di Mazzucato (2013)⁹. La definizione di investitore paziente dell’autrice viene ricondotta a un finanziatore disposto ad aspettare anche 10-15 anni per un ritorno finanziario. Sebbene nella prospettiva dell’autrice l’attore pubblico corrisponda a questa definizione, il *Venture Capitalist* offre orizzonti temporali relativamente più estesi (5-10 anni), rispetto a quelli che emergono nel confronto con il sistema bancario. A differenza degli strumenti di debito tradizionali che richiedono liquidità immediata per il pagamento di rate e interessi, l’iniezione di un *equity* “paziente” permette alla *startup* di reinvestire interamente la cassa generata dalle prime vendite nella sua stessa crescita, anziché nel rimborso del debito, favorendo uno sviluppo autoindotto che impatta direttamente l'economia reale.

Nonostante l'iniezione di liquidità e di competenze manageriali siano vitali in un ambiente che si contrappone a quello dei sistemi di debito tradizionali, queste due condizioni, sole, non comportano alcun

7 Si veda nota 6. *“The myth is that venture capitalists invest in good people and good ideas. The reality is that they invest in good industries.”*

8 Gompers, P. and Lerner, J. (2001). *“The Venture Capital Revolution”*. Journal of Economic Perspectives, 15(2), pp.145–168.

9 Mazzucato, M. (2013). *“Entrepreneurial State : Debunking Public vs. Private Sector Myths”*. London: Anthem Press. L’autrice si pone in una posizione critica verso il *VC*, affermando che l’orizzonte di questo risulti quello di un investitore “impaziente” che mira al disinvestimento in un periodo minore rispetto all’attore pubblico. Esso è il vero “eroe dell’innovazione”, che assume rischi maggiori rispetto al primo.

vantaggio nella percezione pubblica dell'impresa. Affinché la scommessa del *Venture Capital* si traduca in valore economico, che risulti concreto al momento di una valutazione nell'ambito di un'ipotetica uscita dal capitale, le *startup* necessitano di un ecosistema industriale adatto ad accoglierle (nelle fasi *pre-seed* e *seed*), capace di assorbire e valorizzare l'innovazione prodotta.

1.2. L'Impresa Permeabile e il Paradigma dell'*Open Innovation*

Il punto di intersezione tra le logiche finanziarie e la condotta che assume l'azienda nel mercato è molto importante per le piccole imprese innovative. In questo paragrafo si tratterà come le startup non operino più in una condizione isolata rispetto al mercato, ma diventino un operatore di rilevante importanza all'interno di una rete di scambi di tecnologie.

Diviene dunque cruciale introdurre il secondo pilastro teorico del presente Capitolo: il paradigma dell'*Open Innovation*. Tale approccio, prevede l'erosione dei confini sussistenti tra chi finanzia l'innovazione, chi la produce e chi effettivamente la adotta nei propri processi industriali. La prospettiva di interesse suggerisce che le aziende dovrebbero utilizzare sia input interni che esterni per promuovere l'innovazione. Questo fenomeno segna in qualche modo il superamento della logica di internalizzazione dell'innovazione (*Closed Innovation*), a beneficio di questo nuovo e permeabile modello.

1.2.1. Definizione e principi dell'Innovazione Aperta

In tempi recenti è venuto a delinearsi un ecosistema globale di imprese sempre più caratterizzato dall'elevata distribuzione della conoscenza e dalla mobilità sempre più frequente di talenti. Perciò, le organizzazioni non possono più permettersi di generare internamente l'intero fabbisogno innovativo. La formalizzazione del passaggio storico verso l'Innovazione Aperta si deve al contributo letterario di Henry Chesbrough (2003)¹⁰, il quale ha teorizzato il fallimento dell'antiquato dogma aziendale basato sulla segretezza, sul mantenere il processo di innovazione all'interno dei confini aziendali ("Fortezze" o "Torri d'Avorio"). L'autore fornisce un'ulteriore definizione esplicativa dell'*Open Innovation* come: "*L'uso intenzionale di flussi di conoscenza in entrata e in uscita per accelerare l'innovazione interna ed espandere i mercati per l'uso esterno dell'innovazione*" (Chesbrough, 2003). Lo stesso fa cadere la convinzione comune secondo cui, per apportare novità per l'impresa o per il mercato, sarebbe necessario internalizzare esclusivamente i processi attinenti all'innovazione. L'autore ha infatti sottolineato nell'opera: "*Not all the smart people work for you*" ("*Non tutte le persone intelligenti lavorano per te*"). Grazie all'avvento di questa nuova prospettiva viene superato

¹⁰ Chesbrough, H. W. (2003) "*Open Innovation: The New Imperative for Creating and Profiting from Technology*". Boston: Harvard Business School Press. Con tale opera l'autore, padre dell'*Open Innovation*, smonta la *Closed Innovation* e ricollega il nuovo paradigma ad una risposta adattiva ai mutamenti strutturali del mercato (mobilità dei talenti e distribuzione della conoscenza).

il modello di *Closed Innovation*, caratterizzato da una forte integrazione verticale, e con questo la sindrome del “*Not Invented Here*” (ovvero il rigetto di tutto ciò che non è creato internamente).

A questo punto emerge una questione cruciale a cui assolvere: il VC ha guidato il superamento dell’innovazione internalizzata o è quest’ultimo ad aver spinto al successo del veicolo di investimento? Nella prassi si può rilevare che l’esplosione del *Venture Capital* ha operato da protagonista nella “distruzione” del suddetto modello. Le aziende non riuscivano più a trattenere i talenti, i quali erano invece incentivati dalla possibilità di fondare le proprie *startup*, finanziate dagli stessi veicoli di finanziamento.

Al contrario di quest’ultimo, il paradigma “aperto” trasforma l’azienda in una piattaforma capace di recepire gli stimoli esterni, dove i processi di innovazione si alimentano attraverso due direttrici principali. I processi *outside-in* si affidano all’integrazione e all’assorbimento di tecnologie, competenze e *startup* esterne per potenziare il *core business* aziendale. Già in questa fase le *corporate* si rivolgono al mercato del *Venture Capital* per acquisire innovazione già validata. Mentre i processi *inside-out*, invece, sono mirati alla valorizzazione verso l’esterno (esternalizzazione) di *asset* proprietari non utilizzati internamente, mediante la concessione di licenze o la creazione di *spin-off*. Un ulteriore processo viene citato successivamente da Enkel, Gassman e Chesbrough (2009)¹¹ con riferimento ai *coupled process*. Esso consiste nella co-creazione di innovazioni da parte di più attori, che agiscono mediante alleanze, *joint venture*, o formando semplici reti di collaborazione con partner che sono complementari. Questo processo è la più chiara rappresentazione del perché la disamina dell’*Open Innovation* sia funzionale alla trattazione dell’oggetto di questa tesi. Tra le parti operanti nelle collaborazioni relative alle funzioni R&D vi sono spesso università e *startup* legate in qualche modo all’ateneo.

Il passaggio da un sistema chiuso a uno aperto non rappresenta solo un rinnovamento sul piano strategico, ma anche su quello culturale. L’obiettivo dei veicoli innovatori moderni non consiste più nell’essere i primi a scoprire una tecnologia, bensì nell’essere i migliori a integrarla nel proprio modello di *business*, trasformando l’unità R&D (ricerca e sviluppo) da centro di costo a un’architettura aperta di creazione del valore.

Se il primo intervento di Chesbrough definisce le basi teoriche, un contributo più recente si occupa di scovare la motivazione economica pratica dietro l’applicazione di tale approccio. Successivi studi come quello già citato di Enkel, Gassman e Chesbrough (2009) ricollegano l’adozione del paradigma come soluzione alla complessità dei mercati attuali. La fonte in questione evidenzia come l’*Open Innovation* permetta alle imprese di intervenire principalmente su tre *driver* fondamentali, come la riduzione del

11 Enkel, E., Gassmann, O. and Chesbrough, H. (2009). “*Open R&D and open innovation: exploring the phenomenon*”. *R&D Management*, 39(4), pp.311–316. In questa pubblicazione gli autori adoperano una codifica fondamentale dei processi operativi distintivi dell’*Open Innovation*, ponendo inoltre quest’ultimo come soluzione alla complessità dei mercati.

time-to-market, potendo accelerare il lancio di nuovi prodotti usufruendo di tecnologie già pronte. Altri punti di intervento sono costituiti dall'ottimizzazione dei costi di R&S e la ripartizione del rischio operativo. In base ai contributi forniti finora, l'*Open Innovation* si configura come un fenomeno comportante un beneficio unico tra tanti, ovvero quello di poter intercettare le novità e le trasformazioni del mercato, in una maniera che non potrebbe essere replicata da nessuna impresa singolarmente.

Tuttavia, la consapevolezza dei vantaggi che incorpora tale modello, da sola, non elimina le difficoltà che può comportare l'implementazione di tale modello nella realtà pratica. La rigidità strutturale delle *corporate*, associata alla dinamicità caotica delle *startup*, genera frizioni di stampo culturale e operativo. Tali caratteristiche delle due organizzazioni vengono percepite come difetti nell'entità astratta che si viene a formare, facendo emergere la necessità di modelli di collaborazione specifici, che saranno oggetto della successiva disamina.

1.2.2. Sinergie necessarie e simbiosi tra *Startup* e *Corporate*

Al fine di superare le frizioni operative e culturali, è fondamentale comprendere la natura della complementarità tra impresa consolidata (*corporate*) e nuova impresa innovativa (*Startup*). Secondo quanto osservato dalla letteratura (Teece, 1986; Chesbrough e Weiblen 2015)¹², il rapporto tra *corporate* e *startup* si configura come una vera e propria “simbiosi”, apparendo funzionale alla compensazione reciproca dei limiti strutturali, attraverso la condivisione e l'integrazione delle rispettive dotazioni di *asset*.

Le grandi aziende (*incumbent*), infatti, possiedono ciò a cui le *startup* mirano, avendo a disposizione capitali, canali distributivi di portata globale, base clienti consolidata e, su tutti, un'elevata credibilità del marchio. Tuttavia, esse sono, nella maggioranza dei casi, frenate da un fenomeno definito come “inerzia organizzativa”, i cui segnali sono lenti processi decisionali, una forte avversione al rischio e una cultura focalizzata sull'*exploitation* (efficienza) piuttosto che sull'*exploration* (esplorazione). Quando un'azienda consolida un *business model* funzionante, la reazione naturale è ottimizzarlo (c.d. *exploitation*). I fatti dimostrano che l'efficienza assicura risultati rilevanti soltanto nel breve termine, in quanto causa rigidità a scapito di una flessibilità necessaria a trovare percorsi alternativi. Nella prassi questo rallentamento si rivede nei protocolli di controllo e nei numerosi livelli di approvazione che coinvolge una nuova idea. In una prospettiva di questo genere l'errore viene percepito come inefficienza, mentre in quella opposta (*exploration*) il fallimento non solo è accettato, ma necessario per l'apprendimento.

¹² Teece, D.J. (1986). “*Profiting from Technological innovation: Implications for integration, collaboration, Licensing and Public Policy*”.

Research Policy, 15(6), pp.285–305. e Weiblen, T. and Chesbrough, H.W. (2015). “*Engaging with Startups to Enhance Corporate Innovation*”.

California Management Review, 57(2), pp.66–90.

In maniera del tutto speculare alle *corporate*, le *startup* detengono agilità e flessibilità operativa, che consentono di sviluppare tecnologie *disruptive* in modo rapido. Sul piano strategico, si può rilevare una naturale propensione al rischio, soffrendo, tuttavia, di “*liability of newness*” (lo svantaggio della novità). Essa consiste nella fragilità derivante dall’assenza di uno storico operativo e dalla scarsità di risorse, che normalmente contraddistingue la fase embrionale dell’impresa.

Il concetto di “*complementary asset*” teorizzato da Teece (1986)¹³ risulta fatto su misura per lo scenario delineato. Secondo quanto formulato, avere una tecnologia geniale (come nel caso delle *startup*) non è sufficiente se non si hanno gli asset complementari (posseduti dalle *corporate*) per riprodurla, distribuirla e commercializzarla. È in questo terreno che la logica del “*Buy vs Build*” diviene l’imperativo strategico. Con tale locuzione si indica il dilemma tipico di fronte al quale è posto il management di una qualsiasi azienda, ovvero quello del “*make or buy*” (produrre o acquistare), riconducibile alla “teoria dei costi di transazione” di Williamson (1975)¹⁴. In questo caso l’impresa può optare per lo sviluppo internalizzato di tecnologie innovative (*build*), assorbendo costi di ricerca e tempi di sviluppo, oppure integrare soluzioni già esistenti e validate dal mercato (*buy* o *partner*).

In un contesto ipercompetitivo, l’opzione *build* rappresenta un costo opportunità spesso insostenibile, in quanto il tempo necessario per replicare una tecnologia innovativa esistente sul mercato, rischia essa stessa di rendere il prodotto obsoleto ancora prima del lancio. Tale alternativa è però preferibile quando l’azienda, nel migliorare una tecnologia *core* dell’azienda, non ha la necessità o l’interesse di ricorrere all’esterno. Questo si verifica quando l’impresa dispone già del set di competenze, o quando la condivisione delle stesse distruggerebbe il vantaggio competitivo, nonché in contesti di bassa incertezza.

Diametralmente opposta è la strategia *buy*, che permette di importare l’innovazione in maniera immediata quando si configurano scenari critici. Questi comprendono per esempio la mancanza di talenti (tenendo conto che “*non tutte le persone intelligenti lavorano per te*”), o la necessità di abbattere drasticamente il *time-to-market* con la simultanea trasformazione di costi fissi di *R&D* (Ricerca e Sviluppo) in investimenti mirati su *asset* o *startup* già validate dal mercato. In sintesi, l’impresa persegue una logica *build* in un contesto in cui le competenze interne sono già dominanti e si propende ad un’innovazione incrementale, con lo scopo di difendere il *core business*. Allo stesso modo il *buy* diventa un imperativo nel momento in cui si prefissa l’esplorazione di mercati con innovazioni *disruptive*, e si registra il bisogno di trasferirne il rischio al di fuori dei confini aziendali.

¹³ Si veda nota 12.

¹⁴ Williamson, O.E. (1975). “*Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*”. New York: Free Press.

L'apporto letterario di Altman e Tushman (2017)¹⁵ identifica l'innovazione moderna non più nel singolo prodotto, bensì nella capacità dell'impresa di progettare piattaforme ed ecosistemi. Infatti, la *corporate* deve evolvere il proprio ruolo di produttore in quello di architetto di una rete aperta. All'interno di questa, gli attori economici (utenti, *partner* esterni e *startup*) interagiscono e mediante la moltiplicazione di queste connessioni viene generato valore. Nella prospettiva che gli autori hanno contribuito a formalizzare, si genera un ambiente in cui l'acquisizione o la collaborazione non vengono concepite come una semplice esternalizzazione, ma come l'attivazione di un nodo cruciale dell'ecosistema per accedere a tecnologie che l'impresa non saprebbe replicare con la stessa rapidità.

L'integrazione tra questi due mondi non è, tuttavia, esente da rischi operativi. Spesso, infatti, le *incumbent* rigettano l'innovazione esterna a causa dei propri "anticorpi burocratici". Per mitigare questo rischio, Boudreau e Lakhani (2013)¹⁶ suggeriscono un "approccio ambidestro", mediante l'istituzione di strutture a rete esterne, dedicate all'*Open Innovation*, definibili come "*center of excellence*". La ricerca in questione dimostra come le *corporate* debbano abbandonare la concentrazione di talento all'interno dei propri dipartimenti di R&D, aprendosi invece a una "diversità cognitiva" grazie alle relazioni con *startup*. I fondatori delle imprese innovative spesso non sono viziati da schemi mentali, come possono essere i "colletti bianchi", potendo fornire invece un *problem-solving* più rapido e meno costoso. Tali unità proposte dalla letteratura hanno il compito di intercettare le soluzioni esterne, validarle e facilitarne l'implementazione, proteggendo al contempo l'agilità tipica della *startup* dalla rigidità della casa madre.

Nello scenario nazionale, questa maturazione è oramai evidente. Come confermato da un report redatto dagli Osservatori Digital Innovation del Politecnico di Milano (2025)¹⁷, si conferma che le grandi imprese hanno superato la fase della sperimentazione "sporadica". Con tale espressione si fa riferimento a un'impostazione iniziale all'innovazione, spesso guidato da logiche di marketing e comunicazione più che da obiettivi industriali, un fenomeno noto come "*innovation theater*", termine coniato da Steve Blank (2019)¹⁸. In questa fase, l'interazione con le *startup* si limitava a eventi isolati privi di continuità strategica.

Al contrario, come sottolineato da Weiblen e Chesbrough (2015)¹⁹ si può notare come il tessuto imprenditoriale odierno sta evolvendo verso modelli consolidati. La collaborazione si declina ora attraverso

15Altman, E.J. and Tushman, M. (2017). "*Platforms, Open/User Innovation, and Ecosystems: A Strategic Leadership Perspective*". *Advances in Strategic Management*, 37, pp. 1–35.

16 Boudreau, K. and Lakhani, K. (2013). "*Using the Crowd as an Innovation Partner*". *Harvard Business Review*, 91(1/2), pp. 60–69.

17 Politecnico di Milano – School of Management. (2026). "*Open Innovation Lookout: Dall'Ecosistema all'Algoritmo: Evoluzione dei Player, Venture Clienting ed AI per l'Open Innovation*" - Politecnico di Milano – School of Management.

18 Blank, S. (2019). "*Why Companies Do 'Innovation Theater' Instead of Actual Innovation*". *Harvard Business Review* [online]. Disponibile su: <https://hbr.org/2019/10/why-companies-do-innovation-theater-instead-of-actual-innovation> (Accesso: 28 aprile 2026).

19 si veda nota 12.

strumenti strutturati che garantiscono un'integrazione reale. Si passa per le “*call for ideas*”, mirate alla risoluzione di problemi specifici mediante la formazione di team dedicati, fino alle *partnership* industriali complesse e alle operazioni di *Corporate Venture Capital* (CVC). In questi ultimi casi che verranno analizzati approfonditamente nel Capitolo 2, la *corporate* supera il ruolo di semplice cliente per divenire investitore strategico, legando il proprio successo a quello della *startup* partecipata.

1.3. Infrastrutture per l'Innovazione: Incubatori e Acceleratori

Affinché la convergenza di interessi (di *corporate* e *startup*) si traduca in valore effettivo (ovvero in un vantaggio da parte di entrambe le parti o *win-win*), è necessario che la *startup* abbia già raggiunto un adeguato livello di validazione e maturità operativa (c.d. *investment readiness*). A colmare il *gap* fisiologico tra la genesi dell'idea e il suo ingresso nelle filiere industriali intervengono infrastrutture di supporto specializzate: incubatori e acceleratori, la cui funzione di “cinghia di trasmissione” dell'ecosistema sarà oggetto della presente disamina.

1.3.1. Incubatori e il ruolo nella fase *Pre-Seed*

Sebbene nel linguaggio comune i termini “incubatore” e “acceleratore” vengano utilizzati come sinonimi, la prassi industriale ne evidenzia una netta distinzione funzionale, basata sugli obiettivi perseguiti e sullo stadio di vita della *startup* supportata.

L'Incubatore rappresenta la forma archetipica di supporto alla spinta imprenditoriale. Nonostante storicamente sia legato alla sua accezione medica, oggi viene applicato per analogia a una struttura che opera nella fase *pre-seed*, ovvero lo stadio embrionale, in cui l'impresa è in via di definizione del prodotto e del *business model*.

La *value proposition* dell'incubatore è riconducibile alla definizione fornita da Hackett e Dilts (2004)²⁰, i quali descrivono l'incubazione non come un semplice spazio fisico, bensì come un processo di creazione di valore condiviso che monitora e assiste le nuove imprese. La funzione principale è la condivisione di risorse (c.d. *facility management*), ovvero la gestione integrata e strategica di processi che non riguardano il *core business* dell'impresa, a titolo di supporto amministrativo o legale. La finalità che si prefiggono tali strutture non è la crescita esplosiva, ma l'aumento del tasso di sopravvivenza durante il critico periodo di avvio. Abbattendo i costi fissi relativi alla struttura, si permette al team di focalizzare le risorse derivanti dalle

20 Hackett, S.M. and Dilts, D.M. (2004). “*A Systematic Review of Business Incubation Research*”. The Journal of Technology Transfer, 29(1), pp.55–82. Gli autori fanno cadere l'accezione di ufficio a basso costo dell'incubatore, definendolo “*A business incubator is a shared office-space facility that seeks to provide its incubatees with a strategic, value-adding intervention system of monitoring and business assistance. This system controls and links resources with the objective of facilitating the successful new venture development of the incubatees while simultaneously containing the cost of their potential failure.*”

prime vendite, seppur scarse, sull'unità *product development* (sviluppo del prodotto). A differenza degli acceleratori (la cui trattazione avverrà nel paragrafo successivo), la permanenza all'interno di una tale struttura di supporto non ha una durata prefissata, ma solitamente varia tra uno e tre anni. Il ciclo di vita di nuove imprese ha inizio con l'ingresso all'interno del meccanismo di incubazione, il quale avviene in maniera continua (c.d. *rolling basis*), e termina con la *graduation*, che segna la fine del rapporto e che consiste invece nel raggiungimento di una stabilità tale da poter operare autonomamente sul mercato.

Un ulteriore elemento rilevante da citare concerne la struttura del capitale e il modello di sostenibilità economica. A differenza degli acceleratori che agiscono come investitori speculativi, l'incubatore tradizionale adotta tipicamente un'impostazione "*equity-free*" (o *non-dilutive*). Tale modalità permette l'accesso ai servizi e agli spazi senza la cessione di quote societarie da parte dei fondatori, bensì dietro il pagamento di canoni di locazione (*fee-based* o *rent-based*).

La letteratura finanziaria (Grimaldi e Grandi, 2005)²¹ identifica casi specifici di incubatori pubblici o universitari (*University Business Incubators* - UBI), i cui costi possono essere parzialmente o interamente coperti grazie a fondi istituzionali. Come trattato da Mian (1996)²² l'obiettivo primario non è il profitto diretto dell'ente gestore, ma lo sviluppo economico locale e il trasferimento tecnologico. Questa assenza di pressione finanziaria immediata (o di diluizione del capitale) è coerente con la missione di "protezione" dell'impresa nelle fasi (come quella *pre-seed*) in cui il rischio di mortalità è ai massimi livelli.

Tuttavia, il modello dell'incubatore ha subito una profonda evoluzione nel tempo. Superando la logica del mero "affittacamere" che offre spazi e servizi di segreteria, si è gradualmente affermato il modello dei "*networked incubators*" teorizzato da Hansen, Chesbrough, Nohria e Sull (2000)²³, essenziale per completare l'analisi delle infrastrutture di supporto. Secondo i suddetti studiosi, il vero valore aggiunto di un incubatore moderno non risiede nelle infrastrutture fisiche, ma nella capacità di istituzionalizzare le reti di contatti (*network*), fornendo alle *startup* un accesso privilegiato a *partner* strategici, investitori e competenze esterne che una giovane impresa non potrebbe intercettare autonomamente. Essi identificano inoltre il vero limite della *startup* nella mancanza di capitale sociale. Con questo si può concludere che l'intervento dell'incubatore nel ciclo di vita di un'impresa sopperisce a delle lacune che l'impresa sola non sarebbe

21 Grimaldi, R. and Grandi, A. (2005). "*Business Incubators and New Venture Creation: An Assessment of Incubating Models*". *Technovation*, 25(2), pp.111–121. Coniano una distinzione tra incubatori (privati) e UBI (finanziati da investitori istituzionali)

22 Mian, S.A. (1996). "*Assessing value-added contributions of university technology business incubators to tenant firms*". *Research Policy*, 25(3), pp.325–335. L'autore precisa che il valore aggiunto dell'incubatore non corrisponde all'immissione di capitale, ma nell'azzerare i costi fissi delle *startup* e la messa a disposizione di laboratori a costo zero.

23 Hansen, M. T., Chesbrough, H. W., Nohria, N. and Sull, D. N. (2000) "*Networked Incubators: Hothouses of the New Economy*", *Harvard Business Review*, 78(5), pp. 74-84. Questo *paper* fornisce una risposta diversa sul valore aggiunto dell'incubatore, ricollegandolo alla rete di contatti che ne consegue.

capace di colmare. In un ambiente in cui il *time-to-market* determina la sopravvivenza, in assenza dell'agilità derivante dall'inserimento in un *network* privilegiato di un incubatore, l'impresa impiegherebbe anni di sforzi per pareggiare il medesimo risultato.

1.3.2. Acceleratori, il modello *Cohort-Based* e la fase *Seed*

Mentre l'Incubatore si focalizza sul raggiungimento della stabilità, l'Acceleratore nasce con l'obiettivo di accorciare i tempi intercorrenti tra una fase e l'altra del ciclo di vita dell'impresa (*c.d. time compression*). Le due strutture differiscono inoltre per la fase in cui operano; questo secondo modello interviene in una fase successiva a quella embrionale tipica dell'Incubatore, ovvero quella *seed*, in cui la *startup* necessita di validazione rapida per scalare le gerarchie del mercato.

La definizione accademica più significativa al fine della presente analisi è quella di Cohen e Hochberg (2014)²⁴, che identificano l'acceleratore come “*un programma a durata limitata, basato su coorti, che include servizi di mentorship e termina con un evento di presentazione pubblica*”. Seguendo tale fondamento, si può procedere ad identificare gli elementi distintivi e inscindibili del modello. La pressione temporale, innanzitutto, a cui sono sottoposti i progetti può variare in un intervallo che va dai tre ai sei mesi. L'organizzazione adotta una struttura *Cohort-Based* (opposta a quella del *rolling basis* dell'incubatore) che trova la sua manifestazione mediante il simultaneo ingresso e uscita di gruppi di *startup* (nel *c.d. demo day*) all'interno del programma di accelerazione. L'entrata non avviene mediante iscrizione, bensì mediante un bando (*c.d. call*), a seguito del quale avviene l'investimento in *equity*. Gli stessi gruppi, detti “coorti” (o *batch*), favoriscono il *peer-learning*. Gli stessi autori fanno riferimento a quest'ultimo meccanismo che viene innescato mantenendo un clima di competizione positiva tra le imprese, che favorisce un ambiente di apprendimento generato dagli errori altrui. Talvolta, si crea una rete di supporto psicologico tra i fondatori che stanno vivendo il medesimo stress. L'intero programma identificato dai due studiosi si configura come un meccanismo guidato da logiche finanziarie e selettive, finalizzato esclusivamente alla preparazione al *demo-day*, il momento in cui i fondatori delle *startup* si rivolgono a una platea di VC e *business angel*.

A questo punto dell'analisi è opportuno chiedersi quale sia il reale meccanismo di creazione di valore all'interno di questi programmi di accelerazione. A tal proposito interviene Hathaway (2016)²⁵ distinguendo due funzioni critiche tipiche di queste strutture. Il *Learning* agisce sulla “sostanza” della *startup*, sulla vena

24 Cohen, S. and Hochberg, Y.V. (2014). “*Accelerating Startups: The Seed Accelerator Phenomenon*”. *Foundations and Trends in Entrepreneurship*, 10(5–6), pp. 315–431.

25 Hathaway, I. (2016). “*What Startup Accelerators Really Do*”. *Harvard Business Review*, 28 Settembre [online]. Si occupa di dividere il valore dell'acceleratore una funzione interna (*Learning*) e una esterna (*Signaling*)

imprenditoriale, e quindi sul valore interno, senza intaccare le competenze distintive dell'impresa, col fine ultimo di colmare il *gap* di competenze manageriali. Secondo Hathaway tale funzione avviene in tre modi: il *peer-learning* (già citato precedentemente), la *mentorship* aggressiva (esperti del settore riadattano il *business model*), e il *pivot* (la possibilità di una rapida correzione basata sulle evidenze di mercato riscontrate nella prassi). Il *signaling*, invece, agisce verso l'esterno come meccanismo di riduzione dell'asimmetria informativa, andando a contrastare il *credit crunch*. In un mercato opaco come quello delle *startup*, l'ammissione in un acceleratore, che si distingue per la propria selettività, funge da "certificazione di qualità" (*third-party certification*) che riduce i costi di ricerca e la percezione del rischio dell'investimento. In sostanza, l'acceleratore "presta" la propria reputazione alla *startup*, facilitandone l'accesso ai capitali successivi e legittimando l'impresa agli occhi del mercato.

Vi sono, tuttavia, casi in cui il valore generato dall'acceleratore non si esaurisce con l'investimento iniziale o con il *demo day*. Se il *signaling* opera nell'immediato per attrarre risorse e investitori, la sostenibilità a lungo termine del modello è garantita dalla creazione di un asset relazionale persistente: nel caso di interesse di questa tesi, la *community* degli *alumni*, la cui trattazione avverrà nel Capitolo 3.

A differenza della consulenza tradizionale, l'acceleratore mira a costruire un ecosistema proprietario in cui i fondatori delle "coorti" precedenti, una volta raggiunto il successo, rientrano nel circuito come *mentor*, investitori o partner industriali. Si innesca così un meccanismo virtuoso di restituzione del valore (*give-back*) che trasforma il programma da un evento isolato a una piattaforma di scambio continuo.

Analisi più recenti, tra cui quella di Cohen, Hallen e Bingham (2019)²⁶ approfondiscono ulteriormente i fattori critici di successo di questi veicoli di innovazione, fornendo una risposta al dibattito tra la "selezione dei vincitori" e la "costruzione dei vincitori". Gli autori riconducono le performance degli acceleratori in via principale alla intenzionale progettazione delle interazioni con le imprese (*program design*), e solamente in via secondaria alla selezione all'ingresso (*picking winners*). Gli acceleratori che riscontrano più successo sono quelli che riescono a creare un ambiente di apprendimento strutturato, dove la *mentorship* non è generica ma mirata a risolvere la "*razionalità limitata*" e quelle criticità specifiche dei processi produttivi, derivanti da una crescita accelerata.

26 Cohen, S.L., Bingham, C.B. and Hallen, B.L. (2018). "The Role of Accelerator Designs in Mitigating Bounded Rationality in New Ventures". *Administrative Science Quarterly*, 64(4), pp.810–854. Gli autori rispondono ad una questione importante riguardo il successo degli acceleratori: hanno successo perché selezionano *startup* che avrebbero avuto successo anche da sole, o perché delineano un programma che rende le imprese innovative capaci di scalare?

1.4. Il Ruolo dell'Università Imprenditoriale: Dalla Ricerca al Trasferimento Tecnologico

L'analisi delle infrastrutture di supporto all'innovazione non può dirsi delineata senza indagare la genesi stessa della conoscenza tecnologica e della ricerca scientifica. Se gli acceleratori operano come catalizzatori di crescita e il *Venture Capital* come combustibile finanziario, l'università rappresenta la fonte primaria del capitale intellettuale, specialmente nei settori ad alta intensità scientifica (settori *Deep Tech*).

Negli ultimi decenni, il ruolo degli Atenei ha subito una trasformazione radicale, abbandonando la tradizionale postura di isolamento (nelle già citate “torri d'avorio”) per abbracciare il modello della *Entrepreneurial University*. Grazie all'adozione di questo paradigma, la produzione di sapere non è più fine a sé stessa, bensì è orientata alla valorizzazione economica e all'impatto sociale, ponendo le basi per il trasferimento tecnologico verso il mercato.

1.4.1. Sviluppo economico e la "Terza Missione"

La transizione verso questo nuovo modello si fonda sulla formalizzazione e istituzionalizzazione della cosiddetta “Terza Missione”. Infatti, storicamente le università hanno perseguito parallelamente finalità didattiche (la trasmissione della conoscenza) e di ricerca (la produzione di nuova conoscenza).

A tal proposito, è utile inserire nell'analisi il modello della Tripla Elica (*Triple Helix*) di Etzkowitz e Leydesdorff (2000)²⁷. Questi ultimi affermano che la Terza Missione rappresenta il mandato conferito agli Atenei di contribuire allo sviluppo economico, mediante la commercializzazione degli output provenienti dalla ricerca. Secondo gli stessi autori, l'avvento di un'economia odierna basata sulla “capitalizzazione della conoscenza” (*knowledge economy*) ha reso obsoleto il modello di isolamento accademico, portando invece l'interazione tra università, industria e Governo a costituire il motore che spinge l'innovazione. In questa architettura gli Atenei cessano quindi di essere percepiti come “fornitori” di laureati, per assumere una funzione di attore economico ibrido, capace di generare imprese innovative e brevetti.

La Terza Missione non è quindi un'attività residuale delle università, bensì un fondamento strategico che ridefinisce la *governance* accademica. Impone altresì l'apertura dei laboratori al mercato, trasformando la ricerca in un fattore di produzione (*input*) essenziale per la competitività. In questo spazio di sovrapposizione tra istituzioni nascono le collaborazioni e si gettano le basi per gli ecosistemi di innovazione.

27 Etzkowitz, H. and Leydesdorff, L. (2000). “*The Dynamics of innovation: from National Systems and Mode 2 to a Triple Helix of University–industry–government Relations*”. *Research Policy*, 29(2), pp.109–123.

1.4.2. TTO e Spin-off accademici

L'esecuzione della Terza Missione è affidata a strutture e veicoli dedicati, incaricati di colmare il divario tra la scoperta scientifica e la sua applicazione commerciale. Il meccanismo principale è costituito proprio dai *Technology Transfer Office*, ovvero uffici preposti alla gestione della proprietà intellettuale, alla brevettazione e alla negoziazione di licenze con partner industriali. Il veicolo privilegiato incaricato al trasferimento tecnologico è lo *spin-off* accademico. Viene definito rigorosamente da Shane (2004)²⁸ come “una nuova impresa fondata per sfruttare commercialmente una proprietà intellettuale creata all'interno di un'istituzione accademica”. A differenza di un brevetto, lo *spin-off* rappresenta la concretizzazione del rischio imprenditoriale da parte dei ricercatori, rendendo possibile la maturazione di una tecnologia all'interno di un veicolo societario autonomo.

La rilevanza strategica di questo meccanismo è confermata da una delle più recenti analisi di mercato, svolte dal Financial Times (2024)²⁹. Secondo il primo report, la capacità di trasformare la ricerca accademica in *asset* commerciali è divenuta un fattore critico di successo nella competitività nazionale; evidenzia come le collaborazioni strutturate tra atenei e imprese non si limitino ad accelerare lo sviluppo di tecnologie di frontiera (*AI, Biotech, Quantum Computing*), ma generino, altresì, un ritorno economico superiore rispetto agli investimenti in R&S interni. Alla testata statunitense è utile affiancare l'apporto letterario di Lockett e Wright (2005)³⁰, che offre una chiave di lettura più prestigiosa con riferimento alle determinanti di successo. Secondo gli autori, la reale capacità di un ateneo di generare *spin-off* performanti non dipende solamente dal budget investito in ricerca di base, ma dalle specifiche competenze manageriali incorporate nel TTO. La vera criticità per la sopravvivenza dello *spin-off* rimane anche in questo caso l'accesso ai capitali di rischio. Il TTO opera in questo intermezzo, in cui i fondatori possiedono un'eccellenza tecnologica ma non le capacità di interfacciarsi con investitori istituzionali, evolvendo da ufficio brevetti a un ponte relazionale. In questo contesto, l'università non è più solamente un luogo di studio, ma una fucina di *deal flow* qualificato per l'industria del *Venture Capital*, fornendo al mercato innovazioni *science-based* che richiedono “capitali pazienti” per scalare

28 Shane, S.A. (2004). “*Academic entrepreneurship : university spinoffs and wealth creation*”. Cheltenham: Edward Elgar.

29 Jack, A. (2024). “*Turning ideas into technology: the value of university-business links*”. FinancialTimes [online]. Disponibile su: <https://www.ft.com/content/0a2830f3-e381-424d-8067-876a445e45a2> (Accesso: 28 aprile 2026).

30 Lockett, A. and Wright, M. (2005). “*Resources, Capabilities, Risk Capital and the Creation of University Spin-Out Companies*”. Research Policy, 34(7), pp.1043–1057.

Capitolo 2

Architettura e Dinamiche del *Venture Capital*

Il capitolo precedente ha definito il perimetro dell'ecosistema dell'innovazione e identificato il ruolo ricoperto dalle *startup* e dalle università nel processo di *deal flow*. Sono state esaustivamente delineate quelle che sono le criticità derivanti dal *credit crunch* e al contempo le necessità di un modello di credito che soddisfi le mutevoli esigenze del mercato dei capitali. È ora fondamentale scansionare l'infrastruttura finanziaria preposta a convertire le invenzioni in imprese scalabili: il *Venture Capital*.

A differenza di quanto avviene nel caso degli istituti di credito tradizionali o di altri intermediari finanziari professionali, il fondo di *VC* non si limita ad operare come fornitore di liquidità, ma assume la postura di attore attivo nella riduzione di asimmetrie informative. Nel contesto mutevole in cui opera, esso si fa spesso carico di formare una *governance* complessa e di esercitare costantemente la funzione di *mentoring* e *monitoring*.

Il presente Capitolo si propone di esaminare l'architettura di questi catalizzatori di innovazione, spaziando tra le dinamiche derivanti dal rapporto di agenzia che contraddistingue il rapporto tra gestori e investitori, e l'analisi del ciclo del *Venture Capital*.

2.1. *Governance* del Fondo e la Relazione d'Agenzia

Nell'intento di definire l'architettura organizzativa di un fondo di *Venture Capital*, occorre in primo luogo considerare che il processo di progettazione dello stesso non è di natura aleatoria. L'assetto organizzativo del fondo è, in realtà, l'espressione della costante mutevolezza del mercato, che risponde alla necessità di gestire capitali ad alto rischio in un contesto di profonda incertezza e di elevata complessità.

Il primo aspetto organizzativo peculiare di questa struttura è la forma giuridica adottata dal fondo. A differenza delle classiche *corporation* (coincidenti con le S.p.A. italiane), infatti, la struttura giuridica predominante a livello globale è la *Limited Partnership*. Nell'ordinamento civilistico italiano, questa fattispecie è sussumibile nella Società in Accomandita Semplice (S.a.S.), tipica dei Fondi Comuni di Investimento gestiti da SGR, la cui disciplina è fornita dal Testo Unico della Finanza (TUF). Le Società di Gestione del Risparmio amministrano un patrimonio autonomo e giuridicamente separato da quello dell'azienda stessa, replicando la separazione tra gestione (dei soci accomandatari) e proprietà (dei soci accomandanti) tipica della S.a.S.

La configurazione giuridica descritta è così disegnata per la mitigazione dei rischi derivanti dalle frizioni che emergono nella gestione di capitali di terzi. Il fenomeno in questione, di comune discussione nella letteratura

finanziaria, è trattato nel particolare dai lavori di Sahlman (1990)³¹, il quale inquadra nella “teoria d’agenzia” la causa degli accadimenti tra gestori e investitori. Tale paradigma descrive il conflitto strutturale che scaturisce quando un soggetto (il c.d. principale) delega il potere decisionale a un altro attore (l’agente). Dal momento che gli interessi delle due parti raramente coincidono, il rapporto che ne deriva è caratterizzato da un’asimmetria informativa, di cui beneficia esclusivamente l’agente. Perciò, sorge il rischio che lo stesso persegua obiettivi personali a discapito del rendimento spettante al principale contraente, rendendo altresì necessari meccanismi contrattuali di allineamento e controllo.

Il cuore del problema consiste nella fisiologica e netta separazione tra proprietà del capitale sociale e il controllo gestionale; Sahlman (1990) identifica come soluzione “un’architettura intenzionalmente complessa”³², al fine di mitigare i rischi e minimizzando le inefficienze che ne conseguono. Secondo lo stesso autore, e come sottolineato successivamente da Zider (1998)³³, il fondo VC opera sotto forma di *Limited Partnership*, come un intermediario avente il sofisticato compito di allineare interessi divergenti: dal lato degli investitori vi è la necessità di proteggere il patrimonio da investimenti esposti a rischio, quali sono quelli diretti a *startup*; nella prospettiva dei gestori vi è invece il bisogno di un livello di una flessibilità operativa che permetta di “scommettere” su innovazioni ancora non validate dal mercato. Lo schema costruito rende tuttavia necessari degli ulteriori meccanismi di controllo e allineamento, oltre alla mera forma giuridica.

2.1.1. Il dialogo tra Investitori passivi e Gestori attivi

La *Limited Partnership*, come la S.a.S., formalizza una bipartizione di ruoli tra due categorie di attori. Essi trovano il proprio perimetro d’azione definito sul piano contrattuale, con il fine di ottimizzare l’efficienza del processo decisionale.

La prima categoria è costituita dai *Limited Partners* (LP), ovvero investitori che conferiscono la quasi totalità delle risorse finanziarie (di norma il 99% del capitale del fondo). Analizzando il ciclo del *Venture Capital*, Gompers e Lerner (2004)³⁴ identificano in questa categoria investitori istituzionali aventi orizzonti temporali lunghi (10-15 anni), quali compagnie assicurative, fondi sovrani, fondi pensione e, come nel contesto di ricerca in questione, fondazioni universitarie (c.d. *endowment*). Il fattore che contraddistingue i LP è la “passività gestionale”. Questa caratteristica, di cui viene investita dalla normativa vigente, li rende responsabili limitatamente al capitale sottoscritto (c.d. *committed capital*). A questa loro limitazione di responsabilità corrisponde una preclusione da ogni interferenza alle decisioni di investimento e alla gestione

31 Sahlman, W.A. (1990). “*The structure and governance of venture-capital organizations*”. *Journal of Financial Economics*, 27(2), pp.473–521.

32 Si guardi la nota 31. “*The venture-capital industry has evolved operating procedures and contracting practices that are well adapted to environments characterized by uncertainty and information asymmetries between principals and agents.*” pp. 473

33 Zider, B. (1998) “*How venture capital works*”, *Harvard Business Review*, 76(6), pp. 131-139.

34 Gompers, P. e Lerner, J. (2004) “*The Venture Capital Cycle*”. 2a ed. Cambridge, MA: MIT Press.

quotidiana del fondo (e delle partecipate). Tale vincolo (“divieto di immistione”)³⁵ è volto alla protezione del loro patrimonio da eventuali azioni legali contro il fondo, creando al contempo una totale dipendenza dalle competenze dei gestori.

La controparte operativa dei *Limited Partners* è rappresentata dai *General Partners* (o *Venture Capitalist*), che compongono il *management* e ai quali è demandata la gestione del fondo. Sotto il profilo dottrinale, si inserisce l’apporto di Feld e Mendelson (2019)³⁶, i quali approfondiscono lo studio del ruolo dominante e dei relativi limiti che caratterizza la figura dei gestori. I GP detengono l’autorità esclusiva sul processo di investimento (seppur vincolata da doveri fiduciari), definita “*binding authority*”. A loro spetta di eseguire lo *screening* delle opportunità, seguito dalla negoziazione dei termini (*term sheet*) e dal monitoraggio attivo, assicurato mediante la presenza fissa nei Consigli di Amministrazione delle *startup* partecipate.

In maniera identica alla logica perseguita dall’ordinamento italiano in materia societaria, coloro che sono investiti di potere decisionale rispondono illimitatamente delle obbligazioni sociali (in questo caso della *partnership*) e sono inoltre vincolati da un rigoroso dovere fiduciario (*fiduciary duty*) nei confronti degli LP.

È proprio in questo spazio di delega conferita dagli investitori che Feld e Mendelson (2019) analizzano la peculiare asimmetria che caratterizza il rapporto di mandato. Essi evidenziano come questi soggetti conferiscano una quota marginale e simbolica (1-5% del capitale del fondo, nota come *GP Commitment*), pur esercitando in modo esclusivo la gestione operativa e strategica del fondo. Questa sproporzione tra capitale e potere crea le condizioni tali da favorire il rischio di azzardo morale (*moral hazard*)³⁷. Se non sussistessero adeguati contrappesi, emergerebbe il rischio che i GP si assumano rischi eccessivi costruiti con il denaro altrui o, nel caso opposto, che adottino una logica conservativa non allineata con gli obiettivi dei LP.

Nello scenario descritto finora, si rileva un fondamentale bisogno, ovvero risolvere la tensione derivante dalla natura della struttura societaria, garantendo al contempo che i gestori siano orientati alla massimizzazione del valore (e non del profitto) per gli investitori. Di fronte a tale necessità, gli attori hanno dovuto sviluppare un sofisticato sistema di incentivi economici finalizzato all’allineamento degli obiettivi delle parti, bilanciando la copertura dei costi operativi con premi *performance-based*.

35 Nel quadro normativo italiano disciplinato dall’Art. 2320 c.c. “*I soci accomandanti non possono compiere atti di amministrazione, né trattare o concludere affari in nome della società*”.

36 Feld, B. and Mendelson, J. (2012). “*Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*”. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

37 Si veda la nota 36. Gli autori non parlano mai di “*moral hazard*” ma si riferiscono al medesimo problema parlando di “*Alignment of interests*” e “*Economics and Control*”.

2.1.2. Allineamento degli interessi: *Management Fee* e *Carried Interest*

Per colmare le lacune strutturali legate al conflitto d'agenzia e all'allineamento degli incentivi economici, l'industria del VC ha ingegnerizzato un modello di remunerazione standardizzato e asimmetrico, comunemente banalizzato con la formula "2 and 20". In base a quanto affermato da Feld e Mendelson (2019), la semplificazione di tale formula risulta superficiale: la struttura degli incentivi si fonda infatti sull'interazione di tre leve a disposizione degli investitori.

La prima componente è la *management fee*, una commissione fissa calcolata su base annuale, come percentuale del capitale impegnato (generalmente tra il 2 e il 2,5%). Si deve però chiarire un comune equivoco che sorge spesso nell'analisi di questi strumenti: le risorse in questione non costituiscono il profitto spettante ai gestori del fondo, bensì sono destinate alla copertura dei costi operativi. Questi oneri sono connessi principalmente ai salari spettanti ai *General Partner* e all'identificazione di *red flags* (vizi legali, rischi, passività) mediante *due diligence* legale, spesso eseguita dal team legale del fondo. Per evitare che i GP si trasformino in semplici "raccoglitori di commissioni" (*fee collectors*) disinteressati alla performance, i contratti prevedono spesso un meccanismo di *step-down*. Al termine del "periodo di investimento" (solitamente i primi cinque anni), nella cosiddetta fase di *harvesting* (letteralmente fase di raccolta, tra il quinto e il decimo anno di vita) in effetti, la base di calcolo della *fee* si riduce, applicandosi non più al capitale totale ma solo a quello effettivamente investito e ancora attivo, incentivando i gestori a lavorare per la liquidazione degli *asset*. Nella realtà al decimo anno di vita (fine del ciclo di vita ipotizzato dalla letteratura) un fondo difficilmente riesce a liquidare tutte le *startup* partecipate. Al fine di evitare la naturale propensione a "svendere" le ultime imprese ancora partecipate (c.d. *fire sale*), nella prassi industriale si prevede la possibilità di richiedere ai LP l'estensione contrattuale di uno o due anni.

Il vero motore dell'allineamento è il *carried interest* (o *carry*), definito da Gompers e Lerner (2004) come la "quota dei profitti generati dal fondo"³⁸ spettanti ai GP. Fissato storicamente al 20% (o fino al 25-30% per i fondi *top-tier*), questo strumento assicura che la ricchezza dei gestori sia generata esclusivamente dalla plusvalenza realizzata (tecnicamente *Capital Gain*). Per tutelare ulteriormente i LP, la pubblicazione *Venture Deals* (2019) sottolinea l'importanza della clausola di *hurdle rate* (o *preferred return*). Questa condizione implica che i GP possano incassare il *carry* solo dopo che il fondo ha restituito agli investitori tutto il capitale versato più un rendimento minimo garantito (tipicamente l'8% annuo). Questo meccanismo è la massima espressione di un incentivo basato sui risultati, in quanto lega gli sforzi afferenti la massimizzazione del valore delle *startup* da parte dei GP con una remunerazione legata alla stessa *performance*.

38 Si veda nota 34. "The second source of compensation is the carried interest, or carry. This is a share of the profits generated by the fund."

L'ultimo meccanismo di convergenza di interessi trattato dalla dottrina, risulta il già citato *GP commitment*. I gestori non si limitano a investire il denaro altrui, ma sono contrattualmente obbligati a versare nel fondo una quota del proprio patrimonio personale (variabile generalmente tra l'1% e il 5% del capitale totale). Come argomentano Gompers e Lerner (2004), questo vincolo a mettersi in gioco in prima persona (obbligo di "*skin in the game*") rappresenta la garanzia per eccellenza contro comportamenti opportunistici, e allinea i loro interessi con quelli dei LP. Tanto è vero che, nel caso di performance negative, i primi a subire perdite patrimoniali sono gli stessi gestori che hanno preso le decisioni. In questo modo si costruisce un meccanismo in cui i primi a beneficiare delle plusvalenze derivanti dalla gestione sono i LP, mentre i primi a colmare i *deficit* sono gli stessi gestori che hanno guidato il processo decisionale.

In conclusione, l'interazione combinata di queste leve costruisce un sistema di incentivi volto alla minimizzazione dei conflitti scaturiti dall'azzardo morale, descritto dalla *Agency Theory*, congiuntamente alla massimizzazione dell'efficienza del processo decisionale. La configurazione delineata finora assicura che la ricchezza del gestore sia legata indissolubilmente alla capacità di generare valore per gli investitori. Questa visione rende possibile porre il focus strategico sulla qualità della gestione finanziaria, diversamente dalla mera accumulazione di *asset*. Ed è solamente in questo contesto di condivisione del rischio che il *Venture Capitalist* legittima il proprio potere discrezionale.

2.2. Il Percorso di Investimento dal *Sourcing* all'*Exit*

Una volta definita la *governance* e allineati gli interessi tra chi fornisce il capitale e chi lo amministra, è ora possibile analizzare il processo che traduce il mandato fiduciario in operatività. Nel valutare il valore di un fondo, non si dovrebbe evidenziare la sua peculiare staticità contrattuale, bensì la capacità dei *General Partners* di eseguire con rigore e metodo il processo di allocazione del capitale.

Nei passaggi seguenti sarà analizzato il ciclo di vita dell'investimento, concepito come un percorso sequenziale che segue la scansione temporale proposta da Tyebjee e Bruno (1984)³⁹, essenziale per comprendere la logica selettiva del VC. Esso si dipana dall'identificazione delle opportunità (*deal sourcing*) fino alla loro liquidazione, incontrandosi con la complessa fase di selezione e negoziazione. Tale modello trova il suo fondamento pragmatico nel modello classico a cinque fasi elaborato da Feld e Mendelson (2019)⁴⁰. La logica moderna individuata dai due accademici risulterà essenziale al fine di svelare i *background* contrattuali che guidano i processi decisionali dei GP. La "duplice lente" della successiva

39 Tyebjee, T.T. and Bruno, A.V. (1984). "A Model of Venture Capitalist Investment Activity". *Management Science*, 30(9), pp.1051–1066. La scansione proposta dagli autori consiste in: *Origination, Screening, Evaluation, Structuring ed Exit*.

40 Si veda la nota 36. Nel capitolo "*How to Raise Money*" e "*How VCs decide to Invest*" gli autori affrontano le fasi del processo di investimento (*Deal Sourcing, Screening, Due Diligence, Term Sheet*), integrate ai fini di questa analisi alla scansione proposta da Tyebjee e Bruno (1984).

disamina risolverà uno dei più comuni problemi di un approccio teorico, ovvero quello di una frequente mancanza sul piano dell'applicazione pratica.

2.2.1. Il *Deal Sourcing*

Il primo passo del fondo è la generazione di un flusso di opportunità, tecnicamente definito come “*deal flow*”. Seguendo un'ipotesi di efficienza, nei mercati dei capitali pubblici le informazioni sono standardizzate e accessibili simultaneamente per tutti gli operatori. In un mercato come quello del *Venture Capital*, tale ipotesi viene meno; questo si distingue proprio per la sua opacità e per la presenza di profonde asimmetrie informative.

Tyebjee e Bruno (1984) identificano nella fase di *deal origination* il momento in cui il fondo deve sopperire alla scarsità di informazioni di qualità. Tuttavia, non tutto il *deal flow* ha lo stesso valore. In questa direzione, l'analisi di Gompers e Lerner (2004) risulta essenziale, in quanto operano una classificazione basata sull'accessibilità delle informazioni, distinguendo i *proprietary deal flow* dai *non-proprietary* (o *auction*) *deal flow*. Gli autori riconducono il primo processo ad opportunità che il fondo intercetta in largo anticipo rispetto ai *competitor*, o addirittura in esclusiva. In questo caso si generano rendimenti superiori alla media, poiché l'assenza di competizione rende più favorevoli i termini negoziali, dalla prospettiva del fondo. Nel secondo caso menzionato, invece, le opportunità risultano di dominio pubblico e sono spesso intermedie da *advisor*, che tendono a scatenare aste competitive al rialzo, erodendo i potenziali margini di profitto. L'intervento degli autori in tale ambito è fondamentale nella spiegazione del diverso valore economico e strategico dei *deal flow*. Essi dimostrano come la provenienza dell'informazione detti il potere negoziale del VC e il rendimento finale che ne consegue.

Al fine di alimentare un flusso proprietario, i *General Partners* non possono adottare una condotta passiva verso il mercato. Feld e Mendelson (2019), a questo proposito descrivono il *Sourcing* come un processo bidirezionale che combina strategie incentrate sulla ricerca attiva, tramite la mappatura di settori e tecnologie (nella prassi c.d. strategie *outbound*), logiche che sfruttano la reputazione dei fondi per attrarre opportunità dall'esterno (c.d. *inbound*). In entrambe le strategie direttrici, il Capitale Sociale del fondo assume il ruolo di *asset* determinante. Gli stessi autori tuttavia demitizzano le dinamiche di acquisizione *Inbound* ed evidenziano come tale flusso di *deal* in entrata non sollecitato (c.d. *cold introduction*) venga frequentemente filtrato. Zider (1998) si aggiunge a tale dibattito, sottolineando come le opportunità, che rientrano nel perimetro delle *top-tier*, arrivino quasi esclusivamente tramite raccomandazioni qualificate provenienti da un ecosistema di fiducia (c.d. *warm introduction*). Quest'ultimo agisce come un meccanismo di pre-selezione che riduce i costi di ricerca sul mercato (c.d. *search cost*) e mitiga il rischio di selezione avversa.

In queste circostanze, la mappatura delle fonti primarie di questo ecosistema rivela una struttura stratificata basata sulla fiducia e sulla competenza tecnica. Il nucleo di questa rete fiduciaria è costituito dagli

“imprenditori di portafoglio”. Essi si compongono di fondatori di *startup* già finanziate, i quali forniscono raccomandazioni, e che secondo Gompers (1995)⁴¹, risultano statisticamente le più predittive del successo futuro, agendo da filtro reputazionale.

Parallelamente, il fondo coltiva relazioni con *service provider* specializzati, come avvocati d'affari e consulenti che, operando nella fase costitutiva delle società, assumono il ruolo di “segnalatori” con riguardo alle nuove iniziative imprenditoriali. Come già discusso nel Capitolo 1.4, si rivela una crescente centralità del ruolo di università e dei centri di ricerca, i quali costituiscono oggi la fonte elettiva per l'approvvigionamento di innovazioni *science-based* e *Deep Tech*. Questo processo trasforma la peculiarità innovatrice del mondo accademico in un vantaggio competitivo strutturale per i Fondi VC, assicurando loro l'accesso a un *deal flow* di elevata qualità e difficilmente replicabile dai *competitor*.

Chiude il perimetro operativo del *deal sourcing* la sinergia con gli *angel investors*. Questi investitori informali possiedono un'elevata capacità di intercettare le opportunità nelle fasi *pre-seed* delle *startup*, ma spesso non dispongono delle risorse finanziarie necessarie per sostenere i successivi *round* di crescita (o *follow-on*). Essi trovano quindi naturale segnalare le migliori opportunità di investimento ai fondi di *Venture Capital* per garantirne la scalabilità industriale.

In sintesi, la capacità di *sourcing* non è una mera funzione amministrativa, ma una competenza strategica che definisce il posizionamento del fondo. Migliore è la qualità del *network*, maggiore sarà la probabilità di valutare opportunità d'eccellenza prima ancora di avviare la rigorosa fase di *due diligence*.

2.2.2. Lo *Screening* preliminare

Una volta entrata nella sfera d'interesse del fondo, l'opportunità subisce un processo di selezione a imbuto (c.d. *funnel*) che si distingue per la propria severità. Feld e Mendelson (2019) riportano delle statistiche di settore, per dimostrare una selezione come quella descritta da Darwin. Sono presi in considerazione a tale finalità migliaia di piani industriali, ma vengono conclusi solo l'1% degli investimenti.

Lo *screening* funge come prima barriera, operando una scrematura massiva che precede l'allocazione di risorse analitiche e di ricerca in genere molto costose. Sotto il profilo teorico, Tyebjee e Bruno (1984) inquadrano questa fase come uno stadio di allineamento a parametri rigidi. Questa funzione si propone di assicurare che l'opportunità rientri nel perimetro di azione del fondo, e che sia coerente in termini geografici, di settore tecnologico e dello stadio di maturità delle *startup*.

In una prospettiva più orientata alla pratica, Feld e Mendelson (2019) riformulano tale concetto in una definizione che riguarda la gestione dell'efficienza selettiva. In questa fase, il *Venture Capitalist* ha l'obiettivo di ricercare attivamente le *red flags* della *startup* in modo tale da scartare il dossier nel minor

41 Gompers, P.A. (1995). "Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital". The Journal of Finance, 50(5), pp.1461–1489..

tempo possibile. Fattori critici possono comprendere incongruenze nel team, valutazioni irrealistiche o presenza in mercati eccessivamente saturi. Se un progetto non riesce a comunicare la propria unicità o il proprio *fit* strategico fin da subito, viene rimosso dal *funnel*, con lo scopo di porre l'attenzione dei gestori su quei rari profili che presentano un potenziale di crescita esponenziale. Per tale motivo si può definire questa funzione come un filtro di "sopravvivenza". Solo quando un'opportunità supera questo scrutinio preliminare e dimostra una solidità tale da giustificare un impegno di risorse umane e legali significativo, si transita verso l'indagine esaustiva della *due diligence*.

2.2.3 La *Due Diligence*, una valutazione multidimensionale

Con *due diligence* si indica l'indagine approfondita finalizzata a confermare o smentire le ipotesi di valore. Sotto il profilo metodologico, è interessante valutare l'evoluzione della disciplina. Il modello pionieristico di Tyebjee e Bruno (1984) riassumeva l'intera analisi in un'unica fase generica di *evaluation*, focalizzata sulla valutazione di cinque dimensioni: attrattività del mercato, differenziazione del prodotto, capacità manageriali, resistenza ambientale e potenziale di *cash-out*. La prassi odierna descritta da Feld e Mendelson (2019) si differenzia dalla prima per la sua compartimentalità. Gli autori scompongono l'indagine in un processo stratificato, composto da tre flussi paralleli che procedono simultaneamente, con precisi obiettivi e rischi da mitigare.

La *business due diligence* rappresenta il cuore dell'analisi strategica e combina valutazioni qualitative e metriche quantitative. In questo processo il fondo non si limita ad approfondire il posizionamento competitivo, bensì si propone di verificare la dimensione effettiva del mercato (tecnicamente *TAM*, *Total Addressable Market*)⁴² e la sostenibilità del vantaggio competitivo. Nel valutare il volume della domanda aggregata, il TAM rappresenta un criterio di selezione escludente (c.d. *deal-breaker*). Considerando la struttura dei rendimenti richiesti dal fondo (che necessita di *exit* con moltiplicatori esponenziali per compensare il basso tasso di sopravvivenza), i gestori scartano a priori progetti che coinvolgono una nicchia di mercato ristretta, e che quindi rendono impossibile una scalabilità a livello globale. Per generare un ritorno considerevole il TAM dovrebbe ipoteticamente essere abbastanza grande da consentire una quotazione (IPO) o un'acquisizione multimilionaria. Nell'analisi di interesse, il TAM viene affiancato da altri due indicatori: il SAM (*Serviceable Available Market*)⁴³ che rappresenta la porzione del mercato totale (TAM) che l'azienda può effettivamente servire in base a limiti geografici, demografici o di prodotto; e il

42 TAM= Numero Totale di Potenziali Clienti X Fatturato Medio per Cliente. Tale formula indica il volume teorico massimo generabile da un'impresa qualora raggiungesse il 100% del mercato, mettendo a confronto il massimo bacino di utenza raggiungibile dall'impresa e il ricavo stimato medio per cliente.

43 Non esiste una formula matematica ma secondo una logica deduttiva il SAM= TAM X (% segmento servibile). Indica appunto la porzione di TAM raggiungibile con l'attuale *business model*, tecnologia e contesto geografico.

SOM (*Serviceable Obtainable Market*)⁴⁴ rappresenta la quota di SAM realisticamente ottenibile nel breve-medio termine. Il SAM è utile, per chi guida la *business due diligence*, al fine di comprendere la lucidità dei *founder* riguardo la loro prospettiva sui clienti *target* e sui *competitor* presenti. Il SOM risulta invece una porzione del SAM, quale stima che la *startup* auspica di poter catturare nei successivi 3-5 anni. Quest'ultima è la metrica operativa più rilevante, perché tenendo conto delle risorse attuali e della concorrenza esistente, è il numero su cui il fondo calcola le proiezioni finanziarie e conseguentemente la valutazione (*pre-money valuation*).

Per quanto concerne invece il concetto di sostenibilità del vantaggio competitivo ci si riferisce alla scalabilità del modello di business, o nel caso contrario, alle perdite strutturali derivate dalla crescita.

Un approfondimento su valutazioni ulteriori richiede che l'attenzione del fondo si concentri sulle *unit economics*, le quali misurano la redditività e la solidità di un modello di *business* concentrandosi su una singola unità. Alcuni dei *driver* utilizzati sono il Valore del Cliente nel Tempo (CLTV)⁴⁵, solitamente confrontato con il Costo di Acquisizione del Cliente⁴⁶. Il CLTV rappresenta il margine di profitto lordo che l'azienda ipotizza di generare da un singolo cliente. Questo indicatore dimostra al fondo la capacità di trattenere i clienti (*retention*) e vendere loro servizi aggiuntivi (*upselling*) nel tempo. Il CAC rappresenta quanto costa acquisire ogni singolo cliente di un'impresa ed è fondamentale per valutare l'efficienza della strategia *Go-to-Market*. Il fondo valuta sia l'entità del costo che l'andamento nel tempo. Se questo diminuisce nel tempo significa che l'azienda sta creando un *brand* forte o sta sfruttando economie di scala. Se, viceversa, si rileva un *trend* crescente del CAC, significa che il mercato *target* è saturo o che il prodotto necessita di costi elevati e il solo *brand power* non è sufficiente.

Solitamente si valuta se il LTV sia maggiore del CAC, talvolta si può instaurare un rapporto che indichi la sostenibilità dell'unità di business (valutata come tale se il rapporto è maggiore di 3) precisando il numero di volte che si recupera il costo di acquisizione grazie al valore del cliente. Altra metrica di *assessment*, prettamente qualitativa, è la *reference call*, ovvero l'instaurazione di un rapporto col cliente per validare la soddisfazione reale rispetto al prodotto dell'impresa *target* e, pertanto, la *value proposition*.

Mentre la precedente analisi guarda alla futuribilità del modello di business, la *financial due diligence* ha una natura di verifica contabile retrospettiva. Sebbene nelle *startup* in fase embrionale i dati estraibili dai bilanci siano scarni, l'obiettivo è verificarne la veridicità e la conformità con la normativa fiscale. Inoltre, è in

44 SOM = SAM X Quota di mercato prevedibile.

45 CLTV (o *Customer Life-Time Value*) = Valore Medio Acquisto X Frequenza Acquisto X Durata Media Relazione.

46 CAC (*Customer Acquisition Cost*) = Costi Totali Marketing e Vendita / Numero Nuovi Clienti.

questa fase che il fondo analizza il *burn rate*⁴⁷ e la *runway*⁴⁸ residua (o pista di cassa), che indica invece il numero di mesi in cui una società può operare prima di esaurire la propria riserva di liquidità, mantenendo invariati capitale sociale e *cash flow*. L'analisi della *runway* risponde a diverse esigenze critiche. Funge, innanzitutto, da indicatore primario del rischio di fallimento. Se la *runway* è inferiore ai 6 mesi e la *startup* non ha ancora avviato un nuovo round di finanziamento, il rischio di chiusura è altissimo. Un altro caso strettamente legato alla sopravvivenza si riferisce alle tempistiche del *fundraising*. Solitamente, un round di *Venture Capital* richiede dai 6 ai 9 mesi per essere completato, e la *startup* deve quindi iniziare a cercare nuovi capitali quando ha ancora almeno 12 mesi di *runway* residua. Questa tempistica deve coincidere inevitabilmente con il raggiungimento dei *milestone* operativi. La *runway* indica un punto di controllo critico, determinando se il capitale iniettato sarà sufficiente o meno per raggiungere i traguardi operativi, i quali giustificheranno una valutazione più alta nel round successivo. Paul Graham (2015)⁴⁹ contribuì ai fini di tale definizione, introducendo una distinzione celebre legata a questa metrica, tra *default alive* e *default dead*. Nel primo caso la *startup* raggiungerà la redditività, superando il *Break-Even Point*⁵⁰ prima di esaurire la *runway*, e rendendo il tempo alleato dell'impresa. Nella seconda ipotesi l'azienda esaurirà la cassa prima di diventare profittevole, e, a meno di interventi esterni, e il prosciugamento della *runway* diventa una minaccia per la solvibilità dell'impresa. L'analisi della *runway*, insieme al *burn rate*, permette al fondo di valutare la sostenibilità del progetto e di calcolarne il fabbisogno finanziario, necessario affinché l'azienda possa traggare i successivi obiettivi senza incorrere in crisi di liquidità.

A fare da scudo a entrambe le valutazioni interviene la *legal due diligence*, che costituisce spesso una fase d'arresto per molte operazioni. Legali specializzati sono incaricati di esaminare la catena di titolarità della Proprietà Intellettuale, per garantire che l'azienda possieda effettivamente ciò che vende, per far sì che l'*asset* principale venga blindato da rivendicazioni di terzi. Contestualmente viene scrutinato lo statuto sociale e la *aap table*, ovvero il registro che mappa l'intera struttura proprietaria, al fine di identificare eventuali distonie tra quote effettive e dichiarate, e di simulare l'impatto della diluizione dei futuri *round* di finanziamento. L'analisi in questione è finalizzata all'identificazione di ostacoli all'ingresso di nuovi soci o ad una futura *exit*.

Al di là della verifica documentale, il fulcro della decisione di investimento risiede nella ponderazione dei fattori di rischio. In questa sede, è utile citare il celebre dibattito accademico e operativo noto come dilemma “*Jockey vs Horse*” (fantino contro cavallo), dove il primo rappresenta il *team* imprenditoriale e il Cavallo

47 *Burn rate* = (Liquidità Iniziale - Liquidità Finale) / periodo in mesi. Indica la velocità con la quale la neoazienda “brucia” riserve di cassa per coprire le spese operative, prima di raggiungere un punto di redditività, ed è essenziale nel calcolo della *runway*.

48 *Runway* = Liquidità Totale / *Burn Rate*.

49 Paulgraham.com. (n.d.). *Default Alive or Default Dead?* [online]

50 BEP = Totale Costi Fissi / (Prezzo unitario di vendita - Costo Variabile Unitario). Con questo si indica il volume di produzione in termini di quantità dove l'azienda ha un utile uguale a zero e oltre il quale comincerà a rilevare una redditività.

l'opportunità di mercato o prodotto. La narrativa del VC ipotizza che gli investitori debbano soppesare l'importanza del *team* di fondatori rispetto alla qualità della tecnologia, dimostrando una preferenza verso il “Fantino”. La logica sottostante alla preferenza per il “*jockey*” è che un *team*, se eccellente, possiede, inequivocabilmente, le qualità strategiche per modificare il modello di business, qualora vi fosse un vizio di mercato. In maniera opposta, un *team* mediocre è destinato a fallire, anche in presenza di un prodotto vincente, mancando di resilienza e lucidità strategica. Ad appianare la questione intervengono Kaplan, Sensoy e Strömberg (2009)⁵¹, che analizzando un vasto campione di *startup* (c.d. *investment memo*), ribaltano la questione a favore dell'*horse*. Gli autori dimostrano come, nella prassi, il “Cavallo” rimanga immutato nel tempo, mentre, a fronte di una dimostrazione di inefficienza del *team*, questo subisce tassi di *turnover*⁵² elevatissimi. La logica che guida gli autori a tale preferenza è che un mercato eccellente permette al fondo di intervenire attivamente sostituendo il *management team*, mentre un mercato saturo o, addirittura, inesistente vanifica le competenze di qualsiasi *team*.

Pertanto, si può concludere che nella moderna *due diligence*, la valutazione delle risorse, delle competenze, nonché della coesione e dell'integrità dei fondatori, rappresenti la *conditio sine qua non* per il proseguimento dell'operatività. Esclusivamente nei casi in cui la *startup* superi indenne questo esame basato sui tre flussi (economico, finanziario e legale) descritti in precedenza, il fondo procederà a una concretizzazione dell'interesse economico, attraverso il prossimo strumento di questa analisi: il *Term Sheet*.

2.2.4 Formalizzazione e Negoziazione: il *Term Sheet*

Finora è stata analizzato lo stadio preliminare del ciclo del *Venture Capital*, omettendo tutti i caratteri di una negoziazione. Nella definizione di Feld e Mendelson (2019) il *term sheet* non è riducibile in “una dichiarazione di intenti”, ma “determina [e sintetizza n.d.r.] la struttura finale dell'accordo”⁵³. Sotto il profilo giuridico, tale documento si configura come un contratto preliminare non vincolante che, salvo eccezioni legate a clausole di riservatezza ed esclusività (o *no-shop agreement*), traccia il quadro giuridico ed economico del contratto finale (*definitive agreement*), e quindi del futuro investimento.

51 Kaplan, S.N., Sensoy, B.A. and Strömberg, P. (2009). “Should Investors Bet on the Jockey or the Horse? Evidence from the Evolution of Firms from Early Business Plans to Public Companies”. The Journal of Finance, [online] 64(1), pp.75–115.

52 Nel particolare il fenomeno di *turnover* prende il nome di *Founder Replacement*.

53 Feld, B. and Mendelson, J. (2012). “*Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*”. John Wiley & Sons. “The term sheet is critical. What's in it usually determines the final deal structure. Don't think of it as a letter of intent; think of it as a blueprint for your future relationship with your investor.”

Nella loro analisi della prassi negoziale gli stessi accademici propongono una classificazione che distingue le clausole in due macro categorie funzionali: *economics*⁵⁴, che comprende tutte le clausole che determinano la ripartizione di flussi finanziari in sede di liquidazione; e *control*⁵⁵, che invece riunisce tutti i meccanismi di *governance*, che legittimano il potere di controllo attivo degli investitori sulle decisioni strategiche della *startup* (mitigando il rischio di *moral hazard*).

Il cuore economico-finanziario dell'accordo, trova la sua manifestazione nella determinazione della Valutazione. Feld e Mendelson (2019) pongono l'accento sulla distinzione tra la valutazione *pre-money*, quale valore attribuito alla *startup* prima dell'iniezione di capitale, dalla valutazione *post-money*, che invece rappresenta la somma di *pre-money* e l'investimento effettuato. Essi evidenziano l'importanza della distinzione tra le due valutazioni, in sede di redazione dell'accordo, in quanto è sulla seconda che si calcola la percentuale di diluizione dei fondatori⁵⁶. Al momento della valutazione, i *Venture Capitalist* dovrebbero risolvere l'ambiguità che riguarda i due parametri presentati, in quanto può risultare una trappola per i fondatori. Come già accennato, l'investimento viene calcolato come percentuale sulla valutazione *post-money*, perciò un'incomprensione su quale delle due valutazioni sia oggetto di negoziazione può comportare una diluizione del capitale drasticamente superiore rispetto alle aspettative dei fondatori. In tal caso, il GP possiede un vantaggio esperienziale (grazie alla mole di *term sheet* che negozia mensilmente) e, sfruttando l'asimmetria informativa a suo favore, persegue la massimizzazione della quota di partecipazione acquisita, pur mantenendo invariato il capitale erogato.

Nella disamina di Sahlman (1990)⁵⁷ emerge come, nella formalizzazione di tali accordi, la struttura di protezione del capitale assuma una rilevanza maggiore rispetto al "prezzo". Gli strumenti volti alla mitigazione di rischi connessi al capitale prendono il nome di *downside protection*. La clausola principale è l'acquisto da parte dei VC di azioni privilegiate convertibili (c.d. *convertible preferred stock*) che contengono una *liquidation preference* (letteralmente, preferenza in sede di liquidazione), la quale garantisce il diritto ad essere rimborsati prioritariamente rispetto agli azionisti comuni in caso di evento di liquidità (*exit* o fallimento). La *ratio* economica sottostante risiede nella neutralizzazione di uno scenario in particolare: senza una protezione di questo tipo, una *fire sale* (ovvero una vendita ad un valore inferiore rispetto al capitale investito) rischierebbe di "bruciare" il capitale erogato dai LP, mentre i fondatori potrebbero comunque incassare una somma residuale dalla liquidazione. La *liquidation preference* interviene, quindi, per correggere simultaneamente la distorsione descritta e per disincentivare una liquidazione prematura da

54 Ibidem. Definiscono tali clausole come "*the return the investors will ultimately get in a liquidity event*".

55 Ibidem. Definite come "*the mechanisms that allow the investors either to affirmatively exercise control over the business or to veto certain decisions*"

56 Quest'ultima rappresenta la quota di proprietà della società che i fondatori cedono a seguito di un nuovo investimento. $\text{Diluizione \%} = (\text{Nuove Azioni Emesse} / \text{Valutazione Post-Money}) \times 100$

57 Si veda la nota 31.

parte del *management*. In questo modo si fa salvo un principio cardine della prassi di settore: il capitale di rischio è il primo a dover “tornare a casa”.

La seconda essenza del *term sheet* riguarda la gestione del potere decisionale (*governance*), divergente da quella spettante agli azionisti di società quotate. Come già trattato, nel VC, gli investitori subentranti nel capitale sociale richiedono un controllo attivo. Nel loro studio empirico sull’allocazione dei diritti finanziari, Kaplan e Strömberg (2000)⁵⁸ dimostrano che i contratti di VC sono disegnati per generare un’allocazione del potere correlata all’entità dei risultati aziendali (definita tecnicamente come *state-contingent Control*). La presente logica viene esplicitata dagli autori: “*If the company performs poorly, the VCs obtain full control. As company performance improves, the entrepreneur retains/obtains more control rights*”. L’architettura contrattuale proposta dalla letteratura garantisce al fondo di poter estromettere i *founder* dalla guida della *startup* in scenari di crisi, restituendo autonomia agli stessi qualora gli obiettivi di crescita vengano raggiunti.

Nell’approfondire l’architettura del potere decisionale, Feld e Mendelson (2019) operano un’ulteriore distinzione tra due forme di esercizio del potere. Il “controllo attivo” trova la sua manifestazione quotidiana nel Consiglio di Amministrazione, ed emerge come nella prassi si prediligano BoD ristretti (tre o cinque seggi), comprensivi di un membro indipendente, incaricato di ridurre i conflitti di agenzia. Il controllo “negativo” è invece esercitato grazie a clausole che compensano la posizione minoritaria degli investitori, garantendo loro diritti di veto su decisioni di carattere straordinario (vendita, emissione di nuove azioni o cambiamento del modello di business). Questi termini, detti *protective provision*, precludono decisioni della maggioranza che prevedano azioni che potrebbero alterare il profilo di rischio, la diluizione del capitale o la modifica unilaterale del CdA, assicurandosi al contempo un potere nel processo decisionale riguardante questioni di chiave importanza strategica, quali assunzioni chiave o approvazione del *budget*.

In conclusione, il *term sheet* non serve solo a fissare il prezzo, ma a costruire un sistema di condizioni, di “pesi e contrappesi”, in modo tale da allineare gli incentivi economici alle leve di controllo, col fine di mitigare il rischio strutturale di *moral hazard*.

La “concretizzazione” dell’investimento non rappresenta l’epilogo del rapporto tra *Venture Capitalist*, investitore e partecipata, bensì l’inizio effettivo del mandato fiduciario. Una volta finalizzato l’accordo, infatti, il focus operativo si sposta dalla negoziazione *ex-ante* alla gestione attiva *ex-post*. Il ruolo centrale è affidato ancora una volta ai *General Partners*, i quali sono incaricati di proteggere e accrescere il valore della partecipazione attraverso il costante monitoraggio della *startup* e il supporto finanziario nei successivi stadi di crescita.

⁵⁸ Kaplan, S.N. and Strömberg, P.J. (2000). “*Financial Contracting Theory Meets The Real World: An Empirical Analysis Of Venture Capital Contracts*”. SSRN Electronic Journal.

2.2.5. Monitoraggio del portafoglio e round *Follow-on*

La sottoscrizione del *Term Sheet* segna l'inizio di una fase operativa più critica. In questo stadio la letteratura finanziaria concorda nel ritenere che il valore aggiunto del VC si componga di due funzioni congiunte: il monitoraggio attivo volto alla professionalizzazione dell'impresa e un meccanismo finanziario di frazionamento delle risorse, tecnicamente noto come *Staging*.

A differenza degli investitori bancari o obbligazionari, i quali si limitano ad un controllo *ex-ante* con riguardo al merito creditizio, i *Venture Capitalist* esercitano un'influenza pervasiva nella fase successiva all'investimento. Gorman e Sahlman (1989)⁵⁹ per primi hanno documentato le dinamiche post-investimento. Nella celebre pubblicazione, dimostrano come i *General Partner* dedichino oltre metà del loro tempo lavorativo al supporto diretto e costante delle *startup* partecipate, trasformando la mera erogazione di capitale in un approccio manageriale attivo e pervasivo (c.d. *hands-on-approach*). In questo stadio di investimento, gli autori riconducono il valore aggiunto apportato dall'investitore in tre punti di intervento: il supporto attivo nella raccolta di ulteriori *round* di finanziamento (*fundraising*); la consulenza strategica, mediante la quale i GP fungono da “*sounding board*” (letteralmente, cassa di risonanza) per le decisioni dei fondatori; il reclutamento (*recruiting*) e la gestione dei talenti.

Per approfondire quest'ultimo passaggio fondamentale citare il contributo successivo di Hellmann e Puri (2002)⁶⁰, i quali qualificano i *Venture Capitalist* come agenti di “professionalizzazione”. Con tale locuzione si definisce il processo di trasformazione strutturale attraverso il quale una *startup* evolve da un'organizzazione informale e accentrata nelle mani di un imprenditore, verso un'azienda managerializzata e scalabile.

In una prima prospettiva, emerge una dimensione di supporto organizzativo “*soft*”, la cui dimostrazione pratica risulta nell'assunzione di direttori addetti alle vendite più qualificati e nell'adozione di piani di *stock option* per i dipendenti. I suddetti piani sono strumenti di remunerazione incentiva che conferiscono a dipendenti e manager il diritto (detto opzione *call*), ma non l'obbligo, di acquistare una determinata quantità di azioni della società a un prezzo prestabilito (*strike price*) entro una data scadenza. Nel contesto di interesse, questo diritto di opzione assolve a due funzioni strategiche di vitale importanza. In primo luogo, è fondamentale in quanto rende i dipendenti comproprietari, col fine di allineare l'interesse personale degli stessi con quello dell'investitore, ovvero quello di massimizzare il valore dell'azienda all'*exit*. Un'altra funzione esercitata mediante l'adozione di piani di *stock option*, riguarda una tipologia di compensazione non monetaria, che permette di attrarre talenti *senior* offrendo potenziali guadagni futuri e compensando a

59 Gorman, M. and Sahlman, W.A. (1989). “*What do venture capitalists do?*” *Journal of Business Venturing*, [online] 4(4), pp.231–248.

60 Hellmann, T. and Puri, M. (2002). “*Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence*”. *The Journal of Finance*, 57(1), pp.169–197. Gli autori decidono di “aprire la scatola nera” (“*open the black box*” delle *startup* per analizzare quale sia la vera natura dell'impatto sul piano organizzativo e manageriale dell'impresa).

livelli salariali iniziali inferiori alla media e soprattutto preservando la cassa della società. Con l'intento di garantire la permanenza all'interno dell'impresa e per costruire un meccanismo di fidelizzazione (*retention*) del dipendente, il diritto di esercizio matura in un determinato periodo, detto *vesting period*. Il monitoraggio descritto finora non si limita quindi alla sorveglianza dell'operato ma ad ingegneria organizzativa.

Dall'altro lato, si manifesta un tipo di controllo più pragmatico, di tipo “*hard*”. Gli autori dimostrano nella prassi che le imprese innovative finanziate da fondi VC sono considerevolmente più veloci nel sostituire il fondatore con un CEO (*Chief Executive Officer*, o semplicemente Amministratore Delegato) esterno e professionista. Il cosiddetto fenomeno di “*founder replacement*” è fondamentale quando le competenze manageriali richieste superano quelle del team originario. In tal modo il fondo esprime la sua priorità assoluta: la necessità di scalare, e non di mantenere la continuità dei fondatori a capo dell'impresa.

Da una prospettiva finanziaria, la letteratura fornisce uno strumento che in via principale è indirizzato a mitigare l'asimmetria informativa e l'azzardo morale, che consiste nel frazionamento dell'investimento, inquadrato da Gompers (1995)⁶¹ come *staging of capital* (c.d. frazionamento del capitale). Questo meccanismo prevede che il fondo eroghi l'ammontare del *round* a *tranches* sequenziali, condizionate al raggiungimento di obiettivi verificabili (c.d. *milestone*). Secondo l'autore questo artificio contrattuale conferisce al VC una “*real option to abandon*” (opzione reale di abbandono). Difatti, nel periodo che corre tra una *milestone* e la successiva, il fondo accumula nuove informazioni sulla qualità del progetto e si riserva il diritto di non erogare la *tranche* successiva, limitando così la perdita al capitale già versato. Come dimostrato da Gompers, la frequenza di tale frazionamento è inversamente proporzionale alla tangibilità degli *asset* aziendali. Prendendo in considerazione casi di *startup early-stage* e *high-tech* (dove il valore degli *asset* tangibili è nullo), questo meccanismo costringe l'imprenditore a mantenere costantemente un focus sui risultati, allineando in modo forzato i suoi interessi a quelli degli investitori.

La logica dello *staging* spinge a riflettere sul tema dei rifinanziamenti successivi (*follow-on rounds*). Esemplare è il caso delle *startup high-growth*, che assorbendo cassa per anni prima di generare utili, mettono costantemente il fondo davanti a un bivio: lasciarsi diluire o reinvestire per difendere la propria quota di proprietà (*pro-rata rights*, nella tecnica). L'esercizio di quest'ultima clausola da parte del VC garantisce all'investitore il diritto di partecipare ai *round* successivi, permettendo al fondo di mantenere inalterata la propria partecipazione in termini percentuali e al contempo tutelandosi dalla diluizione.

Nel contesto delineato finora, l'apporto di Kerr, Nanda e Rhodes-Kropf (2014)⁶² è una colonna portante per inquadrare l'attività del *Venture Capital* come una strategia di sperimentazione (c.d. *experimentation*

61 Gompers, P.A. (1995). “*Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital*”. The Journal of Finance, 50(5), pp.1461–1489.

62 Kerr, W.R., Nanda, R. and Rhodes-Kropf, M. (2014). “*Entrepreneurship as Experimentation*”. Journal of Economic Perspectives, 28(3), pp.25–48.

strategy). Tale fenomeno si compone inizialmente (nelle fasi *seed* o *early-stage*) di molteplici investimenti iniziali di entità contenuta (c.d. *spray and pray*) con l'intento di massimizzare l'acquisizione di informazioni e la validazione del mercato a un costo irrisorio. Una volta raccolte queste informazioni e, quindi, mitigata l'incertezza delle fasi embrionali, il VC concentra massivamente le risorse, in via esclusiva, sul ristretto numero di aziende che dimostrano metriche di crescita notevoli (tecnicamente noto come *doubling Down* o *scaling-up*), abbandonando i progetti considerati non performanti. Il concetto di sperimentazione dà una spiegazione logica di questo processo, senza la quale l'attività sarebbe considerata infruttifera. Ai fini di questa analisi si dovrebbe considerare il portafoglio del fondo come un vero e proprio "laboratorio di esperimenti", dove le perdite iniziali (nelle fasi in cui il *burn rate* è alto) dell'intero portafoglio di *startup* selezionate vengono compensate dai risultati dei pochi vincitori selezionati.

A tal fine si esprimono anche Feld e Mendelson (2019) che evidenziano come la disciplina in questione imponga scelte talvolta dolorose e crudeli. Un fondo performante deve avere il "*killer instinct*" di negare il rifinanziamento alle società definite nel gergo "zombie" o *living dead* (aziende che sopravvivono, ma incapaci di una crescita esponenziale). In tali scenari l'investitore è costretto ad accettare la diluizione o il *write-off*, termine con la quale viene intesa la svalutazione totale della partecipazione in portafoglio e quindi del suo valore contabile. Quanto descritto si concretizza tipicamente in scenari di fallimento legale, in caso di bancarotta, o sostanziale (*fire sale*), quando in sede di liquidazione d'urgenza di una *startup*, dopo aver soddisfatto i fornitori, il rimborso destinato ai VC risulta una cifra nulla. Queste due circostanze non devono essere percepite come sconfitte, bensì sono da considerare come meccanismi funzionali e fisiologici volti alla preservazione del capitale, destinato a nutrire i vincitori (c.d. *home runs*) fino al raggiungimento dell'*exit*.

2.2.6. Classificazione dei Round di Investimento

Il meccanismo dello *Staging* e la gestione dei *follow-on* impongono una rigorosa misurazione quantitativa e qualitativa dello stadio di avanzamento nel ciclo di VC. La letteratura ha individuato nella dimensione e nel numero di *round* di investimento la metrica fondamentale di una struttura a stadio (quale è quella del VC), che permette di raccogliere informazioni e misurare la riduzione di asimmetrie informative e, quindi, dei rischi. L'industria del *Venture Capital* ha pertanto formalizzato una tassonomia con il fine di categorizzare le iniezioni di capitale successive alla fase embrionale (*seed*). Pertanto, ogni stadio di avanzamento classificabile non rappresenta un mero aumento di dimensione dell'investimento, ma risponde a specifiche esigenze di natura strategica e richiede oltretutto la dimostrazione di un progressivo abbattimento dei rischi di impresa.

Il primo snodo si verifica in maniera frequente nello stadio intermedio stante tra la validazione dell'idea di *business* e la commercializzazione della stessa, il che richiede l'attivazione di *round post-seed* (o *bridge*).

Tali interventi transitori non vengono eseguiti per stravolgere il modello di *business* della *startup*, bensì per estendere la *runway* della stessa. Il capitale (c.d. "ponte"), fornisce alla *startup* le risorse necessarie per raggiungere i *milestone* operativi che risultano indispensabili per sbloccare le valutazioni più elevate richieste dal vero e proprio ingresso dei capitali istituzionali.

Al superamento di questa fase succede il round di *Serie A*, considerato universalmente come il primo "*stress test*" istituzionale. A questo punto, l'impresa ha dimostrato il raggiungimento del cosiddetto "*product-market fit*", ovvero il possesso di un prodotto funzionante da commercializzare in un mercato che sia capace di accoglierlo. Il capitale iniettato nella *Serie A* non è concepito per l'esplorazione di nuove opportunità, bensì per l'ottimizzazione delle *unit economics*. I fondi vengono impiegati per strutturare un processo di vendita ripetibile, ridurre drasticamente i Costi di Acquisizione del Cliente (CAC) e dimostrare la sostenibilità finanziaria del *Lifetime Value* (LTV). In questa fase si assiste all'ingresso in massa dei VC *top-tier*, che pretendono la formalizzazione della *governance* in primo luogo, e la graduale professionalizzazione del *management*.

Una volta consolidato il modello di vendita, l'impresa attua la transizione verso il *round* di *Serie B*. In questa fase domina l'imperativo strategico della scalabilità (*scaling*) e i rischi considerati inizialmente sono superati e mitigati. La finalità del capitale iniettato nella *Serie B* si sposta sull'esecuzione. Questi fondi, che assumono grandezze significativamente superiori rispetto alle fasi precedenti, sono destinati all'espansione aggressiva del *team* operativo, all'internazionalizzazione e alla difesa delle quote di mercato. Il *Venture Capitalist* si focalizza in tal caso sulla transizione da *startup* a *scale-up*⁶³ implementando infrastrutture avanzate adatte a gestire centinaia di dipendenti senza perdere l'agilità originaria che contraddistingue la prima.

A chiusura del ciclo di finanziamento privato, i round di *Serie C* e successivi (D, E, o fasi di *late Stage/growth Capital*) costituiscono il preludio all'*exit* e traghettano l'azienda verso il mercato pubblico o l'acquisizione, riflettendo l'accezione di attore dominante (c.d. *market leader*) nel proprio settore. Le iniezioni di capitale, stanti in questo stadio e in quelli successivi, sono fornite non solo dai VC tradizionali ma anche da fondi di PE e banche di investimento, e perseguono la finalità di dominare il mercato sul piano globale. Le ingenti risorse investite dai suddetti operatori sono orientate all'esecuzione di campagne di espansione (sviluppo di nuove linee di prodotto) e di crescita inorganica (M&A verso *competitor* minori). Sotto la prospettiva finanziaria, la funzione di questi *round* è la massimizzazione della valutazione finale dell'azienda, munendosi talvolta di tecniche che rendano attrattivo il bilancio e la struttura societaria in vista di un'ipotetica *exit*, sia essa una quotazione in borsa o un'acquisizione strategica (c.d. *trade sale*).

63 OECD/Eurostat (2007) "Eurostat-OECD Manual on Business Demography Statistics". Paris: OECD Publishing. "Una *scale-up* è un'impresa che, superata la fase di *startup*, dimostra una crescita rapida e sostenuta, tipicamente con un aumento del fatturato o dei dipendenti superiore al 20% annuo per tre anni consecutivi."

2.2.7. Strategie di Liquidazione: *IPO*, *Trade Sale* e *Secondary Market*

Ogni sforzo profuso nella creazione di valore e nella professionalizzazione rimarrebbe virtuale se non trovasse il suo compimento nella trasformazione dell'*asset* illiquido in rendimento finanziario. Poiché la natura ciclica del fondo impone la restituzione del capitale ai *Limited Partner* entro un orizzonte temporale finito e vincolante (tipicamente 10 anni), la fase di gestione operativa deve convergere verso uno sbocco liquidatorio che validi definitivamente l'investimento, ovvero l'*exit strategy*. La fase di *exit* non risulta una vera e propria dimissione dal capitale sociale, ma il momento rivelatorio del valore latente creato nel corso degli anni e che viene restituito ai *Limited Partner*.

La letteratura finanziaria, insieme alla prassi di mercato, identificano in via principale tre canali principali di disinvestimento, con le relative implicazioni strategiche e rendimenti.

La quotazione sui mercati regolamentati rappresenta, nell'immaginario collettivo, il coronamento ideale in relazione al percorso di una *startup*. L'IPO (*Initial Public Offering* o Offerta Pubblica Iniziale) è “lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico [la c.d. creazione del flottante, n.d.r.], che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato” (Borsa Italiana, 2024). Questa operazione permette all'azienda di raccogliere capitali per finanziare la crescita futura e simultaneamente offrire agli azionisti originari (fondatori e VC) una via d'uscita liquida e trasparente per monetizzare il proprio investimento. L'IPO in generale presenta vantaggi in merito all'accesso permanente a capitali, liquidità del titolo, nonché al prestigio del marchio. Sotto il profilo teorico interviene Gompers (1996)⁶⁴, il quale offre una teoria sofisticata, nota come “*grandstanding hypothesis*”. Con quest'ultima l'autore dimostra che i fondi di VC, specialmente quelli più giovani, hanno un incentivo a spingere le loro partecipate verso l'IPO, anche quando risulta precoce (circa un anno prima secondo l'autore), segnalando la propria abilità al mercato e facilitare la raccolta del fondo successivo (*fundraising* del *follow-on funds*). L'IPO può rappresentare una certificazione di qualità del gestore. Va notato, però, che la quotazione non garantisce una liquidità disponibile immediata, in quanto vi è un periodo di *Lock-up* (tipicamente di 180 giorni), durante il quale gli *insider* non possono vendere azioni, esponendo il VC al rischio di volatilità del titolo dal momento successivo alla quotazione.

Nonostante il fascino dell'IPO, molti studi confermano che la *trade sale* (o acquisizione strategica) rappresenta la modalità di *exit* predominante per volume e frequenza (il 90% dei casi secondo NVCA, 2023)⁶⁵, relegando le IPO ad una frazione marginale delle operazioni. Nella prassi, questa operazione rientra nel perimetro delle M&A (*Mergers and Acquisitions*), acronimo che definisce le operazioni di finanza straordinaria di acquisizione e fusione, volte al consolidamento e all'espansione aziendale. Il termine

64 Gompers, P.A. (1996). “*Grandstanding in the venture capital industry*”. *Journal of Financial Economics*, 42(1), pp.133–156.

65 PitchBook e National Venture Capital Association (NVCA) (2023) *PitchBook-NVCA Venture Monitor*. Seattle, WA: PitchBook.

suggerisce una dualità, ma nella realtà del VC si assiste quasi sempre ad Acquisizioni. In tale scenario, la *startup* (c.d. *target*) viene acquisita da una grande *corporation* industriale (c.d. *acquirer*) interessata ad internalizzarne le tecnologie, i processi o il capitale umano.

La *ratio* economica di tali operazioni risiede nella logica del *Buy vs Build* già descritta in precedenza. Difatti, per l'acquirente comprare una *startup* si dimostra più rapido ed economico che sviluppare internamente la stessa tecnologia, azzerando i tempi di *R&D* e i rischi di esecuzione. Talvolta, l'acquisizione è finalizzata unicamente all'assunzione del team tecnico d'eccellenza, fenomeno noto come “*acqui-hiring*”

Studiosi del settore come Brau e Fawcett (2006)⁶⁶ evidenziano come tale preferenza derivi dalla riduzione dell'asimmetria informativa, grazie alla maggiore profondità della *due diligence* di cui beneficia un acquirente strategico mediante *M&A*. L'acquirente è inoltre disposto a pagare un premio di controllo superiore rispetto a quanto offrirebbe il mercato pubblico in maniera frammentata, in virtù delle sinergie di cui beneficerebbe dall'integrazione. È in questa sede che la *liquidation preference* manifesta i suoi effetti più rilevanti. Tale meccanismo contrattuale assicura che il VC recuperi il proprio capitale prima che i fondatori possano accedere ai proventi, anche in caso di vendita a valutazioni non elevate.

Negli ultimi anni è emersa una terza via accanto ai canali tradizionali: la vendita della partecipazione non più ad attori industriali, ma ad altri investitori finanziari, generalmente fondi di *Private Equity*, *Growth Capital*, altri VC o veicoli specializzati in *secondaries*. Tali operazioni vengono definite “*secondary buyout*”, proprio perché la transazione avviene in mercati secondari. La natura di questa modalità risponde all'esigenza strutturale definita “*duration mismatch*” che propone di disaccoppiare i tempi di liquidità del fondo da quelli di maturazione dell'azienda. Un fondo VC ha in genere una vita statutaria di 10 anni. Malgrado ciò, la prassi ha evidenziato come le moderne società tecnologiche *deep-tech* richiedano tempi di maturazione sempre più lunghi per raggiungere la massa critica necessaria per una IPO. In questo spazio si inserisce per l'appunto la *secondary sale*, che riesce a disaccoppiare i cicli di vita delle due entità, permettendo al fondo *early stage* di liquidare la posizione e restituire il capitale ai LP. Contestualmente, l'ingresso di un investitore di *late stage* fornisce alla *startup* una base azionaria più paziente, risorse per sostenere l'internazionalizzazione o ulteriori acquisizioni, senza la pressione che può risultare dalla presenza in mercati pubblici. Questa dinamica ha dato vita al fenomeno dei cosiddetti “*private IPO*”, ovvero round di finanziamento privati di dimensioni massicce (superiori ai 100 milioni di euro) che, di fatto, sostituiscono la quotazione in borsa nelle fasi di pre-maturità, garantendo una pulizia della *cap table* (l'uscita degli investitori stanchi) e un riallineamento degli orizzonti temporali verso la *exit* definitiva.

66 Brau, W.C. e Fawcett, S.E. (2006) “*Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice*”, The Journal of Finance, 61(1), pp. 399–436.

IPO vs Trade Sale

Mentre la precedente disamina si è limitata ad una classificazione attuata dalla letteratura e dalle prassi industriali, per affrontare le determinanti che guidano il CdA nella scelta di una *exit strategy* ottimale, è necessario in questa sede attuare un confronto operativo tra l'Offerta Pubblica Iniziale e la *trade sale*.

Nello specifico, l'IPO rappresenta il traguardo più prestigioso e più auspicato storicamente da ogni *Venture Capitalist*, in quanto permette il consolidamento di un'azienda *leader* che mantenga un'indipendenza strategica dal mercato. Le ragioni di questa preferenza, sul piano finanziario, risiedono nella capacità, da parte del mercato, di garantire valutazioni più elevate agli investitori e di attrarre ingenti capitali istituzionali. In particolare, il mercato pubblico permette di massimizzare il valore dell'azione, attraverso il cosiddetto "arbitraggio dei multipli". Mediante tale meccanismo, i mercati azionari tendono a corrispondere multipli di valutazione basati su aspettative di crescita futura, che sono nettamente superiori a quelli riconosciuti in una trattativa privata (*trade sale*), parametrati invece sui flussi di cassa attuali. La quotazione in Borsa può, inoltre, dotare l'azienda di una "valuta di acquisizione" destinata all'acquisizione di *competitor* minori (c.d. *currency for M&A*), operata dalla stessa mediante pagamento dietro corrispettivo in azioni quotate, preservando al contempo le *cash reserve*. Da una prospettiva organizzativa, risulta di notevole importanza la spinta da parte dei livelli decisionali intermedi per l'IPO, in quanto trasforma le *stock option* dei dipendenti in ricchezza liquidabile e tangibile, scongiurando il rischio di "*deriva culturale*" tipico dell'acquisizione da parte di un *incumbent*. Sullo stesso livello, la scelta del mercato pubblico permette alla società, che adotta tali piani di incentivazione azionaria, di competere per i migliori talenti sul mercato, trasformando una ricchezza economica in una tangibile e disponibile per il *management*.

Sebbene i benefici di questa opzione siano di un valore non quantificabile in questa sede, l'accesso a mercati regolamentati comporta gravosi costi di *compliance* e un altrettanto rigido obbligo di trasparenza pubblica. Altro fattore critico di rigidità strutturale riguarda la subordinazione del successo dell'operazione alla volatilità macroeconomica (c.d. *IPO window*). A fasi di espansione infatti, corrispondono fasi di recessione, in cui i mercati tendono a chiudersi e in cui il titolo azionario è soggetto a crolli di valore. Infine, un'ulteriore criticità della quotazione è rappresentata dalla "*miopia del mercato*" (c.d. *short-termism*), che rende la società soggetta a costanti pressioni, da parte di investitori e analisti, riguardo al raggiungimento di obiettivi trimestrali. Questa ossessione del mercato sulle relazioni di breve periodo induce, inevitabilmente, il *management* a virare su scelte che, in un orizzonte ridotto, risultano ottimali per "gonfiare" l'utile per azione (c.d. *earning per share*) previsto per la fine dell'esercizio (e con questo le vendite del titolo), ma che in una prospettiva a lungo termine potrebbero essere dannose.

Approfondendo il confronto tra le due opzioni strategiche, e superando le già citate logiche di *buy vs build* e *acqui-hiring*, si interpongono ulteriori vantaggi competitivi derivanti dalla scelta di una *trade sale* come *exit*,

cui si contrappongono dei limiti strutturali. Differentemente dall'IPO, che impone lunghi periodi in cui le negoziazioni sul mercato sono ancora bloccate (*lock-up*), l'acquisizione strategica si configura come un evento liquidatorio certo e immediato. L'esecuzione della quotazione analizzata comporta, difatti, un clima di incertezza, dettato sia dalla volatilità macroeconomica sia dalla non-immediatezza della transazione. La transazione in sede di una *trade sale*, caratterizzata da un regolamento in contanti (c.d. *Cash-out*) o in azioni della capogruppo acquirente, azzerava invece il rischio peculiare del mercato pubblico, permettendo di remunerare istantaneamente i *Limited Partners*. Nella valutazione da parte degli acquirenti, viene incluso un "premio strategico", che non deriva solamente dal risparmio sui costi *R&D* (che colmano il gap tecnologico), ma che viene calcolato sull'incremento delle vendite che la *startup* può generare sfruttando i canali distributivi della casa madre (c.d. sinergie di ricavo). Potenzialmente, un acquirente che apre ad un'acquisizione di questo tipo può perseguire anche logiche difensive, ovvero che intendano disinnescare una minaccia competitiva futura (c.d. *killer acquisition*). Ipotesi che, nel caso opposto, in cui una *startup* viri per la quotazione, è possibile solamente mediante la complicata e gravosa (per l'acquirente) acquisizione ostile. La *trade sale* esenta i fondatori e i VC dagli elevati costi di *compliance* tipici di una *public company*, nonché dagli obblighi di trasparenza pubblica, permettendo agli acquirenti di proteggere i segreti industriali e, di conseguenza, il proprio vantaggio competitivo.

Di converso, come già accennato, questa opzione rappresenta un'uscita sicura, che però non assicura i ritorni finanziari paragonabili a un'IPO (Gompers, 1995)⁶⁷. Le ragioni di questo "tetto" ai rendimenti sono molteplici. Da una parte abbiamo la valutazione dei flussi di cassa attuali, differenziandosi dalle previsioni trimestrali tipiche della quotazione in Borsa. Dall'altra si può rilevare una circostanza unica, quella in cui, alla fine del ciclo di investimento, il progetto risulti privo del potenziale dimensionale necessario per il successo sui mercati pubblici, nonostante sia profittevole e vitale. Dalla prospettiva del *team* imprenditoriale, il limite più severo è la "sindrome da assorbimento" (c.d. *post-merger integration*), ovvero la complicata integrazione della flessibilità della *startup* con la rigida burocrazia della *corporate*. Gli attriti che ne derivano guidano il *team* di fondatori ad abbandonare prematuramente il progetto, alla scadenza dei vincoli di permanenza post-acquisizione, decretando la deriva dell'identità e della cultura aziendale.

Al di là dei benefici e svantaggi, che risultano oggettivi, in sede di decisioni riguardo l'*exit strategy*, la valutazione principale che gli investitori pongono in essere è da basarsi sugli obiettivi che gli stessi si pongono a medio termine, come nel caso del *trade-off* liquidità immediata-indipendenza strategica. La *trade sale* si può considerare un'alternativa che i CdA propongono per liquidare aziende buone, ma non eccellenti, mentre i VC spingono all'IPO gli *Home Run*. Quest'ultima non risulta, tuttavia, una legge sempre verificabile nella realtà.

⁶⁷ P. A. Gompers, "Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital", The Journal of Finance, Vol. 50, No. 5, 1995, p. 1463 e p. 1483. L'autore dimostra ritorni sul capitale investito superiori nei casi di IPO (15,4%) rispetto a quelli di *Trade Sale* (59,5%).

Il caso GitHub-Microsoft.

Per comprendere meglio questo dualismo strategico, e le logiche sottostanti, si sottopone un esempio. Nel 2018, Microsoft, *leader* mondiale nella produzione di *software* e una delle più grandi per capitalizzazione azionaria, nel 2018 acquisisce GitHub per 7,5 miliardi di dollari. All'epoca, quest'ultima, che era *leader* nello sviluppo di codice condiviso, possedeva tutte le notevoli metriche e requisiti per tentare una quotazione a Wall Street come ricavi ricorrenti annui (ARR) oltre i 300 milioni dollari e una *Net Dollar Retention* (NDR)⁶⁸ strutturalmente superiore al 100%. Tutti i segnali spingevano verso un'IPO, ma le valutazioni degli investitori storici (tra cui il fondo *top-tier* Sequoia Capital) e dei fondatori portarono ad una *trade sale*, guidate da criticità interne e opportunità irripetibili.

Nonostante la *leadership* di mercato, GitHub attraversava una complessa crisi di *governance*. Difatti, l'azienda era sprovvista di un CEO, che non fosse *ad interim*, da quasi dieci mesi e manteneva un elevato *burn rate*. Le criticità appena esposte avrebbero reso insostenibile lo scrutinio pubblico di un'IPO, con il rischio concreto di una penalizzazione per via della "miopia del mercato". La *trade sale* risultò una soluzione immediata e funzionale a colmare il vuoto manageriale, con Microsoft che insediò un proprio *executive director* alla guida, garantendo una continuità operativa che, pre-acquisizione, sembrava un ostacolo insormontabile.

La transazione fu strutturata interamente in azioni del colosso americano (c.d. *all-stock transaction*), che permise ai *Venture Capitalist* di superare il limite del "tetto" ai rendimenti tipico delle acquisizioni strategiche. La dinamica sottostante è esemplare: i fondi, ricevendo azioni di una *corporate* liquida e in espansione, poterono mitigare eventuali rischi di liquidità, mantenendo la possibilità di partecipare al capitale e al rialzo dello stesso titolo, derivante dalle sinergie post-integrazione.

Da una prospettiva industriale, la *ratio* di questa acquisizione non risiedeva in una mera acquisizione tecnologica, ma mirava a un corpo di obiettivi meno intuitibili. Microsoft intendeva internalizzare l'intero capitale sociale e l'intera rete di sviluppatori (all'epoca dell'acquisizione erano 28 milioni), e allo stesso momento difendersi (sia dalla stessa GitHub che dai *competitor*) trainando l'adozione della propria infrastruttura *cloud* (Microsoft Azure).

Un tale *case study* dimostra nella realtà come, nella prassi del *Venture Capital*, la massimizzazione del valore mediante *trade sale* possa superare l'opzione dell'offerta pubblica. Si pensi agli investitori di GitHub, che

⁶⁸ Net Dollar Retention = (ARR + Espansione - Churn - Downgrade) / ARR. Dove: per espansione si indicano le entrate aggiuntive in caso di crescita organica della base utenti del servizio (in questo caso *Software as a Service*) preesistente; per *churn* si indicano le entrate perse nella crescita a causa di annullamento; per *downgrade* si intende la perdita di entrate da parte dei clienti attivi. Questo indice, in questo caso specifico, conferma la capacità di generare una crescita organica esponenziale della base utenti, dimostrando la fidelizzazione degli sviluppatori (clienti). Di conseguenza indica la capacità di crescere e aumentare ricavi, anche se frenasse l'acquisizione dei clienti.

dinanzi al potenziale ritorno finanziario inquantificabile dell'IPO, hanno ponderato tale scelta, incontrando, in un altro fronte, un *incumbent* in grado di offrire simultaneamente la certezza di esecuzione (e quindi liquidità immediata), risoluzione delle crisi di *governance* e sinergie inarrivabili per un'organizzazione indipendente.

Ciò dimostra come l'opzione migliore non è dettata solamente dall'entità del ritorno finanziario, ma, in un contesto complesso e incerto come quello del VC, questa sia determinata anche da fattori che assicurino l'infallibilità dell'esecuzione. Quanto descritto delinea un processo decisionale, in sede di *exit strategy*, capace di ponderare i vantaggi e gli svantaggi (tutto fuorché oggettivi) e assolvere a necessità e obiettivi dell'azienda e dei fondatori.

2.3. Lo "*Smart Money*", l'Apporto che va oltre la Finanza

L'analisi condotta nei precedenti paragrafi ha delineato l'architettura contrattuale del *Venture Capital*, dallo *staging* alla *liquidation preference*, come struttura con la finalità di mitigare le asimmetrie informative e proteggere il capitale dal rischio di agenzia. A tal proposito la letteratura si esprime a favore della tesi secondo cui i meccanismi descritti finora rappresentino una condizione necessaria, ma non sufficiente affinché le partecipate generino rendimenti superiori alla media.

In un ecosistema finanziario moderno caratterizzato da cicli di espansione monetaria, il capitale subisce un processo di "commoditizzazione" inevitabile. In base a tale fenomeno, il prodotto (in questo caso il denaro) viene percepito come perfettamente identico dal mercato, perdendo le proprie caratteristiche distintive, e diventando quindi una *commodity*. Seguendo tale logica, nell'alterazione delle probabilità di successo di una *startup* subentra un nuovo elemento, lo *smart money*. È questo ad oggi a definire il vantaggio competitivo di un fondo, ovvero la stretta combinazione di capitale finanziario, umano e sociale.

Il concetto di *smart money* affonda le sue radici negli studi del pioniere Harry Sapienza (1992)⁶⁹, il quale dimostra che il valore aggiunto (*value-add*) fornito dai *Venture Capitalist* non si limita all'iniezione di liquidità, ma si estende bensì alla pianificazione strategica, al supporto operativo e alla risoluzione delle crisi aziendali. Questo insieme di risorse intangibili che il VC fornisce alla *startup* innesca un potente meccanismo, descritto principalmente da Sørensen (2007)⁷⁰ come un effetto di *two-sided sorting* (selezione bidirezionale). In questo modo, le *startup* più promettenti non accettano capitali dal fondo che offre la valutazione, in termini economici, più alta, bensì da quello che garantisce l'impatto strategico maggiore. Di conseguenza, è attraverso questa modalità che i fondi *top-tier* riescono a investire nelle aziende migliori,

69 Sapienza, H.J. (1992). "When do venture capitalists add value?". *Journal of Business Venturing*, 7(1), pp.9–27.

70 Sørensen, M. (2006). "How Smart is Smart Money? A Two-Sided Matching Model of Venture Capital." *The Journal of Finance*, 62(6), pp. 2725–2762.

grazie alla reputazione del loro *smart money*, innescando un circolo virtuoso di attrazione di talenti e potenziali nuovi *deal*.

Mentre il capitale umano del *General Partner* (le sue competenze manageriali) rappresenta il primo livello dello *smart money*, il capitale sociale costituisce il vero moltiplicatore di scala. Seguendo alcuni dei concetti sociologici di Bourdieu (1986) e Coleman (1988) e adottandoli nel campo della finanza imprenditoriale, si può definire il capitale sociale come l'insieme di risorse attuali e potenziali legate al possesso di una rete durevole di relazioni istituzionalizzate.

L'impatto di questa rete sulle performance finanziarie è stato quantificato dallo studio di Hochberg, Ljungqvist e Lu (2007)⁷¹, dove dimostrano inequivocabilmente che i fondi con reti relazionali più dense e centralizzate registrano tassi di sopravvivenza ed *exit* delle partecipate nettamente superiori alla media. Tali reti vengono misurate attraverso la frequenza dei co-investimenti o *syndication*, termine con il quale si definisce il processo secondo il quale due o più fondi di VC decidono di unire le forze e investire insieme nella stessa *startup*, all'interno dello stesso *round* di finanziamento. Generalmente all'operazione prendono parte: un *lead investor* (investitore principale), che guida la *due diligence*, i negoziati, redige il *term sheet* e prende il posto nel CdA; ed uno o più *follower* (o co-investitori) che partecipano al round versando una quota di capitale alle medesime condizioni dell'investitore principale. Paradossalmente, il co-investimento persegue una logica controintuitiva. Esso è volto alla condivisione del rischio, quando le *startup* sono percepite come altamente rischiose, funge da ulteriore verifica alla qualità della *due diligence*, e soprattutto duplica lo *smart money*. Il *network* che si costruisce opera come un'infrastruttura invisibile capace di abbattere i costi di transazione in tre direttrici cruciali. Il vantaggio in termini di *sourcing* si sostanzia nell'accesso privilegiato e anticipato alle migliori opportunità di investimento (c.d. *proprietary deal flow*), ed anche a canali di comunicazione con potenziali acquirenti, facilitando la *trade sale*. Il network facilita inoltre l'attrazione e l'inserimento di figure manageriali di livello elevatissimo (c.d. *C-Level executive*), facendo sì che venga accelerata la professionalizzazione nel paragrafo 2.2.5.

In conclusione, si può affermare che il VC contemporaneo non si presenta più come un'industria atomistica basata sulla capacità in termine di investimento del singolo investitore, ma ha un'enorme potenzialità di evoluzione verso ecosistemi di fornitura di servizi ad alto valore. Per comprendere appieno il ruolo dello *smart money* nel determinare lo sviluppo di un'impresa, è necessario scomporre questa dotazione intangibile di risorse nelle due macro-dimensioni di cui è costituita. I paragrafi seguenti si propongono di analizzare l'impatto del capitale umano, mediante il supporto operativo da un lato, e il ruolo del capitale reputazionale come meccanismo di certificazione, dall'altro.

71 Y. V. Hochberg, A. Ljungqvist e Y. Lu (2007). "Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance". The Journal of Finance, 62(1), pp. 251-301

2.3.1. Governance partecipata e il ruolo strategico nel CdA

La prima declinazione operativa dello *smart money* risiede nel trasferimento di Capitale Umano. Le *startup* sono per definizione organizzazioni che presentano un elevato tasso di innovazione, ma che al contempo mancano di competenze nei livelli amministrativi. I fondatori, nella realtà, eccellono nella fase di sviluppo del prodotto, ma generalmente non possiedono l'esperienza necessaria per scalare le gerarchie del mercato, strutturare una *governance* o gestire le crisi aziendali.

In questo vuoto organizzativo si inserisce il ruolo del VC. Gli studi condotti da MacMillan, Kulow e Khoylian (1989)⁷² classificano il livello di coinvolgimento dei fondi in tre gradi di intensità. Il *laissez-faire* è un livello in cui il fondo investe ma si pone distante dalle fattispecie operative, limitandosi a visionare report trimestrali e ad intervenire solo in casi di crisi gravi o eventi meritevoli di attenzione. L'approccio *moderate* si contraddistingue per il coinvolgimento attivo ai CdA e per quello in fase strategica, riservando l'operatività quotidiana una funzione esclusiva affidata ai fondatori. Nello stadio *close tracker* il VC adotta una postura proattiva, agendo da “co-imprenditore” e supervisionando assiduamente le performance aziendali. La letteratura dimostra come quest'ultima modalità sia quella che genera il maggior valore aggiunto.

Come si può notare, quindi, il supporto operativo del *Venture Capitalist* si sostanzia prevalentemente attraverso il CdA. Diviene utile citare il contributo di Kaplan e Strömberg (1989)⁷³, i quali affermano che i VC non siedono nel *Board* con finalità ispettive, ma esercitano una funzione di consulenza strategica (*Advisory*) in aree specifiche di intervento prioritario. Nella fase del *recruiting* strategico il fondo sfrutta il proprio network e la propria esperienza per attrarre figure manageriali di alto profilo, indispensabili per affrontare la fase di *scale-up* e colmare il divario di competenze operative del team originario. In via parallela, il VC interviene attivamente nella validazione del modello di business, offrendo consulenza diretta nel pricing e nella selezione dei canali di distribuzione, nella maniera più efficiente. L'investitore può assumere per di più il ruolo di *pivot*, ovvero di guida nel cambio repentino di strategia, qualora si riscontri una realtà non coerente con le proiezioni. Infine, un ulteriore supporto vitale lo fornisce nel caso della gestione delle crisi. In tal caso il fondo non si limita a supervisionare, ma fornisce un ausilio diretto e negoziale con riguardo alla risoluzione di conflitti, e alla rinegoziazione delle posizioni debitorie, soprattutto nelle fasi di contrazioni di liquidità (*cash crunch*).

⁷² Macmillan, I.C., Kulow, D.M. and Khoylian, R. (1989). “Venture Capitalists’ Involvement in their Investments: Extent and Performance”. *Journal of Business Venturing*, 4(1), pp.27–47.

⁷³ Kaplan, S.N. and Stromberg, P. (2004). “Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses”. *The Journal of Finance*, 59(5), pp.2177–2210.

Le modalità descritte finora accelerano il processo di professionalizzazione, che rende un gruppo di ingegneri brillanti in una solida entità aziendale, capace di sopravvivere alle complessità derivanti dalla crescita.

2.3.2. L'effetto *Network*

La seconda e più potente dimensione dello *smart money* è di natura prettamente immateriale, il capitale reputazionale. Nell'ecosistema dell'innovazione, si è trattato di come l'asimmetria informativa non riguardi solo gli investitori, ma anche gli *stakeholder* esterni. Una *startup early-stage* è per natura un'entità opaca e rischiosa, con un track record inesistente.

Per colmare questo deficit di credibilità, la letteratura finanziaria propone la “teoria dei segnali” (*signaling theory*). Nel contesto di interesse, l'investimento da parte di un fondo funge da segnale verso l'esterno. Ed è proprio in questo scenario che si inserisce l'*endorsement effect*, ovvero l'effetto che rende vantaggioso per le *startup* prendere in prestito la reputazione dei loro investitori. Questa legittimazione fornita dai VC genera esternalità positive misurabili in molteplici direzioni, a partire dall'accesso al mercato del credito. Una partecipata da un *Venture Capitalist* viene percepita come strutturalmente solida dalle banche, ottenendo un accesso facilitato al *venture debt*, a tassi e condizioni agevolate. Un'altra dinamica cruciale riguarda il ruolo fondamentale della *customer Acquisition* (acquisizione del cliente), specialmente nei mercati B2B (*business to business*). Le grandi aziende, che possono risultare restie a stipulare contratti con *startup*, trovano nell'*endorsement* del VC una garanzia di continuità aziendale tale da abbattere la diffidenza iniziale. Infine questa validazione esterna risulta determinante per l'attrazione di capitali futuri. Come evidenziato da Megginson e Weiss (1991)⁷⁴, la presenza di un investitore rinomato nella *Cap Table*, non solo facilita l'accesso di nuovi attori nella compagine sociale nei successivi *round* di finanziamento, ma riduce i costi di sottoscrizione in caso di quotazione sui mercati regolamentati, massimizzando così la valutazione finale dell'impresa.

L'analisi condotta finora si limita a legare il vantaggio competitivo di un fondo alla sua capacità di orchestrare relazioni strategiche. Dalla prassi del VC emerge che i *network* tendono ad assumere una natura transitoria, guidata dallo *short-termism* e da intersezioni di interessi finanziari.

⁷⁴ Megginson, W.L. and Weiss, K.A. (1991). “*Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings*”. The Journal of Finance, 46(3), pp.879–903.

Affinché i processi descritti sopra come trasferimento della conoscenza tacita, mitigazione del rischio e supporto reciproco, siano efficienti per il *network*, questo deve evolversi. La rete deve compiere un salto da aggregato di contatti “a convenienza” a una “comunità” caratterizzata da fiducia sistemica e identità condivisa. In questo quadro viene superato il paradigma classico in favore del modello *Alumni-Based*, un sistema che capitalizza su un’origine formativa, accademica (stesso ateneo di provenienza) o professionale comune. La ragione d’essere di questi veicoli è quella di trasformare il capitale sociale in una rete relazionale coesa a scopi economici e tecnologici. In tale ecosistema, il meccanismo di abbattimento delle asimmetrie informative è favorito dall’appartenenza al medesimo *network* istituzionale. Questo rende il modello *Alumni*, che verrà trattato nel Capitolo 3, una delle infrastrutture di *smart money* più sofisticate del panorama della finanza imprenditoriale.

Capitolo 3

La *Community* come *Asset*: Il Modello *Alumni-Based*

I capitoli precedenti, nel tracciare l'evoluzione del VC, hanno portato alla luce la radicale ridefinizione dei meccanismi di finanziamento alle *startup*. Nei moderni cicli di mercato, il capitale puramente finanziario risulta, oramai, una risorsa abbondante e, per certi versi, indifferenziata. Avendo subito un'inevitabile "commoditizzazione" (Capitolo 2.3), il mero concetto di liquidità cede il passo a un nuovo paradigma in cui il vero elemento differenziante è costituito dallo *smart money*. Come ampiamente trattato nel capitolo precedente, il vantaggio competitivo di un investitore non risiede più esclusivamente nella capacità di iniezione di liquidità, bensì nella rilevanza e nella densità del proprio *network*, elevato a strumento fondamentale di mitigazione dei costi di transazione e delle asimmetrie informative.

Dalla premessa appena descritta, ne scaturisce una convergenza di interessi tra il mondo accademico e gli ecosistemi di innovazione. Poiché il *network* si dimostra l'*asset* principale del *Venture Capital*, le comunità chiuse e fiduciarie divengono l'incubatore naturale per infrastrutture di investimento altamente performanti. In questo preciso crocevia, dove si fondono finanza, sociologia e appartenenza istituzionale, prolifera il modello *Alumni-Based*.

Un veicolo di questa natura supera il concetto di raccolta di capitali tra ex-studenti (*alumni* per l'appunto) di uno specifico ateneo; di converso, esso strumentalizza l'istituzione come un vero e proprio *asset* strategico. Tali veicoli operano, innanzitutto, facendo perno sul senso d'appartenenza sviluppato tra università e studente, e sulla mutua validazione garantita dall'aver superato i medesimi filtri accademici, innescando risultati inarrivabili per i VC tradizionali. Il risultato è quello di generare un *proprietary deal flow* privilegiato, precluso ai tradizionali fondi del settore, che consente di accedere alle innovazioni prodotte da laboratori di ricerca e dagli *spin-off* universitari prima che diventino contendibili sul mercato aperto.

Il percorso di disamina di questo capitolo si articolerà lungo quattro direttrici fondamentali. A partire dall'analisi comparata di alcuni dei modelli operativi più rilevanti a livello globale, si tratterà il percorso di mutazione dei tradizionali approcci dei fondi gestiti da *endowment* universitari nordamericani in moderne piattaforme gestite dalle *community*. Si procederà poi alla quantificazione dei vantaggi tangibili desumibili dall'estrazione di capitale sociale dalla rete degli *Alumni*: richiamando la teoria delle reti di *syndication* di Sorenson e Stuart (2001)⁷⁵, verrà analizzato l'impatto del "fattore fiducia" sulla qualità del *deal flow* e sui processi di *mentoring*.

⁷⁵ Sorenson, O. and Stuart, T.E. (2001). "Syndication Networks and the Spatial Distribution of Venture Capital Investments". *American Journal of Sociology*, 106(6), pp. 1546–1588..

A fronte di innegabili benefici, sorge tuttavia la necessità di imporre un esame critico dei rischi strutturali di questo modello, ovvero il cosiddetto “rovescio della medaglia”. Seguendo la trattazione di Gompers et. al. (2016)⁷⁶ e Huang (2020)⁷⁷, si analizzerà il “costo dell’amicizia” e il “*bias omofilo*”, ovvero il rischio derivante dalla naturale propensione a investire in soggetti con un *background* affine, e come esso possa provocare distorsioni decisionali (come il *groupthink*) e una critica monotonia di portafoglio, minando i rendimenti potenziali.

Infine l’attenzione si sposterà sul panorama nazionale e, attraversando dati e trend recenti del mercato, verrà alla luce come il coinvolgimento degli *Alumni* stia passando da un approccio frammentato e informale a una progressiva istituzionalizzazione, spianando di fatto il terreno per l’analisi del caso di studio LUISS-LA4G, fulcro del Capitolo 4.

3.1. Analisi Comparata tra i Modelli Globali e Piattaforme

La genesi del *Venture Capital* legato ad ambienti accademici si deve attribuire all’ecosistema nordamericano, un territorio che agisce storicamente come *first-mover*, e in cui la convergenza tra ricerca universitaria e mercato dei capitali rappresenta da decenni uno standard consolidato. Con lo scopo di comprendere la portata innovativa del Modello, è necessario tracciarne l’evoluzione storica, tenendo conto della distanza che separa i tradizionali investimenti degli atenei e le moderne piattaforme *community-based*.

3.1.1. Fondi Alumni e *Community-based* e confini operativi

Prima di procedere all’esame dei fondi sul piano globale e successivamente all’esame dei vantaggi competitivi, è di fondamentale importanza stabilire con accuratezza il perimetro operativo. Un fondo di *Venture Capital Alumni-Based* (o *Community-Based*) non si distingue per una semplice etichetta apposta, bensì si configura come un veicolo d’investimento privato che raccoglie capitali, in modo predominante o talvolta esclusivo, tra gli ex-studenti (gli *alumni*) di una specifica istituzione accademica di prestigio. La dichiarazione d’intenti di tali fondi è iscritta formalmente nel regolamento di gestione (c.d. *Limited Partnership Agreement* o LPA). Questo documento costituisce il “DNA contrattuale” di tali veicoli e regola i rapporti tra gestori e investitori, imponendo un mandato fondato su un presupposto preciso: allocare le risorse raccolte all’interno di *startup* fondate, co-fondate o guidate da membri della stessa comunità (ex-studenti, ricercatori o membri della *faculty*).

L’elemento che ne delimita i confini operativi è la natura giuridica rigorosamente indipendente di queste strutture. Nonostante lo stretto legame con il brand e con il prestigio dell’ateneo, i fondi *Alumni* operano al di fuori del bilancio (c.d. *off-balance*), della *governance* ufficiale e della tesoreria dell’università di

76 Gompers, P.A., Mukharlyamov, V. and Xuan, Y. (2016). “*The Cost of Friendship*”. *Journal of Financial Economics*, 119(3), pp.626–644.

77 Huang, C. (2023). “*Networks in Venture Capital Markets*”. SSRN Electronic Journal. doi: 10.2139/ssrn.4426514

appartenenza. Essi agiscono come entità private (quasi sempre come *Limited Partnership*) capitalizzando in modo sinergico il senso di appartenenza e il *brand* dell'Alma Mater, ma senza coinvolgerla nell'assunzione del rischio di impresa. Questa indipendenza strutturale risulta favorevole sotto un duplice profilo strategico. Contestualmente, essa permette ai *General Partners* di mantenere l'agilità decisionale e l'aggressività tipiche del *Venture Capital* tradizionale, proteggendo al contempo l'ateneo dalle passività legali e dai rischi finanziari fisiologicamente connessi all'investimento in aziende *early-stage*. In sintesi, l'ateneo presta il nome e la storia, ma lo scudo legale (il LPA) fa sì che l'organizzazione a gestisca il rischio e il capitale.

3.1.2. Dai modelli *Endowment-Centric* alle piattaforme di *Community*

Storicamente, il rapporto tra le grandi università e il capitale di rischio è stato dominato e confinato in un approccio *endowment-centric*. Questa prassi definiva un modello in cui l'ateneo si pone come investitore istituzionale passivo: i fondi di dotazione (*endowment* per l'appunto) di istituzioni come Yale o Harvard impiegavano i capitali nei grandi fondi della Silicon Valley, con l'obiettivo di massimizzare i rendimenti finanziari, senza coinvolgere il proprio ecosistema umano e relazionale sul piano strategico. Pur garantendo ritorni finanziari inquantificabili, questa strategia, in cui l'ateneo è *Limited Partner*, ignora del tutto il potenziale inespresso del capitale sociale.

Il superamento di questa logica passiva coincide con la presa di coscienza che gli ex-studenti non rappresentano unicamente un bacino di donatori con finalità filantropiche, bensì un asset strategico da mobilitare attivamente. A supporto di questa nuova logica, intervengono i report annuali di settore (Global University Venturing, 2024)⁷⁸. Recentemente, infatti, si sta assistendo al tramonto dei sindacati informali di *Business Angel*, a favore di *firm* di investimento profondamente istituzionalizzate. A confermare tale tendenza, il suddetto report espone con dei dati che i fondi di *Venture Capital* di matrice universitaria, censiti a livello globale, hanno ormai superato le 200 unità strutturate, contribuendo ad alimentare un mercato che nell'ultimo decennio ha visto raddoppiare la raccolta capitali, raggiungendo la cifra record di oltre 158 miliardi di dollari distribuiti su circa 8.000 operazioni di investimento.

Un pioniere in tale ambito è lo “Stanford DAPER Fund” (legato al “Department of Athletics, Physical Education and Recreation” di Stanford), che ha dimostrato come singole divisioni universitarie potessero strutturare veicoli di investimento di questo tipo, dedicati al supporto delle *startup* dell'ecosistema (il caso più celebre è quello di Boatsetter, l'AirBnb del mare), allineando i ritorni del VC con il *network* dell'Ateneo.

Un esempio paradigmatico in tal senso ha trovato la sua massima espressione in tempi più recenti in modelli operativi altamente focalizzati, come “The House Fund”. Questo appartiene all'UC Berkeley (California, USA), e a differenza dei fondi tradizionali esaminati nel capitolo precedente, indirizza i propri capitali esclusivamente verso *startup* fondate da *Alumni*, studenti o docenti dell'Ateneo, e, focalizzandosi su queste,

⁷⁸ Global Venturing (2024) *Report: University spinout funds: a powerful new asset class emerges*. London: Mawsonia.

azzera di fatto i costi di *sourcing*. Il fondo non deve competere con il mercato per accaparrarsi tecnologie emergenti, ma le cattura direttamente dalla sorgente, potendo beneficiare di un *proprietary deal flow* e di una rete di supporto tecnico ineguagliabili. Con questa *community* di oltre 500.000 ex-studenti sono riusciti a supportare fin dalla genesi futuri “unicorni” (ovvero *startup* valutate 1 miliardo di dollari prima della IPO) del calibro di Databricks e Perplexity (AI), offrendo loro un accesso privilegiato a talenti ingegneristici ed una validazione scientifica, che nessun fondo tradizionale potrebbe garantire.

Mentre i fondi di *campus* incarnano l'eccellenza e la verticalità della singola istituzione, l'evoluzione successiva ha spinto verso la creazione di architetture aggregate e scalabili. Il panorama contemporaneo è oggi dominato da aggregatori strutturati, tra cui spicca per volume di affari e per successo il caso di “Alumni Ventures”, fondato da Mike Collins nel 2014. Partito con il fondo “Green D” focalizzato sul Dartmouth College, la nota piattaforma statunitense ha reinventato il concetto di *Alumni-Fund* sul piano ingegneristico e industriale, arrivando a gestire oltre 1,5 miliardi di dollari di *Asset Under Management* (AUM, patrimoni in gestione letteralmente). AV lancia e gestisce fondi dedicati a singole università (come “Spike Ventures” per Stanford o “Castor Ventures” per il MIT), oppure a singoli temi (*AI, Blockchain o HealthTech*), dotandosi altresì di Fondi “*Total*” o “*Apex*”, che riuniscono i migliori investimenti della rete AV.

Il modello adottato da AV permette di centralizzare le operazioni di *back-office* (amministrative, gestionali e di supporto al *core business*), la *compliance* legale e i processi di *Due Diligence*, agendo di fatto come una capogruppo. L'innovazione *disruptive* attribuita ad Alumni Ventures risiede nel suo duplice *business model*. Se in un lato democratizza l'accesso al VC, abbattendo la soglia minima di ingresso per i singoli ex-studenti (10.000 dollari contro i minimi milionari dei fondi tradizionali), dall'altro opera come co-investitore dei VC *tier-1* (ovvero i VC più rinomati e influenti al mondo, come “Sequoia” o “Andreessen Horowitz”). AV si contraddistingue, inoltre, non pretendendo posti nei CdA, ma per rivolgersi alla sua *community* di 850.000 membri per fornire alle *startup* in portafoglio un supporto impareggiabile in termini di *recruiting, public relations e customer acquisition*.

Sebbene il modello nordamericano rappresenti l'archetipo strutturale di riferimento, la progressiva istituzionalizzazione del capitale accademico ha assunto una dimensione oramai globale, comportando l'erosione graduale del monopolio statunitense. Una recente mappatura condotta sulle prime 150 università al mondo (Heles, 2024)⁷⁹ rivela infatti che il 41% dei principali atenei europei (62 università del *ranking*, di cui 16 tra i primi 20 posti) è oggi dotato di un veicolo d'investimento dedicato (superando il 34% delle controparti americane). L'impatto di questa nuova logica di investimento a livello europeo viene esemplificato dalle punte di eccellenza, evidenziate dall'autore. Tra queste, l'esempio più esemplare è il fondo dell'Università di Oxford, l'Oxford Science Enterprises (OSE), che ha ampiamente superato il miliardo di dollari di *Asset Under Management* (1,1 miliardi di dollari di AUM). Prima della sua fondazione,

79 Heles, T. (2024) *European universities ahead of the US in having an investment fund*. Global Venturing.

Oxford riusciva a generare mediamente quattro *spin-off* in un anno; dopo il 2015, anno di avvio del fondo, il tasso di creazione si è impennato, raggiungendo le 20 neo-imprese all'anno. Ad oggi, OSE può vantare un portafoglio con 80 *startup* finanziate, 7 *exit* completate e 2 quotazioni sul mercato pubblico, registrando il primato a livello globale per dimensioni.

L'analisi evidenzia, inoltre, la sostanziale differenza strutturale tra i due continenti. Il modello americano predilige ancora fondi strettamente legati a un singolo ateneo, mentre l'Europa sta virando verso la formula dei "fondi multi-università", riscontrando un volume di affari e dimensione sempre più rilevanti. Sebbene siano casi isolati, sono notevoli i casi di veicoli come Northern Gritstone (che riunisce università dell'Inghilterra Settentrionale come Manchester, Leeds e Sheffield) e il belga Qbic (che raccoglie e finanzia *spin-off* nati tra le università di Liegi, Anversa, Hasselt, Bruxelles e Ghent). Nel caso inglese, il fondo si propone di unire tre istituzioni accademiche eccellenti di quella regione, e i risultati (412 milioni di dollari di raccolta fondi tra fondi pensioni, enti istituzionali e *corporate*)⁸⁰ dimostrano la potenza dell'aggregazione regionale contro la singola università. Altrettanto irraggiungibili per i singoli fondi universitari, sono i risultati del veicolo belga Qbic (120 milioni di dollari di *closing*⁸¹) derivanti dall'ingegnerizzazione della rete di *alumni* e dei distretti accademici su base interregionale.

A confermare il clamoroso cambio di baricentro, al primato britannico, consolidato anche dal ruolo del Cambridge Innovation Capital, si affiancano realtà pionieristiche del panorama continentale. Spicca, in particolare, l'ecosistema tedesco guidato da UVC Partners, il fondo di *Venture Capital* orbitante attorno all'UnternehmerTUM (dell'Università Tecnica di Monaco, TUM), il quale agisce da ponte strategico tra la ricerca accademica *deep-tech* e il solido tessuto industriale europeo. Altrettanto emblematico è il caso belga del Gemma Frisius Fund (legato alla KU Leuven), considerato storicamente uno dei veicoli di *seed capital* universitario più longevi d'Europa (1997), a dimostrazione di una maturità strutturale che rende gli orizzonti del ciclo del VC tradizionale (10 anni) irrilevanti.

Parallelamente, anche gli ecosistemi asiatici testimoniano questa maturazione strutturale⁸². Il Giappone è un paese che rappresenta oggi un caso unico, grazie alla presenza di un veicolo VC nell'85% dei propri atenei di eccellenza. Come portato alla luce da recenti report di settore, i capitali destinati agli *spin-off* accademici sono decuplicati rispetto al 2014 (Global Venturing, 2025)⁸³, trainati da colossi istituzionali legati agli atenei come UTEC (University of Tokyo Edge Capital Partners), arrivato a gestire oltre un miliardo di dollari. In Cina, i veicoli di VC attorno alla Tsinghua University o la Peking University si fondono con le agende

80 Northern Gritstone, 2023, *Northern Gritstone announces £312m final close*. Press Release.

81 Qbic, 2022, *Qbic Fund III closes at €104M to support university spin-offs*.

82 Global Venturing (2023) *The rise of Asian university venture funds*.

83 Il dato proviene dalle analisi di mercato fornite dal JETRO (Japan External Trade Organization) rielaborate in: Global Venturing (2025). *8 tips for investing in Japan's university spinouts*. Global Venturing.

strategiche nazionali formando delle *holding* (come la Tsinghua Holdings), per accelerare e blindare il trasferimento tecnologico interno. Sul fronte indiano, la coesione della diaspora e il prestigio istituzionale fungono da spinta verso i modelli già descritti. Attraverso gli Indian Institutes of Technology (IIT), che da anni esportano talenti verso le grandi *corporate* della Silicon Valley, le reti fiduciarie sono nel bel mezzo di un processo di trasformazione. Tali *network* di ex-studenti abbandonano il ruolo informale di *business angel*, virando verso veicoli istituzionalizzati (come il Madras Alumni Fund) che fungono da ponti transnazionali, canalizzando capitali e *mentorship*, fin dalla fase embrionali, dai distretti tecnologici statunitensi, direttamente verso l'ecosistema nativo.

Modello Operativo	Governance	Portata Network	Finalità Prevalente	Esempi Citati nel Testo
<i>Endowment Centric</i>	Istituzionale e passiva	Globale	Rendimento finanziario per l'ateneo	Yale, Harvard.
<i>Campus Centric</i>	Privata	Singolo ateneo	Accesso privilegiato a talenti e <i>spin-off</i>	The House Fund, Stanford DAPER Fund, Madras Alumni Fund
Piattaforma aggregata	Privata / Scalabile	Multi Ateneo	Democratizzazione dell' <i>asset class</i> e co-investimento	Alumni Ventures e i fondi satellite
Regionale Multi Università	Consortile	<i>Cluster</i> Territoriale	Massa critica di <i>startup</i> e trasferimento tecnologico regionale	Northern Gritstone,

				Qbic, Gemma Frisius
Campione Nazionale	Quotata	Nazionale (Hub)	Istituzionalizzazione dell'innovazione e <i>venture building</i>	Zest S.p.A., Oxford Science Enterprises (OSE)
Strategia Nazionale	Statale / Istituzionale	Nazionale	Controllo strategico del trasferimento tecnologico	UTEC, Tsinghua Holdings.
Ibrido Benefit	Ateneo e <i>Top Alumni</i>	<i>Community di alumni</i>	Rendimento finanziario e impatto sociale (c.d <i>give-back</i>)	Luiss Alumni 4 Growth

Tabella 1 - Framework comparativo tra Modelli di VC Alumni-Based

Tale disamina (*Tabella 1*) consegna una mappatura della traiettoria che questi veicoli stanno seguendo nei diversi ecosistemi globali, determinando una certezza: il modello *alumni-based*, e in generale il VC di matrice accademica non rappresenta più una nicchia con fini filantropici, ma al contrario si afferma come un asset *class* matura, autonoma e soprattutto competitiva su scala mondiale, come confermato dai numeri riportati. Attraverso il *framework* comparativo internazionale, emerge come la generazione dei vantaggi competitivi sia solo la metà del lavoro. L'altra metà consiste nell'impedirne l'erosione dai bias cognitivi che quelle stesse reti producono. Non importa se questi fondi assumono la forma di veicoli di *campus* iper-focalizzati (come UC Berkeley), di colossi multi-ateneo o di reti fiduciarie asiatiche: queste piattaforme capitalizzano la rilevanza economica del capitale sociale, quale *asset* monetizzabile, trasformando il mero senso di appartenenza in una fonte di *deal flow* esclusiva. Ciò che tale modello restituisce nella prassi è la

capacità di generare rendimenti esponenziali e l'allineamento degli stessi con le esigenze di innovazione recepite dal mondo accademico.

L'evoluzione riscontrata nel panorama globale trova la sua massima espressione nel panorama nazionale con il *case study* del capitolo seguente. La trattazione sarà incentrata proprio sull'integrazione dei principi sopra esposti, adoperata dall'Ateneo LUISS Guido Carli in un'unica e organica filiera del valore, dove la “fabbrica delle *startup*” del programma Luiss Enlabs e la massa critica industriale di Zest S.p.A. convergono nella missione finanziaria e sociale del fondo LA4G.

3.2. I Vantaggi del *Network*

L'espansione su scala globale di questi veicoli d'investimento dimostra come la componente identitaria rappresenti, a tutti gli effetti, un concreto moltiplicatore finanziario. Affinché un fondo *Alumni-Based* si consolidi in una struttura scalabile e generi rendimenti superiori alla media di mercato (la cosiddetta *alpha*), esso deve saper valorizzare il senso di appartenenza, convertendolo in un tangibile vantaggio competitivo e facendo leva sui benefici intrinseci del proprio *network*.

Per comprendere la derivazione di tale vantaggio bisogna guardare al VC per la sua struttura aggregata: un mercato opaco e imperfetto. In quanto tale, come affermato dalla letteratura classica sull'asimmetria informativa, le transazioni nella fase *early-stage* costringono l'investitore a confrontarsi con la cronica condizione della “selezione avversa”. I fondatori sono, difatti, detentori per natura di un monopolio informativo sui rischi e sulla reale qualità della tecnologia che propongono al mercato, rispetto ai finanziatori esterni.

Come emerso in precedenza (Capitolo 1), è l'assenza di metriche validate (come quelle di un *track record*) a rendere inefficaci i tradizionali modelli di valutazione del rischio. Perciò, in questo vuoto sistemico caratterizzato da incertezza radicata nelle condizioni strutturali del mercato, il *network* cessa di esistere come aggregato di contatti per trasformarsi nello strumento elettivo alla correzione delle inefficienze di mercato, tramutando le connessioni latenti nella più sofisticata forma di *smart money*.

3.2.1. Il valore intangibile della Comunità

Attingendo ai concetti della sociologia economica, si deve compiere un necessario salto concettuale: il *network* degli ex-studenti smette di essere una rubrica di contatti, e comincia ad agire come un “serbatoio” di capitale sociale (*alumni*). Questo è capace di fornire un supporto reciproco privo di costi, ed il concetto sottostante è la condivisione del medesimo senso di appartenenza (Bourdieu, 1986)⁸⁴, perché la rete sociale di cui fanno parte crea regole di comportamento e, di conseguenza, fiducia. I tradizionali fondi generalisti

84 Bourdieu, P. (1986). *The Forms of Capital*. [online] Greenwood, pp.241–258.

conoscono tale valore, perciò investono molte risorse nella costruzione artificiale di tali reti fiduciarie e in attività di *networking*, con esiti spesso incerti. A differenza di quest'ultimi, i veicoli *Alumni-Based* ereditano un ecosistema preesistente, codificato sulla base di risorse impiegate dall'ateneo, mediante un radicato percorso formativo condiviso, un linguaggio comune e un inestirpabile senso di appartenenza istituzionale.

L'efficacia finanziaria dell'architettura relazionale descritta finora trova la sua validazione nella "teoria delle reti sociali", che applica modelli matematici e sociologici allo studio del *Venture Capital*. I pionieri di questo approccio, Sørensen e Stuart (2001)⁸⁵, hanno dimostrato come l'attività di investimento sia fisiologicamente vincolata da rigidi confini spaziali e sociali. Nella prassi, i *Venture Capitalist* tendono a investire in soggetti a loro più prossimi (a livello geografico, settoriale o culturale), in quanto, secondo la letteratura settoriale, la "distanza" può amplificare i costi di *sourcing* e di *monitoring* per un veicolo. Dagli stessi autori emerge come le *Community* dense e interconnesse siano un valido meccanismo per lenire gli ostacoli che limitano la propensione all'investimento.

Nel modello *Alumni*, l'Alma Mater funge da infrastruttura fiduciaria istituzionalizzata. Capitalizzare questo elemento di prossimità sociale genera effetti senza pari: vengono abbattuti i costi di transazione e i tipici rischi di agenzia con cui si confrontano quotidianamente i fondi generalisti. A differenza di quanto avviene nel mercato aperto, ogni attore appartenente all'ecosistema accademico (che sia *startupper*, investitore o gestore del fondo) è implicitamente coinvolto in un processo emotivo che lo vincola alla salvaguardia del proprio *standing* reputazionale all'interno della comunità di origine. La latente minaccia di "esclusione" dal *network* rappresenta la garanzia informale per eccellenza, in caso di condotta scorretta. Il risultato che ne consegue è un ecosistema autoregolamentato, in cui è la fiducia a fluidificare la circolazione di capitali e competenze, raggiungendo un grado di efficienza impareggiabile per gli operatori tradizionali.

3.2.2. Qualità del *deal flow* e accesso privilegiato

La conseguenza direttamente osservabile, in merito all'abbattimento delle frizioni informative, si manifesta nel processo di *deal sourcing*, ovvero la fase più critica e dispendiosa strategicamente nell'intero ciclo di vita di un fondo. Nel feroce scacchiere del VC tradizionale, la competizione per le migliori *startup* (c.d. *top-tier deal*) richiede attività di *screening* sul mercato aperto che sono costose e dagli esiti incerti, traducendosi di fatto in una guerra di posizione.

I veicoli *Alumni-Based*, al contrario, godono di un ineguagliabile *first-look advantage* (vantaggio del "primo sguardo") generato dall'ecosistema accademico, che si sostanzia in un'attrazione bilaterale. La *community* universitaria, con la sua rete di laboratori, TTO e incubatori, agisce come un *funnel* naturale che rende le innovazioni con il potenziale maggiore conoscibili nella disponibilità dei gestori del fondo legato all'ateneo.

⁸⁵ Si veda nota 75.

Questo meccanismo genera un *proprietary deal flow*, ovvero un bacino di opportunità esclusive, intercettate prima che diventino contendibili sul mercato generalista.

In questo contesto incerto e opaco, torna utile la “teoria della segnalazione” (*signaling theory* di Spence, 1973)⁸⁶. Rielaborando quanto affermato dall’autore ai fini di questa analisi, in condizioni di asimmetria informativa, gli *startupper* sono propensi a intraprendere azioni costose (in questo caso l’acquisizione di un titolo accademico di un ateneo molto selettivo) per “segnalare”, o meglio certificare, il proprio valore al mercato, abbattendo di fatto i costi di selezione e ricerca per gli investitori, nonché nella riduzione drastica delle tempistiche di *due diligence*.

Esiste, tuttavia, un vantaggio ulteriore, meno intuitivo ma i cui effetti sono alla pari del primo. Si manifesta nelle fasi negoziali di un round di finanziamento competitivo, quando, a parità di valutazione economica, un fondatore tenderebbe a favorire l’ingresso nel capitale del fondo della propria Alma Mater, rispetto ad un fondo tradizionale. La scelta in questione non ha a che fare con il romanticismo istituzionale, piuttosto dalla consapevolezza di accogliere uno *smart money* portatore di valori condivisi, e perciò capace di allinearsi maggiormente con il *background* del fondatore e con la *vision* aziendale.

3.2.3. Il *Mentoring* come acceleratore

Il vantaggio competitivo concernente il modello *Alumni* non si esaurisce nella fase *pre-investment*, ma si amplifica esponenzialmente nella delicata fase *post-investment* (di gestione del portafoglio). Le *startup early-stage*, per assicurarsi la sopravvivenza nella “valle della morte”, necessitano tanto di capitali, quanto di rigore operativo, validazione tecnologica e modalità di accesso al mercato. È qui che la rete di ex-studenti si trasforma in un acceleratore aziendale esercitando la funzione di *mentoring*.

Differentemente dai fondi tradizionali, che possono affidarsi alle competenze interne dei propri *General Partners*, un veicolo *Alumni-Based* possiede la capacità di mobilitare un bacino di migliaia di ex-studenti professionisti, dirigenti *c-level*, ricercatori e imprenditori legati all’ateneo. Il cuore dell’attività di *mentoring* risiede nel trasferimento della “conoscenza tacita” (c.d. *tacit knowledge*). Questo avviene, per esempio, mediante l’implementazione sul campo dell’esperienza e delle intuizioni da parte di un *alumnus senior* in una *startup* della propria *community*. Così facendo, non si limita a dare consigli, ma mette a disposizione un’infrastruttura cognitiva tale da ridurre la curva di apprendimento del *founder*.

L’efficacia del meccanismo di *mentoring*, insieme alla rilevante portata dell’esclusivo *deal flow*, è empiricamente riscontrabile nella prassi prendendo l’esempio del caso del gruppo Zest. L’impatto del *mentoring* fornito alle *startup*, congiuntamente alla formazione universitaria (c.d. programmi *Academy*) si

86 Spence, M. (1973). *Job Market Signaling*. The Quarterly Journal of Economics, 87(3), pp.355–374.

traduce in risultati concreti registrati nei più recenti report (Gennaio 2026)⁸⁷ in merito a formazione, validazione industriale e mole di attività. Oltre 300 studenti sono stati formati nell'esecuzione di programmi di *Entrepreneurial Training*, gestiti in collaborazione con l'Università LUISS, con un *output* di oltre 65 progetti imprenditoriali sviluppati. Questo dato sottolinea la capacità del *network* legato all'Ateneo di trasformare il sapere teorico in iniziative imprenditoriali, evidenziando inoltre la propensione ad attrarre talenti da uno dei più prestigiosi atenei italiani.

La fase appena descritta non si ferma alla mera creazione di progetti, ma trova la sua prosecuzione nella validazione industriale, dove le spinte derivanti dalla *community* e dalla densità delle relazioni con le *corporate* permettono di facilitare annualmente circa 21 *Proof of Concept* (PoC)⁸⁸. Il supporto operativo di Zest in questa fase accelera le tempistiche che intercorrono tra il concepimento dell'idea alla commercializzazione della stessa, riducendo di conseguenza i tempi di *go-to-market* grazie ad una validazione guidata da *partner* industriali. In ultima istanza, per comprendere la portata dell'intervento di *mentorship* è essenziale misurare la massa critica di *startup* partecipanti a tali programmi. Sono quasi 150 le *startup* coinvolte in tale processo di *de-risking* industriale, numero che conferma l'efficacia del modello qui descritto, considerando anche la relativa giovinezza del veicolo (aprile 2024).

Da un'altra prospettiva è necessario analizzare la posizione che gli *alumni* assumono in qualità di *mentor* nella *community*. Nonostante l'allontanamento fisico dall'università, gli *alumni* sono animati da una propensione al *give-back*, ovvero la volontà di restituire parte del valore, tempo ed esperienza che l'istituzione d'origine ha contribuito a formare nell'individuo, fungendo da catalizzatore motivazionale. In questo modo si crea un circolo virtuoso in cui il *mentor* investe il proprio prestigio per elevare lo *standing* della *community*, mentre la *startup* ha un accesso a delle competenze proibitive a prezzo di mercato. Dal lato dell'impresa, il vantaggio sostanziale è rappresentato oltre che dall'insignificante entità del costo sostenuto dalla *startup* al trasferimento di *know-how*, dall'apertura di canali commerciali privilegiati (*customer acquisition*) e dal supporto strategico nel *recruiting* di talenti di eccellenza. Il *mentoring* in una *community* di *alumni* comincia, in quest'ottica, a configurarsi come una leva di *value creation*, capace di incrementare il tasso di sopravvivenza delle imprese in portafoglio e massimizzare i ritorni attesi per l'intero fondo. La *ratio* superiore sottostante all'esercizio di tale funzione risulta nell'abbattimento del rischio operativo. Il veicolo

87 Zest S.p.A. (2026). *Profilo Aziendale gennaio 2026: Future. Faster*. Roma: Zest S.p.A.

88 Per PoC si intende una realizzazione documentata della fattibilità tecnica ed economica di un'idea di *business*, avente lo scopo di descrivere i presupposti alla base di essa, ridurre i rischi e i costi di ricerca antecedenti all'inizio di una fase di investimento.

Alumni-Based in questo modo trasforma un'entità "solitaria" in un'impresa che tutto l'ecosistema ha l'interesse di salvaguardare.

3.3. Il Rovescio della Medaglia: Il *Bias Omofilo*

Un comune errore in sede di questa analisi sarebbe considerare l'efficienza relazionale che presenta il modello *Alumni-Based* esente da criticità. Analizzando oggettivamente il capitale di rischio di matrice accademica, bisogna spostare il *focus* dai vantaggi relazionali a quelli che sono i severi limiti cognitivi tipici delle reti chiuse, come quelle universitarie. Paradossalmente, il vero "rovescio della medaglia", coincide con il suo punto di forza. La stessa prossimità sociale che fluidifica le transazioni e neutralizza il rischio di *moral hazard*, se non controbilanciata da appositi strumenti contrattuali, può comportare una distorsione del giudizio dei gestori.

Il fulcro teorico attorno al quale gravitano le criticità di questo modello è il concetto di "omofilia". Coniato nell'ambito di studi sociologici condotti da Lazarsfeld e Merton (1954)⁸⁹, il termine descrive la naturale tendenza degli individui a legarsi, collaborare e stringere un rapporto fiduciario primariamente con soggetti a loro simili (per elementi geografici, culturali o formativi). Trasponendo questa nozione nell'industria del VC emerge il cosiddetto "*bias omofilo*", che si manifesta come l'inclinazione radicata, e spesso del tutto inconscia, presente nell'operatività dei GP, verso imprenditori che riflettono i loro stessi schemi cognitivi.

In un veicolo d'investimento legato ad un ateneo, questa dinamica trova la sua massima espressione. L'identità condivisa dell'Alma Mater rischia di compiere una pericolosa transizione da uno strumento di *sourcing* privilegiato a potenziale "paraocchi" strategico. A questo proposito, la letteratura finanziaria si è interrogata a lungo su come avvenga questo *trade-off* tra rigore in sede di analisi e affinità sociale, e su come questa dinamica inconscia alteri il processo decisionale.

3.3.1. Il "costo dell'amicizia"

Nel delineare il processo di selezione che governa il VC, il concetto di omofilia non si configura come un mero favoritismo, bensì come un'euristica decisionale: l'investitore utilizza l'affinità accademica come scorciatoia cognitiva per colmare l'enorme vuoto informativo che caratterizza le imprese in fase *early-stage*.

⁸⁹ Lazarsfeld, P. and Merton, R.K. (1954) "*Friendship as a Social Process: A Substantive and Methodological Analysis*". In: Berger, M. (ed.) *Freedom and Control in Modern Society*. New York: Van Nostrand, pp. 18–66.

Gompers et al. (2016)⁹⁰ e Huang (2023)⁹¹, attraverso le loro estese ricerche empiriche sulle reti di investimento, hanno isolato e quantificato i danni di questo comportamento, definendolo il "costo dell'amicizia" (*the cost of friendship*). Il loro lavoro porta alla luce un paradosso strutturale del mercato dei capitali: se è vero che la familiarità pregressa abbatte le frizioni comunicative e velocizza la chiusura delle transazioni, è altrettanto vero che essa altera i meccanismi di controllo critico.

Quando l'investitore e il fondatore condividono il medesimo *pedigree* universitario, il livello di guardia fisiologico si abbassa e il rigore oggettivo della *due diligence* si allenta. Nell'analizzare questa condotta bisognerebbe interrogarsi su cosa inganna l'investitore. Il problema centrale risiede in un errore di valutazione cognitiva, dove il gestore tende a confondere l'allineamento culturale (ovvero il fatto che lo *startupper* parli il suo stesso linguaggio di business e possieda la medesima etica del lavoro) con la reale capacità esecutiva e manageriale. Ne consegue che le proiezioni finanziarie presentate dalla *startup* subiscono una selezione meno scettica, mentre le potenziali lacune operative del *team* fondatore vengono sistematicamente minimizzate o, nel peggiore dei casi, autogiustificate. In questo scenario, l'investitore cade vittima di una falsa percezione di prevedibilità, dimenticando la regola aurea del mercato: le variabili esogene e gli *shock* di mercato non rispondono alle logiche protette e codificate del *campus* accademico.

3.3.2. Le implicazioni sugli investimenti

L'elemento psicologico che manda in cortocircuito il modello *Alumni-Based*, trattato nel paragrafo precedente, obbliga il percorso di disamina a rileggere da un'altra prospettiva i vantaggi descritti in precedenza. Il *proprietary deal flow*, celebrato in precedenza come una corsia privilegiata per intercettare opportunità e talenti, è soggetto al rischio di trasformarsi in una gabbia. L'accesso preferenziale alle tecnologie dell'ateneo potrebbe cessare di essere un moltiplicatore di valore potenziale, qualora venga meno il necessario filtro della *due diligence*, per tramutarsi in un vero e proprio acceleratore di rischio. Al fine di comprendere come quanto appena descritto implichi sugli investimenti del veicolo, la disamina deve intervenire su tre distinte fasi del ciclo di vita del VC.

Il primo sintomo di tale distorsione si manifesta qualora l'eccessiva familiarità (del VC con lo *startupper*) generi un errore di *mispricing* (l'errata valutazione del prezzo). Il comitato addetto alla valutazione dell'investimento potrebbe, infatti, tendere a concedere *pre-money valuation* eccessivamente generose alle *startup* fondate dai propri *alumni*, guidato da un entusiasmo derivante dalla condivisione dei medesimi

90 Gompers, P.A., Mukharlyamov, V. and Xuan, Y. (2016). *The Cost of Friendship*. Journal of Financial Economics, 119(3), pp.626–644.

91 Huang, C. (2023). *Networks in Venture Capital Markets*. SSRN Electronic Journal.

valori. Nell'esercizio di una qualsiasi valutazione che preveda un esborso da parte del fondo, il pagamento di un "premio", che non sia giustificato da adeguati fondamentali economici, coinciderebbe con una riduzione matematica dei margini di rendimento attesi al momento della futura *exit*.

Superata la fase embrionale, la criticità si sposta nell'allocazione del capitale. Mentre un fondo di *venture capital* tradizionale sa bene quando rinunciare a un progetto fallimentare, un fondo *alumni* potrebbe cadere nella pericolosa combinazione tra omofilia e fallacia dei costi irrecuperabili (*sunk cost fallacy*⁹²). Al fine di proteggere l'armonia e lo *standing* della *community* (e non ammettere il fallimento di un membro della propria cerchia), i gestori continuano a iniettare capitali di salvataggio (nei *round follow-on*) in *startup* "zombie" che il mercato aperto avrebbe già condannato al fallimento. In questo modo, un modello esemplare, come quello *Alumni-Based*, cade in un errore fatale nell'allocazione delle risorse: drenare capitale finanziario e sociale che avrebbe potuto direzionare verso progetti oggettivamente più meritevoli.

L'apice di questa disfunzionalità investe la sfera della *governance* aziendale. Come trattato in precedenza, una delle attribuzioni chiave dello *smart money* è intervenire quando l'imprenditore non è più in grado di scalare l'azienda. Tuttavia l'operazione, nota come *founder replacement*, diventa politicamente e socialmente ostica quando questi è un membro chiave dello stesso ateneo. L'investitore, davanti a questo stallo, è obbligato a temporeggiare per non minare i rapporti con l'istituzione, condannando, di fatto, il fondo a una paralisi del processo decisionale.

Il risultato di questo arresto multidimensionale manda in cortocircuito l'intera tesi di investimento. La rete di protezione accademica, inizialmente concepita come acceleratore per le innovazioni da commercializzare, si trasforma in un meccanismo di cui beneficiano le sole aziende "zombie". Venendo meno il necessario rigore gestionale del forno tradizionale per mantenere l'armonia dell'istituzione, il fondo erode le proprie *performance* e delude, al contempo, le aspettative finanziarie degli stessi *alumni* investitori che cercano di proteggere, spianando la strada ad un *bias* ancora più pervasivo nella gestione di un fondo: l'omologazione del pensiero.

3.3.3. *Groupthink* e la monotonia di portafoglio

Dal contesto delineato nei paragrafi precedenti, vi è la necessità di fare un altro breve passo, dall'ostinazione dell'impegno finanziario verso progetti poco profittevoli (Paragrafo 3.3.2) al conformismo decisionale. Infatti, all'interno dei medesimi comitati in cui si discutono le valutazioni e le decisioni di investimento si scatena un ulteriore rischio: l'eccessiva coesione sociale e il desiderio di mantenere la stessa armonia

92 H. R. Arkes e C. Blumer (1985), *The Psychology of Sunk Cost*, in "Organizational Behavior and Human Decision Processes", Vol. 35, No. 1, pp. 124-140. La *sunk cost fallacy* si manifesta come "una maggiore tendenza a continuare un'iniziativa o un progetto una volta che è stato effettuato un investimento irrecuperabile in termini di denaro, sforzo o tempo" spingendo di fatto l'investitore ad ignorare le probabilità di insuccesso, pur di non ammettere l'iniziale perdita.

istituzionale rischiano di sfociare nel fenomeno del *groupthink* (Jarvis, 1982)⁹³. Nella prassi, si rileva tale “effetto gregge” quando la spinta verso l'unanimità diventa talmente dominante da sopprimere le dovute valutazioni realistiche ed oggettive delle alternative. Nel veicolo *Alumni-Based*, il pensiero di gruppo assume una forma ancora più pericolosa, in quanto trasforma il dissenso da un fenomeno fisiologico di un processo decisionale collegiale, a un atto concepito come sleale verso la *community*; avviene, quindi, una paralisi del pensiero critico, e lo *standing* del proponente all'interno dell'istituzione assume maggiore importanza della reale scalabilità e sostenibilità del suo *business model*.

Nella realtà empirica, la ricaduta principale della trappola psicologica, appena esposta, è la cosiddetta “monotonia di portafoglio”. Si consideri, innanzitutto, che l'architettura dei rendimenti nel VC si fonda sulla legge di potenza (*power law*), affermando che una piccola percentuale di *startup* deve generare ritorni tali da coprire le perdite della grande percentuale di progetti fallimentari. Per intercettare le rare eccezioni che questo mercato offre (c.d. cigni neri) un fondo tradizionale è obbligato a diversificare i mercati e di ricercare scommesse che non abbiano correlazione tra loro. Il *groupthink*, di converso, spinge a ridurre i rischi presi da un fondo tradizionale, finanziando imprese con modelli “familiari”. Per affondare il concetto di familiarità si prenda come esempio un ateneo con una forte tradizione ingegneristica; in tal caso il veicolo sarà irrazionalmente guidato a sovrappesare gli investimenti, mentre verranno scartate a priori innovazioni provenienti da settori marginali, talvolta guidate da fondatori con percorsi atipici (i veri innovatori *disruptive*), in quanto percepite come estranee alla *community*.

La mancanza di diversità cognitiva nell'esercizio di valutazioni collegiali si traduce in una penalizzazione sul campo finanziario. La letteratura recente (Gompers e Wang, 2017)⁹⁴ si è espressa a tal punto, evidenziando *performance* sistematicamente inferiori per fondi di capitale di rischio caratterizzati da un'elevata omogeneità (accademica, professionale o demografica), a favore di *performance* superiori per fondi eterogenei. La reale causa scatenante di questa evidenza empirica risulta nell'ostacolo che l'uniformità di pensiero pone nel cogliere le *red flag* durante la *due diligence* e nella capacità di *problem solving* nella fase *post-investment*.

La sintesi reale di quanto trattato nel presente capitolo ci riporta ad un insegnamento fondamentale: se il modello *Alumni* rappresenta un catalizzatore di innovazione, la monotonia di portafoglio ne costituisce il principale fattore di logoramento finanziario. Allo scopo di elevare la propria Alma Mater e mitigare i rischi catastrofici esposti in questa sede, i gestori devono avere come imperativo quello di istituzionalizzare il dissenso per evitare che la fiducia diventi un'inefficiente cecità finanziaria.

93 L. Janis (1982). “*Groupthink: Psychological Studies of Policy Decisions and Fiascoes*”. 2nd edn., Boston: Houghton Mifflin

94 P. Gompers e S. Wang (2017), *Diversity in Innovation*, NBER Working Paper No. 23082. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

3.4. Il Fenomeno Emergente dell'*Alumni-Venture* nello Scenario Italiano

Una volta esaurita la mappatura dei modelli internazionali e dei limiti cognitivi che ne insidiano l'efficacia, il fulcro dell'indagine converge ora sulla realtà italiana, preparando di fatto i presupposti per il Capitolo successivo. Il contesto domestico del *Venture Capital* si configura come un ecosistema che nel passato è stato sopraffatto dalla cronica e tradizionale frammentazione del mercato del capitale di rischio, e che oggi presenta un vigoroso *catch-up* rispetto ai *benchmark* europei. All'interno di questa accelerazione generale del sistema le università italiane d'eccellenza hanno smesso di perseguire solamente finalità didattiche e di ricerca, per ritagliarsi uno spazio nella costruzione di veicoli di investimento capaci di mobilitare le reti degli *alumni*.

3.4.1. Volumi e maturità dell'ecosistema nel panorama italiano.

Per misurare la portata effettiva del fenomeno *alumni*, è propedeutico comprendere, in primo luogo, lo stato di salute generale del capitale di rischio in Italia. Analisi recenti testimoniano come il panorama nazionale abbia avviato la transizione da una fase pionieristica a una di maturità del settore. Come infatti riportato dai report dell'AIFI⁹⁵, risalenti al 2024, il mercato ha consolidato il superamento della soglia strutturale del miliardo di euro annuo investito in operazioni di VC, con picchi che sfiorano oltre il miliardo e mezzo nei cicli più recenti.

È sufficiente confrontare tali dati con le stesse rilevazioni di cinque anni prima, per comprendere la velocità di *catch-up* accennata nel paragrafo precedente. Nel 2019 la stessa Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt⁹⁶ attesta un livello di investimenti in capitale di rischio di *startup* sulla soglia dei 600 milioni euro. Il confronto è notevole: in meno di un quinquennio il sistema ha più che raddoppiato la capacità di assorbire capitali. Questo non rappresenta un semplice incremento quantitativo, ma una metamorfosi del VC, da un'attività di nicchia riservata ad operatori specializzati a un *must* per il finanziamento dell'innovazione nazionale.

Per esaurire il percorso di disamina, a questo evidente consolidamento finanziario del settore del VC deve necessariamente contrapporsi un'indagine sulla riorganizzazione delle infrastrutture accademiche. Una recente analisi condotta dal Social Innovation Monitor (2024)⁹⁷ sugli incubatori e acceleratori italiani ha rilevato un dato apparentemente controintuitivo; il numero complessivo di *hub* di innovazione si è ridotto. Tuttavia, le cause alla base di questa flessione non sono attribuibili ad una crisi, bensì ad un fenomeno di fusioni strategiche e aggregazioni territoriali, adoperate dalle istituzioni accademiche, così da creare una "massa critica". Gli stessi atenei hanno cambiato il loro *modus operandi*, smettendo di disperdere le forze in

95 AIFI (2024), *VeM™ Venture Capital Monitor – Rapporto di Ricerca sulle operazioni di venture capital nel mercato italiano*.

96 AIFI (2020), *Venture Capital Monitor – Relazione annuale 2019*.

97 Social Innovation Monitor (2024), *Report sull'impatto di Incubatori e Acceleratori in Italia*. Politecnico di Torino.

iniziative di piccolo calibro per focalizzare le risorse e innalzare la qualità del *mentoring* offerto. Il risultato di quanto trattato dal SIM si traduce nel consolidamento di una nuova generazione di *startup* e di un conseguente *deal flow* qualitativamente pronto ad accogliere capitali istituzionali.

La convergenza tra la rapida espansione dei volumi di investimento e la razionalizzazione qualitativa delle infrastrutture accademiche sancisce la definitiva maturazione dell'ecosistema italiano. Questa evoluzione proveniente da direttrici quantitative e qualitative non si traduce solamente in un dato statistico, ma rappresenta una condizione necessaria per il salto di paradigma in atto. Su questo terreno fertile costruito nel presente paragrafo, il capitale relazionale degli ex-studenti trova le condizioni industriali e finanziarie per strutturarsi in veri e propri veicoli di investimento.

3.4.2. Evoluzione del coinvolgimento degli *Alumni*

Nel maturato ecosistema finanziario descritto precedentemente si rileva una dirompente trasformazione del ruolo degli ex-studenti. Il decennio scorso ha visto un apporto degli *alumni* all'innovazione italiana relegato a iniziative sicuramente lodevoli, ma che trattenevano il potenziale latente del capitale sociale in assenza di una struttura formalmente adatta. La progressione del loro ruolo si può rileggere in tre fasi distinte che riflettono la crescente sofisticazione del sistema.

In una prima fase informale, il *value-add* della rete risiedeva nell'appartenenza all'ateneo che facilitava lo scambio di informazioni e di *deal flow*. La logica sottostante a questo grado di coinvolgimento è guidata da finalità quasi filantropiche, mancando di un elemento portante: un'architettura finanziaria in grado di capitalizzare il capitale relazionale dell'*alumnus*.

Lo stadio della segmentazione ha visto una rivisitazione dell'intervento dei singoli professionisti in un impegno, isolato e circoscritto, verso attività di *business angel* atomistiche o di *mentor* sporadico a giovani fondatori. In questa fase il limite principale era l'incapacità di generare una "massa critica" e nella difficoltà di condurre *due diligence* adeguate alle sfide della scalabilità.

La situazione attuale è riuscita ad attenuare le criticità delle precedenti fasi di transizione. Le istituzioni universitarie italiane hanno abbandonato l'idea di affidarsi ai singoli ex-studenti, iniziando a canalizzare la naturale propensione all'investimento dei propri laureati in aggregati come piattaforme o *club deal*. Emerge la filosofia operativa della "restituzione" (*give-back*), che smette di essere un dovere morale verso l'ateneo, diventando una strategia di portafoglio: l'*alumnus* investe nel fondo dell'università perché riconosce in essa un centro di competenza capace di selezionare e accelerare il miglior talento disponibile sul mercato.

Le fasi descritte tracciano la via verso la massima sofisticazione, in cui si colloca l'esperienza di LA4G (Luiss Alumni For Growth). Il veicolo si configura come il risultato che corona perfettamente la traiettoria evolutiva trattata nei versi precedenti. Esso rappresenta un modello di co-investimento tra l'Università

LUISS Guido Carli di Roma e i suoi stessi *alumni*, che riesce a coniugare l'esigenza di rendimenti tipica del VC e delle missioni di impatto sociale. Il fondo persegue tali finalità destinando i propri profitti all'erogazione di borse di studio presso la stessa università, assicurando inoltre la futura formazione di talenti.

La natura ibrida e complessa del veicolo, capace di unire le funzioni di un acceleratore, di un *investment club* e di un ente benefit, non opera in una situazione di vuoto istituzionale. Nel capitolo conclusivo, la disamina si concretizzerà, non solo nell'inquadrare LA4G come braccio finanziario, ma anche nel esplorare i legami dell'integrazione strategica dell'intero ecosistema LUISS. Ripercorrendo la trattazione della presente tesi, la ricerca attraverserà l'infrastruttura di accelerazione di Luiss Enlabs, passando per la sua nuova fase di maturità istituzionale, rappresentata da Zest e, per concludere, la valutazione delle sinergie tra le organizzazioni e l'Ateneo. Sarà questo il terreno per esaurire la domanda di ricerca e per comprendere come un'università italiana può ingegnerizzare il proprio *network* e generare al contempo valore industriale, economico e sociale.

Conclusioni del capitolo

Il percorso del capitolo ha esaminato lungo quattro direttrici l'architettura e le contraddizioni del modello *Alumni-Based*. A partire dalla ricostruzione comparata delle esperienze internazionali più rilevanti, è emerso come il capitale relazionale degli *alumni* non costituisca più una risorsa latente, bensì un *asset class* strategica e competitiva su scala globale. La progressiva istituzionalizzazione di questi veicoli, attestata dal superamento delle 200 strutture censite a livello mondiale e da volumi di raccolta superiori ai 158 miliardi di dollari (Global University Venturing, 2024), sancisce il definitivo superamento della logica filantropica in favore di un paradigma finanziario autonomo.

A tale potenziale descritto, si contrappongono una struttura, definita e quantificata dalla letteratura come “rovescio della medaglia”. Il *bias omofilo*, teorizzato da Lazarsfeld e Merton come la distorsione strutturale che distrugge il vantaggio competitivo di tali veicoli, in assenza di contromisure istituzionali. Il “costo dell'amicizia” documentato da Gompers (2016) e il derivante rischio di *groupthink* che atrofizza i benefici del *mentoring* e del *monitoring* tipici del modello di analisi. Questi si configurano come due facce dello stesso problema: la fiducia sistemica, se non regolata con rigore metodologico della *due diligence*, tende a produrre *mispricing*, *sunk cost fallacy* e monotonia di portafoglio. La *performance* superiore dei fondi eterogenei rispetto a quelli omogenei, dimostrata empiricamente da Gompers e Wang (2017), restituisce la misura del costo cognitivo di questa distorsione.

È su tale terreno, dove la tensione tra vantaggio relazionale e rischio cognitivo trova la sua massima espressione, che si colloca l'ecosistema LUISS. Il modello che verrà analizzato nel Capitolo 4 non si limita a replicare le declinazioni internazionali dei veicoli *alumni-based*, bensì le sintetizza e le supera, grazie

all'integrazione in un'unica filiera del valore di un acceleratore istituzionale (Luiss Enlabs), un veicolo di innovazione *corporate* (Zest S.p.A.) e un *investment club* con doppia missione finanziaria e sociale (LA4G). La domanda di ricerca cui il capitolo conclusivo intende rispondere è, dunque, se e in che misura questa architettura integrata riesca a capitalizzare i vantaggi del modello Alumni-Based (*deal flow* privilegiato, *mentoring*, effetti *network*), neutralizzando al contempo le distorsioni cognitive che ne minacciano le *performance*. Il caso LUISS si propone come un tentativo nazionale di ingegnerizzare la fiducia senza rinunciare al rigore.

Capitolo 4

Dalla Teoria alla Prassi: Integrazione Strategica dell'Ecosistema LUISS

La transizione dai modelli teorici del VC accademico alla loro applicazione operativa richiede la precisa disamina di un ecosistema capace di un'integrazione tra programmi di formazione, accelerazione industriali e di investimento in capitale di rischio in un'unica filiera del valore. La trattazione dei capitoli precedenti si è incentrata sulle potenzialità e sui limiti del modello *Alumni-Based* su scala globale, preparando, in sostanza, il terreno per portare l'analisi sul piano pratico, in questa precisa sede, attraverso l'esame dell'ecosistema LUISS. Esso non si presenta come una semplice iniziativa a scopi filantropici o di supporto all'imprenditorialità, bensì come un'infrastruttura complessa, in cui la "terza missione", perseguita dall'ateneo, si fonde con le logiche di mercato.

L'indagine del presente capitolo si articolerà mediante la medesima logica sequenziale seguita nei primi due capitoli. Verrà quindi analizzata, in prima istanza, l'infrastruttura di accelerazione Luiss Enlabs (paragrafo 4.1) che, guidata da LVenture Group, si presenta come fautrice del successo delle *startup*. Questo veicolo costruisce tutti i presupposti per la creazione di un *deal flow* qualificato ed idoneo all'investimento istituzionale.

Il paragrafo 4.2 è invece dedicato a Zest S.p.A., il veicolo nato nell'aprile 2024 dalla fusione tra LVenture Group e Digital Magics e oggi quotato su Euronext Milan. Qui si registra un cambio di passo: il *focus* non è più posto sulla selezione di *startup*, ma sulla costruzione intenzionale di nuove imprese innovative, a partire dai bisogni industriali. L'analisi di questo primatista nazionale permetterà di comprendere come il concetto di *venture building* e l'innovazione *corporate* adempiono il ruolo di organo di compensazione tra le necessità delle grandi imprese e l'agilità delle *startup*.

La parte *core* dell'analisi empirica risiede nel paragrafo 4.3 dedicato a LA4G (Luiss Alumni 4 Growth), dove, attraverso l'esame di documenti interni e manuali operativi, verrà decodificato il funzionamento del veicolo finanziario della *community*. Si evidenzieranno le modalità secondo le quali il modello di *investment club advisory* riesce a istituzionalizzare la cultura del *give-back*, trasformando il *network* degli *alumni* in un motore di co-investimento capace di perseguire una "doppia *mission*": il rendimento finanziario e l'impatto sociale tramite iniziative di mobilità sociale.

Il capitolo opererà, in ultima analisi, una valutazione con riguardo alle sinergie sistemiche tra queste diverse organizzazioni (Paragrafo 4.4). Il fine è quello di dimostrare come l'interdipendenza tra ateneo, acceleratore e fondo non sia un mero accordo di collaborazione, ma una strategia finalizzata ad ingegnerizzare il capitale relazionale. Solo attraverso questa integrazione, l'università può cessare di essere un'istituzione che forma

talenti e li consegna al mercato, cercando di trasformarsi in un polo di sviluppo economico capace di generare e distribuire simultaneamente valore industriale per le imprese, economico per gli investitori e sociale per i talenti del futuro.

4.1. L'Infrastruttura di Accelerazione guidata da Luiss Enlabs

Perché un ecosistema di innovazione si formi attorno a un ateneo, non bastano le idee: serve un'infrastruttura che faccia da connettore tra ricerca e mercato. Nel caso LUISS, questa funzione è stata costruita dal basso, a partire dal 2013, con la nascita di Luiss Enlabs. L'acceleratore è nato nel 2013 dalla *joint venture* tra l'Università LUISS Guido Carli e LVenture Group (di cui l'ateneo è l'azionista di rilievo), operatore quotato nel *venture capital*. È opportuno, tuttavia, precisare che oggi LVenture è confluita in Zest⁹⁸, e che il programma da il nome solamente all'unità funzionale, e non all'entità societaria che oggi ha assunto una nuova declinazione. La *ratio* sottostante alla nascita di Luiss Enlabs consiste nel superamento della storica separazione, tipicamente italiana, tra produzione di conoscenza e capacità di esecuzione industriale. In un contesto nazionale in cui il talento accademico faticava a trovare sbocchi in iniziative imprenditoriali concrete, il veicolo viene concepito per istituzionalizzare il passaggio dall'idea al prodotto commerciabile. In questo modo la “fabbrica della fiducia” fornisce non solo capitali alle *startup*, ma anche quel rigore metodologico spesso assente nel bagaglio esperienziale dei fondatori, soprattutto nelle fasi di crescita. Il focus strategico era, e continua ad essere, quello di creare un ecosistema "circolare" in cui l'università smette di essere solo un luogo di formazione per diventare un distretto di innovazione permanente.

La sinergia tra queste due organizzazioni ha reso possibile l'esistenza di un *hub* di innovazione situato all'interno degli uffici della Stazione Termini di Roma, evidenziando il legame tra la sfera di influenza accademica e il tessuto industriale. La disamina dei documenti societari di LVenture Group⁹⁹ evidenzia come la generazione di *deal flow*, diretto all'intero sistema, sia la funzione principale assolta da Luiss Enlabs. In tal senso, l'acceleratore assume la postura di filtro selettivo, che trasforma le idee embrionali in *startup*, in modo tale da ridurre drasticamente il rischio operativo in capo ai futuri investitori. La divisione dei ruoli riflette le rispettive dotazioni: l'Ateneo fornisce il prestigioso *brand*, la validazione scientifica e il *network* di talenti; il *partner* industriale conferisce le conoscenze necessarie alla gestione del ciclo VC e l'accesso ai capitali di *seed*. Una simbiosi che il Capitolo 1 avrebbe potuto usare come caso d'uso *ante litteram*.

4.1.1. Luiss Enlabs: standardizzare il processo di successo

Il modello operativo di Luiss Enlabs si è gradualmente imposto nel panorama europeo come uno standard di eccellenza nell'accelerazione *seed*. Questo è avvenuto in poco più di dieci anni, in cui il programma ha

⁹⁸ Zest S.p.A. (2026). *Profilo Aziendale Gennaio 2026*. Documentazione societaria.

⁹⁹ LVenture Group, *Presentation: One Company, May 2023*. LVenture Group (2021) *La sostenibilità in LVenture Group*.

costruito una reputazione che lo rende il punto di riferimento nel mercato *seed* del continente, proprio per la capacità di fondere il rigore della validazione scientifica (ricerca) con la velocità dell'esecuzione industriale. Il processo di "professionalizzazione del talento" si configura come un ciclo operativo ricorrente (due *Call* annuali), volto a intercettare i migliori prospetti sul mercato. Le imprese innovative selezionate confluiscono in gruppi omogenei (*batch* o coorti), che intraprendono un programma di accelerazione diluito su cinque mesi, strutturato secondo la logica del *cohort-based acceleration* (già citata nel paragrafo 1.3.2), all'interno degli spazi di The Hub. Il capitale, in questa fase, è quasi un pretesto. Quello su cui Luiss Enlabs agisce è il metodo; infatti, ogni *startup* che entra nel programma incontra un sistema di *milestones* predefinite che trasforma l'intuizione del fondatore in un processo verificabile. È lo stesso principio dello *staging* descritto nel paragrafo 2.2.5, applicato non al fondo ma all'acceleratore.

La standardizzazione del successo passa attraverso una disciplina rigorosa che vede la partecipazione di una rete di oltre cinquanta *advisor* internazionali, i quali garantiscono un supporto costante in ambiti critici quali il *product-market fit*, il *marketing* digitale e lo sviluppo tecnologico. L'acceleratore agisce da ente certificatore; la selezione, che storicamente premia meno dell'1% delle migliaia di candidature ricevute, opera da potente segnale di qualità per il mercato finanziario. Il *climax* di questo processo di professionalizzazione è rappresentato dal *Demo Day*, un evento di validazione pubblica in cui le società, ormai consolidate nella loro struttura embrionale, presentano i propri KPI (*Key Performance Indicator*) a un pubblico di investitori istituzionali e *corporate*. In questa fase, Luiss Enlabs non opera solo come finanziatore, bensì come garante di un modello che ha contribuito a trasformare il talento grezzo in un *asset* investibile e scalabile.

L'efficacia del *modus operandi* di Luiss Enlabs trova esplicazione oggettiva nel meritevole tasso di successo delle *startup* partecipanti al programma. Secondo LVenture Group (2015)¹⁰⁰, il 94% delle imprese in fase *early-stage* che arriva al *Demo-Day* riesce a raccogliere capitali da investitori terzi (esterni a LVenture) entro dodici mesi dal termine. Tale dato risulta significativamente superiore rispetto alla media del mercato *early-stage*, confermando come la standardizzazione procedurale operata dall'Ateneo e dal suo *partner* industriale agisca come un potente strumento di mitigazione del rischio (c.d. *de-risking*) per l'intero ecosistema finanziario circostante.

4.1.2. Dall'accelerazione al capitale industriale

Il valore aggiunto di un acceleratore non si misura solo su ciò che accade dentro il programma. La vera prova di maturità riguarda sempre al rapporto che si ha con l'ecosistema esterno, ovvero sul numero di *startup* uscite dal programma che riescono a chiudere *round* di finanziamento con nuovi investitori, o su

¹⁰⁰ LVenture Group (2015), *Comunicato Stampa: LVenture Group*. La metrica indicata è stata confermata in diverse comunicazioni istituzionali tra le quali l'*Investor Presentation* del 2017.

quante entrano nei processi delle *corporate* come clienti (e non come esperimenti). Il valore ultimo dell'infrastruttura di accelerazione, difatti, non si fonda esclusivamente nel tasso di sopravvivenza delle realtà accompagnate nel programma, ma nella loro capacità di attrarre "capitale industriale" (per l'appunto, da parte di attori industriali terzi), costituendo una transizione critica dalla fase di assistenza iniziale (*seed*) a quella di piena integrazione nelle dinamiche del mercato *corporate*. Luiss Enlabs si posiziona come un attore che ha la finalità di congiungere la flessibilità della *startup* e la solidità dei grandi gruppi industriali.

A sostegno di tale sistema interviene una rete di oltre cinquanta *partner* industriali, tra cui Eni, Toyota, Intesa San Paolo, BNL e Sara Assicurazioni. Questi non agiscono come un banale *sponsor* finanziario, bensì come operatori volti a finalità di validazione tecnologica, che permettono alle *startup* di testare le proprie soluzioni in contesti reali. Assumendo la posizione di "cliente-pilota", accelerano altresì la validazione commerciale del prodotto e riducono drasticamente il *time-to-market*, rendendo di conseguenza la società accelerata un *target* d'investimento estremamente attrattivo per i successivi *round* di crescita.

L'efficacia di questo ecosistema nel trasformare l'innovazione accademica in valore industriale è empiricamente dimostrata un *track record* di *exit* di alto profilo, che testimoniano la maturità raggiunta dalle società uscite dal polo di Roma Termini. I casi più meritevoli di citazione sono rappresentati dalle operazioni relative a Lybra Tech e Vikey, entrambe acquisite dal Gruppo Zucchetti, gigante del settore *software* che ha individuato in queste *startup* tecnologie strategiche per il proprio portafoglio. L'operazione su Lybra Tech, piattaforma di *machine learning* per l'industria alberghiera, ha generato per l'operatore un multiplo sul capitale investito (*cash-on-cash*)¹⁰¹ pari a x4,2 con un TIR¹⁰² del 229%, mentre il disinvestimento da Vikey ha registrato un multiplo di x2,78. Questi risultati confermano come la standardizzazione operata nella fase *seed* permetta di consegnare al mercato industriale degli *asset* finanziariamente solidi e tecnologicamente integrabili.

A cementare ulteriormente il risultante prestigio internazionale del modello di Luiss Enlabs interviene il recente caso di Futura, *startup* accelerata nel 2021 durante la 18ª coorte del programma. La traiettoria di questa società è emblematica: in meno di tre anni dalla sua incubazione, Futura ha saputo attrarre capitali da fondi *VCs top-tier* come Exor Seeds e United Ventures, per poi approdare a un'importante operazione di *exit* nel maggio 2024. Questo successo sottolinea come il processo di accelerazione non si limiti alla sopravvivenza aziendale, ma sia in grado di generare "campioni" nazionali, capaci di competere per

101 Tale indicatore è espresso dal rapporto percentuale tra flusso di cassa annuo netto e il totale del capitale investito. Indica la percentuale di capitale investito recuperata annualmente sotto forma di flusso di cassa.

102 È un indicatore che rappresenta la redditività relativa ad un investimento. Tasso che eguaglia il valore attuale dei flussi di cassa in entrata all'investimento iniziale.

l'attenzione dei più rilevanti investitori globali. Quello che Luiss Enlabs ha costruito nello scorso decennio è prova empirica della terza missione dell'Università; non si limita a risultare una dichiarazione d'intenti, ma come processo misurabile in multipli di *exit* e *round* chiusi. Il capitale relazionale dell'Ateneo non è quindi rimasto nei corridoi del *campus*, ma è entrato nei bilanci delle *startup*.

Si può concludere che l'osservazione dell'evidente evoluzione del veicolo, in termini di risultati, suggerisce un'ulteriore riflessione sul sistema di cui fa parte. Nei primi anni del decennio scorso Luiss Enlabs è stato di certo il pioniere del modello *seed* in Italia, e i seguenti traguardi ed *exit* testimoniano una soglia di maturità che richiede una nuova prospettiva. Il programma di accelerazione non dovrebbe più limitarsi ad accompagnare la singola *startup* al mercato, ma di istituzionalizzare questo processo su scala industriale. Tale necessità di evolvere da acceleratore a “campione dell'innovazione” costituisce il presupposto logico per eccellenza per introdurre Zest (paragrafo 4.2). L'analisi che avrà luogo nel paragrafo successivo permetterà di identificare il passaggio da una logica selettiva ad una logica creativa, e di come quest'ultima abbia ridisegnato i confini dell'innovazione attraverso il meccanismo del *venture building*.

4.2. Zest S.p.A. e la nuova frontiera dell'innovazione *corporate*

Il 1° aprile 2024 LVenture Group incorpora Digital Magics, e da questa fusione nasce Zest S.p.A., quotata sull'Euronext Milan. L'operazione segna un consolidamento strategico senza alcun precedente nell'industria del *venture capital* italiano: i due principali operatori dell'accelerazione *early-stage* decidono di fare sistema anziché competere. Questa nuova entità, come confermato dalla Relazione Finanziaria Semestrale di Zest al 30 giugno 2025¹⁰³, si propone come intento quello di raccogliere una massa critica per diventare “campione nazionale” dell'innovazione. L'evoluzione, rispetto al modello di *business* precedente, sembrerebbe un semplice ampliamento dimensionale, ma nella realtà le finalità sono ben diverse: istituzionalizzare i processi di accelerazione su scala industriale. Come già accennato nella conclusione del paragrafo precedente, questo è il modo in cui il veicolo ambisce a superare la fase “selettiva”, incentrata sui singoli programmi, per virare su una gestione strutturata degli *asset* tecnologici. Se Luiss EnLabs ha rappresentato la fase della validazione tecnologica e del successo del modello di accelerazione *university-related*, Zest ne configura l'estensione sistemica, agendo come il braccio industriale capace di esaurire la “terza missione” dell'Ateneo su una platea di investitori istituzionali e *corporate*.

La ragione sottostante alla genesi di questa nuova entità si fonda sulla moderna visione di piattaforma multidimensionale, sviluppatasi come risposta strategica alle sfide della *knowledge economy*. Lo scopo di mirare al “campione nazionale” si compone di tre pilastri integrati verticalmente che lavorano in sinergia:

103 Zest S.p.A. (2025). *Relazione Finanziaria Semestrale al 30 giugno 2025*. Documentazione societaria.

Zest Investments, focalizzata sul VC *early-stage*, Zest Innovation, organo di consulenza per la transizione digitale delle *corporate*, e per l'appunto The Hub.

Sotto il profilo dei risultati operativi, la forza di questa infrastruttura è riscontrabile nei numeri forniti dai recenti report. La capacità di presidiare l'intero *funnel* dell'innovazione viene evidenziata infatti dalle 20000 mila *startup* monitorate, volume che consente alla piattaforma di operare uno *screening* preliminare che ha portato all'accelerazione di 150 imprese solo nel 2024. Al termine dell'esercizio amministrativo del 2024, Zest ha stimato il valore del portafoglio, comprensivo di 230 *startup*, intorno ai 54 milioni di euro. L'efficacia di tale piattaforma, seppur nata da pochi anni, si riflette nella capacità delle partecipate di attrarre capitali presso investitori terzi (87,5 milioni nel 2024). Questo dato genera una leva finanziaria di circa 22 volte rispetto agli investimenti diretti del Gruppo, a dimostrazione di come la validazione preventiva renda gli *asset* del portafoglio estremamente appetibili per il mercato dei capitali.

Dietro a questo effetto moltiplicativo c'è una scelta architettonica precisa. Zest non ha aspettato che i *partner* arrivassero tramite "passaparola". Piuttosto, ha costruito veicoli dedicati per coinvolgerli nella co-selezione e nel co-investimento, trasformando quella che poteva essere una *sponsorship* in una co-partecipazione finanziaria. Le due attualmente operative sono Apside, lanciata nel 2023 con Intesa Sanpaolo e dotata di 15 milioni di euro, e Open T, costituita nel 2024 con Tinexta e dotata di 5 milioni di euro. Queste prevedono tagli di investimento standardizzati (250.000 euro in fase *pre-seed*, *follow-on* medio di 1 milione di euro) e hanno già concluso rispettivamente 13 e 2 operazioni (Relazione Semestrale, 2025). Il piano industriale prevede la promozione di ulteriori fondi di Venture Capital, uno dei quali già operativo, con l'obiettivo di rafforzare la filiera finanziaria dalle fasi iniziali fino alla *Serie A*.

L'elevata qualità del giovane *track record* del veicolo contribuisce a confortare le finalità di tale strategia. Tra le operazioni più di alto profilo, si segnalano quelle che coinvolgono le *exit* della *startup fintech* Cardo AI, risultante di un ritorno di oltre x17 l'investimento iniziale, e quello di Stip a 15 volte. Questi ritorni non costituiscono semplici numeri: certificano la tenuta di un modello di *de-risking* operato con tutte le complessità del mercato reale, con la difficoltà aggiuntiva di quella che è la fase *pre-seed*. Cardo AI non ha chiuso a x17 soltanto grazie a Zest; l'ha fatto grazie a ciò che il programma le ha consentito di costruire dal giorno del concepimento.

All'interno di tale nuova conformazione societaria si ritiene opportuno precisare che la continuità operativa del modello Luiss Enlabs viene non solo garantita, ma potenziata attraverso The Hub (Zest Hub), l'infrastruttura fisica situata negli 8500 mq della Stazione di Roma Termini. Questo polo ospita la scuola digitale 42 Roma Luiss, il *competence center* di Meta (Binario F) e i quartier generali di Glovo e Trip.com. Il rapporto con la LUISS Guido Carli, azionista con l'11,7% delle azioni, rimane il baricentro identitario del sistema: l'Ateneo continua a fornire *brand*, validazione scientifica e accesso privilegiato al capitale umano,

mentre Zest trasforma questo patrimonio relazionale in un *asset class* istituzionale accessibile a investitori professionali e *corporate*.

4.2.1. La logica costruttiva del *Venture Building* oltre l'investimento

Con LVenture il punto di partenza dell'accelerazione era sempre esterno, con la richiesta di partecipazione al programma da parte di una *startup*. Con Zest il punto di partenza si sposta a monte, identificando prima il problema e poi l'impresa. Una tale inversione di sequenza, dal prodotto al bisogno, è il cuore del *venture building*. Con questa nuova configurazione, l'innovazione si allontana dall'attesa passiva attraverso *call* pubbliche, per entrare all'interno dei progetti aziendali, presentandosi come una fabbrica di imprese innovative. Questa attività si fonda sul presupposto che, per ridurre l'elevato tasso di mortalità delle iniziative *early-stage*, sia necessario intervenire a monte della creazione del *team*, partendo non da un'idea astratta, ma da un bisogno di mercato non soddisfatto, ovvero da una specifica inefficienza tecnologica rilevata all'interno dei grandi gruppi industriali *partner*, attraverso l'unità operativa di *Zest Innovation*.

La transizione appena citata si articola su quattro pilastri dell'area definita come *Innovation & Corporate Venturing: Innovation Strategy, Transformation & Empowerment, Ecosystem Development e Corporate Venturing*. Ai fini di questa disamina, il *focus* si pone su quest'ultimo, con tre modalità operative che si pongono alla base del *venture building*: il *Corporate Venture Clienting*, che facilita l'adozione di soluzioni innovative proposte dalle *startup* all'interno dei processi aziendali dei *partner*; il *Corporate Venture Building*, che affianca le *corporate* nello sviluppo e nel lancio di nuove iniziative imprenditoriali valorizzando gli *asset* esistenti (brevetti, *expertise*, reti di vendita) mediante metodologie proprietarie ispirate al mondo *startup*; il *Corporate Venture Capital*, che fornisce consulenza strategica nella definizione di modelli operativi e di *governance* per le iniziative di CVC dei *partner*.

Sul piano economico, il *venture building* risolve un problema che il capitolo 1.2 aveva posto in termini diversi: il dilemma *buy vs build*. È questo il punto di intersezione tra le due logiche, dove Zest opera. La piattaforma non investe in *startup* già esistenti (opzione *buy*), né sviluppa innovazione internamente per conto del *partner* (opzione *build*). Essa co-progetta nuove imprese, identificando preventivamente il perimetro tecnologico di intervento, con la finalità di abbattere il letale tasso di mortalità tipico della fase *pre-seed*, attraverso la validazione della domanda in un momento ancora prima della validazione del prodotto. Ciò che costituisce l'*output* di tale processo, non è una *startup* pre-selezionata dal mercato esterno, ma un'impresa che ha già il suo cliente più importante o addirittura un *partner* industriale.

Il meccanismo si fonda su tre fasi sequenziali. In primo luogo, sfruttando le relazioni con le *corporate partner*, il reparto *Innovation* identifica le inefficienze tecnologiche o i vuoti di mercato non ancora presidiati e mappa di conseguenza il fabbisogno innovativo. In una fase subito successiva, Zest “assembla” il

team di fondatori, facendo entrare in gioco il bacino di talenti dell'ecosistema LUISS, e costruisce attorno ad esso l'infrastruttura legale, tecnologica e finanziaria necessaria per la fase di avvio. Nella fase conclusiva del *venture building*, la neo-impresa, co-finanziata da Zest e *partner*, si immette nei programmi di accelerazione, come già avviene nel caso dei programmi ARGO (turismo e cultura), FIN+TECH (*fintech* e *insurtech*), HabiSmart (*proptech*) e Magic Mind (intelligenza artificiale nativa). Questi programmi, gestiti congiuntamente dal *team* Investments e dall'area Accelerazione, hanno concluso nel complesso oltre 150 operazioni *pre-seed*, con tassi di *follow-on* che variano tra il 18% e il 30% a seconda della verticale (Relazione Semestrale, 2025).

È tuttavia la dimensione qualitativa del portafoglio a restituire la misura più accurata del valore generato dal modello. Waveful S.r.l. e la sua rivalutazione è un caso esemplare per ipotizzare la traiettoria che il *venture building* intende percorrere. Questa *startup* è entrata nel portafoglio tramite il programma Magic Mind e nel primo trimestre 2025 ha ottenuto un investimento in SAFE¹⁰⁴ da Andreessen Horowitz, uno dei fondi *top-tier* più influenti al mondo. Con tale operazione esemplare, si intende costruire un aggregato di imprese che, grazie alla validazione industriale iniziale garantita dal *network* di Zest, riescano ad attrarre successivamente capitali internazionali di primissimo livello. Allo stesso modo, il caso di Heu S.r.l., che nel secondo trimestre 2025 ha aperto un *round* da 1 milione di euro con la partecipazione del fondo croato FilRounge, dimostra come la progressione attraverso più programmi di accelerazione verticale (in questo caso Luiss Enlabs e successivamente Fin+Tech) consenta alle *startup* più promettenti di accumulare la validazione necessaria per attrarre investitori internazionali.

Il *venture building* non è un'assicurazione contro il fallimento delle *startup*. Questo non elimina i rischi strutturali dell'*early-stage investing*, ma come un contratto di assicurazione li ridistribuisce. Il rischio che prima ricadeva interamente sul fondo ora viene condiviso con il partner industriale che ha co-progettato l'impresa. Trasferendo una quota del rischio di *product-market fit* alle *corporate partner* nella fase di co-progettazione, Zest costruisce un portafoglio con un punto di partenza informativo superiore a quello di qualsiasi acceleratore generalista. È questa asimmetria informativa (favorevole anziché avversa, come nel *credit crunch* descritto nel Capitolo 1) a costituire il vantaggio competitivo difendibile del modello, e a giustificare la sua posizione di cerniera strategica tra il capitale accademico dell'Ateneo e le esigenze di innovazione del tessuto *corporate* nazionale.

¹⁰⁴ Il SAFE (*Simple Agreement for Future Equity*) nel *venture capital* è un contratto standardizzato che consente alle *startup* di raccogliere capitale dagli investitori nelle fasi iniziali (*seed/pre-seed*) senza determinare immediatamente la valutazione della società. A differenza del debito, non matura interessi né scadenze, convertendosi in *equity* solo al verificarsi di un futuro *round* di investimento.

4.2.2. Il capitale accademico come leva operativa

Se il *venture building* descritto nel paragrafo precedente illustra la logica interna con cui Zest costruisce le imprese, l'analisi del rapporto con la LUISS Guido Carli restituisce la risposta a una domanda più profonda: da dove proviene il materiale “grezzo” (talenti, idee, relazioni) che quella fabbrica lavora? La risposta non è banale, e non si esaurisce nel dato azionario (l'Ateneo detiene l'11,7% del capitale di Zest), ma investe piuttosto il modo in cui l'istituzione accademica è riuscita a trasformare il proprio patrimonio relazionale in un *input* strutturale per un operatore di mercato quotato in Borsa.

Il primo canale di integrazione è quello della creazione e della cura del talento. La scuola di *coding* 42 Roma Luiss, insediata fisicamente all'interno dell'Hub di Roma Termini è il punto di contatto diretto tra la formazione accademica e il mercato del lavoro tecnologico, e produce un flusso continuo di sviluppatori e tecnici che le *startup* in accelerazione possono intercettare prima che diventino contendibili sul mercato aperto. Questo accesso privilegiato al bacino di competenze LUISS (esteso ai laureati magistrali, ai dottorandi e alla *faculty*) è esattamente il vantaggio che la letteratura sul modello *alumni-based* identifica come impossibile da replicare artificialmente (Sørensen e Stuart, 2001). Esso non è acquistabile, è ereditato da un processo di formazione accademica eccellente e inimitabile dal mercato generalista. Nel riprendere il processo di *venture building* descritto nel 4.2.1, vi è da precisare che è da questo serbatoio che Zest attinge per assemblare i *team* fondatori delle nuove imprese co-progettate con le *corporate partner*.

Il secondo canale è quello della validazione scientifica. La LUISS non è un ateneo con una vocazione tecnico-scientifica, ma la sua forza nei settori del diritto, dell'economia e del *management* si traduce in un vantaggio competitivo preciso per le *startup* del portafoglio: l'accesso a competenze regolatorie e di *governance* che nelle fasi *seed* sono quasi sempre assenti. *Startup* attive nei settori *fintech*, *insurtech* o *legal-tech* (come quelle accelerate nel programma Fin+Tech) trovano nell'ecosistema LUISS un interlocutore naturale e di alto profilo per la strutturazione legale e la *compliance*, abbattendo uno dei principali fattori di rischio evidenziati nella *due diligence* (Capitolo 2.2.3). Non è un caso che il programma Fin+Tech, co-investito con CDP Venture Capital, NEXI e CREDEM, abbia raggiunto 44 investimenti *pre-seed* con un tasso di *follow-on* significativo: la qualità della validazione iniziale, anche grazie a questa prossimità accademica, riduce il rischio percepito dai co-investitori e, di conseguenza, funge da incentivo per l'investitore.

Il terzo canale, il più difficile da misurare (quantitativamente) ma forse il più rilevante in ottica di lungo periodo, è quello reputazionale. Quando Zest si presenta a una grande *corporate* come Eni, Intesa Sanpaolo o Toyota per proporre un programma di *open innovation* o una *joint venture* di investimento, il brand LUISS in *cap table* non è un ornamento, ma è un segnale credibile di serietà istituzionale, di rigore metodologico e di continuità. Rievocando la *signaling theory* di Spence (1973) già richiamata nel Capitolo 3, il costo

sostenuto dall'Ateneo per costruire la propria reputazione accademica nel tempo funge da garanzia implicita per gli interlocutori industriali di Zest, abbassando le barriere di fiducia nelle prime fasi di validazione commerciale. In questo senso, l'investimento della LUISS in Zest non è solo finanziario: è una cessione di reputazione in cambio di influenza strategica sull'ecosistema che veicola la terza missione dell'Ateneo.

Emerge così la peculiarità del modello LUISS rispetto agli ecosistemi internazionali analizzati nel Capitolo 3. A differenza dell'*endowment-centric approach* di Yale o Harvard (in cui l'ateneo è LP passivo di fondi di mercato) e dei *campus fund* iper-focalizzati come The House Fund di UC Berkeley (in cui l'ateneo è soggetto separato dal veicolo) nel caso LUISS l'integrazione è bilaterale e operativa. L'Ateneo non si limita a conferire il *brand* o a partecipare come co-investitore; esso è situato fisicamente dentro l'ecosistema, con la sua scuola di *coding* nell'Hub, con il suo *network* di *alumni* che alimenta *deal flow* e *mentoring*, con la sua *governance* che permea le scelte strategiche del Gruppo. Questa densità di integrazione è ciò che rende il modello replicabile in termini di architettura ma difficilmente imitabile in termini di esecuzione, e costituisce la premessa logica necessaria per comprendere come LA4G, il fondo della *community* degli *alumni* analizzato nel paragrafo 4.3, possa operare con un *deal flow* di qualità già industrialmente validata, anziché costruirla dall'esterno come i fondi *alumni* di prima generazione.

4.3. LA4G, il Braccio Finanziario della *Community*

Arrivati a questo punto della trattazione, il passaggio dalla teoria al caso empirico non richiede alcun cambio di passo. Infatti, quasi tutto ciò che i capitoli precedenti hanno costruito trova in LA4G riscontro diretto. Non si tratta di una coincidenza, Luiss Alumni 4 Growth nasce esattamente per colmare le lacune che il mercato del capitale di rischio lascia sospese, e lo fa partendo da un'intuizione rara, ma semplice: il *network* di un ateneo, se mobilitato con i giusti mezzi, vale più di un intermediario finanziario generalista. La presente disamina si occuperà non solo di una descrizione analitica del modello adottato dal “braccio finanziario della *community*”, ma di centralizzare il ruolo dello stesso nell'ecosistema LUISS e di risolvere i dubbi e i limiti sorti nella trattazione dei capitoli precedenti.

A partire dal legame con la Terza Missione universitaria, discussa nel Capitolo 1, che trova qui la massima espressione. LA4G restituisce all'Ateneo una quota dei rendimenti generati dagli investimenti (e dovuti agli investitori) sotto forma di borse di studio, erogate perseguendo un obiettivo preciso: trasformare il successo imprenditoriale degli ex-studenti nell'accesso all'istruzione dei futuri talenti. Questa *mission*, concepita per essere un *loop*, trasforma il trasferimento tecnologico da obbligo istituzionale in processo economicamente sostenibile.

In questa sede, anche le frizioni di *governance* analizzate nel Capitolo 2 trovano una risposta concreta. LA4G separa nettamente chi supervisiona le scelte strategiche (c.d. *managing partners*) da chi le esegue (il

team di gestione), costruendo un sistema di deleghe e controlli che i fondi alumni di prima generazione (basati su reti informali di *business angel*) raramente riescono a replicare. Non è una struttura nata complessa per gusto, bensì come risposta minima necessaria per gestire il rischio di *moral hazard* in un contesto dove investitore e fondatore spesso si conoscono da prima che esistesse la *startup*.

Sul piano del *signaling* (tema centrale del Capitolo 3), il meccanismo è forse il più originale. In un mercato opaco come quello *early-stage*, l'appartenenza di una *startup* al perimetro “*Luiss-related*” non è solo un'etichetta di provenienza: è un segnale credibile di qualità che il mercato sa leggere. L'*alumnus* ha superato un filtro selettivo, ha lavorato in un contesto che valorizza rigore e metodo, porta con sé una rete di relazioni fiduciarie verificabili. Tutto questo abbatta i costi di selezione del fondo e riduce il rischio percepito dagli investitori nei *round* successivi. Il capitale relazionale smette di essere latente e diventa operativo.

La struttura del capitolo rispecchia questa voluta complessità. Si partirà dalla genesi del fondo e dalla logica dello *strategic giving back*, la filosofia con cui LA4G ha risolto la tensione tra rendimento finanziario e impatto sociale (paragrafo 4.3.1). Si passerà poi all'architettura del modello: come funziona il *club deal*, chi decide cosa, e perché questa struttura è più robusta di quanto sembri (paragrafo 4.3.2). Il paragrafo 4.3.3 analizzerà il ciclo di vita dell'investimento dal lato degli *alumni*: come nasce il *deal flow*, come viene selezionato, e come la *community* trasforma i propri membri da investitori passivi in portatori di conoscenza specialistica e abilitatori di *exit* strategiche. Il capitolo approderà, finalmente, nello sviluppo più recente nel campo della democratizzazione del capitale di rischio: il nuovo modello LA4Crowd, una piattaforma di *equity crowdfunding* nata per trasformare la massa critica di *alumni* in uno strumento di validazione sociale e finanziaria massiva, non solo capace di sostenere le *startup*, ma di accelerarne la crescita e la resilienza con una partecipazione diffusa.

4.3.1. Genesi e visione strategica: il modello ibrido

La nascita di Luiss Alumni 4 Growth si colloca in un periodo dove la maturazione del mercato del *venture capital* italiano e la ridefinizione dei confini operativi dell'Università LUISS Guido Carli trovano un punto di intersezione. Nel 2019 il presidente dell'Associazione Laureati Luiss Daniele Pelli e Michele Costabile, già docente e membro del *board* dell'Università, fondano LA4G sulla base di una consapevolezza: il capitale relazionale di un ateneo di eccellenza, se lasciato inespresso o confinato a logiche puramente associative, rappresenta un'inefficienza sistemica (come già trattato nel paragrafo 3.3). Il veicolo viene concepito come un'infrastruttura finanziaria con la *mission* (la prima visibile in superficie) di istituzionalizzare il legame tra *community* di *alumni* e ecosistema delle *startup*, superando il paradigma della “filantropia universitaria” (guardando ai modelli di successo oltreoceano) per basare le proprie fondamenta strategiche nello “*strategic giving back*” (la seconda *mission*). Questa visione aziendale trasforma l'atto donatorio verso l'ateneo non più un gesto a fondo perduto in un investimento consapevole in innovazione *Luiss-related*, fondandosi su una

semplice assunzione: il successo della singola *startup* genera una ricaduta positiva diretta sulla missione educativa dell'istituzione.

Tale principio appena esposto è riscontrabile operativamente nella retrocessione dei proventi del *management* (c.d. *carried interest*) che lo stesso destina integralmente al finanziamento di borse di studio per studenti meritevoli. Il meccanismo che intendono generare è quello di riconvertire il profitto, generato dalla commercializzazione di un'innovazione, in capitale umano, assicurando che l'affermazione economica delle imprese del *network* sia funzionale ad alimentare il diritto allo studio e la crescita delle future generazioni di talenti.

La "narrativa" del veicolo non si esaurisce nella sola dimensione legata al finanziamento delle borse di studio, ma si propaga in quattro altre direzioni che contribuiscono ad alimentare la gittata dell'ecosistema LUISS, e compongono questo meccanismo di "feedback relazionale". L'ipotesi alla base rimane quella del successo di una *startup* fondata, gestita, partecipata o comunque che ha un rapporto con un *alumnus*. Questa agisce come un potente meccanismo di "validazione del modello formativo" offerto dall'Ateneo, innescando un effetto che consolida la percezione del prestigio istituzionale (c.d. effetto di *signaling* istituzionale). Questo non solo impatta sulla posizione nei *ranking* internazionali, ma agisce sulla capacità di attrazione di talenti e corpo docenti di eccellenza, avendo questi riconosciuto l'impatto reale della formazione LUISS sull'imprenditorialità di successo. Un'ulteriore dimensione si manifesta nei meccanismi di "arricchimento del capitale cognitivo" (c.d. *knowledge transfer* bidirezionale); questi sono fenomeni in cui i *founder* si immettono nei processi didattici dell'Ateneo, riportano i loro casi aziendali in qualità di *mentor*, trasferendo conoscenza tacita e competenze chiave, assicurando che ricerca e didattica rimangano allineate alle nuove esigenze reali del mercato.

Contestualmente la crescita delle realtà imprenditoriali *Luiss-related* in *scale-up* produce un "rafforzamento dell'ecosistema di *placement*", che elegge la LUISS come bacino primario per il *recruiting* di talenti. Questo crea di fatto un canale preferenziale per carriere per neolaureati in contesti innovativi, migliorando in primis dati su occupazione e qualità degli sbocchi lavorativi post laurea. Al contempo, il *network* degli *alumni* tramuta in un datore di lavoro che favorisce la mobilità professionale dei talenti membri della *community*, offrendo agli studenti un'esposizione alle dinamiche di mercato in un modo difficilmente replicabile in contesti privi di un *network* qualificato. Infine, la capacità dell'Università di generare imprese di successo eleva essa stessa a *hub* di *open innovation*, attirando *partner* industriali e investimenti in ricerca commissionata o *joint venture* che garantiscono la sostenibilità di lungo periodo dell'istituzione, indipendentemente dalle fluttuazioni dei fondi pubblici. Si può concludere che i quattro pilastri del *feedback* relazionale restituiscono e, soprattutto, distribuiscono parte del vantaggio competitivo, ottenuto grazie a questa strategia reputazionale, a tutti i soggetti coinvolti, sia nel processo di investimento, sia quelli legati all'Università, potendo beneficiare tutti (seppur in misure diverse) del prestigioso *brand*.

La visione finora esposta trasponne l'Università dalla posizione di erogatore di formazione a un qualificato *partner* industriale e finanziario del *network*. Per l'*alumnus* investitore, l'adesione al progetto non risponde solo a una logica di diversificazione del portafoglio, ma alla volontà di partecipare attivamente al posizionamento dell'Ateneo come baricentro dell'innovazione a livello nazionale. L'ibridazione del modello garantisce inoltre una resilienza superiore: mentre i fondi di *venture capital* tradizionali sono strettamente legati ai cicli finanziari, LA4G trae forza dalla continuità e dalle sinergie derivanti dal legame associativo, permettendo una visione di lungo periodo (non osservando i tradizionali cicli di 5-10 anni) che è essenziale per il successo delle tecnologie di frontiera. A questo punto può concludersi che la genesi di LA4G segni il passaggio da un'università che osserva il mercato a un'università che contribuisce a crearlo, sfruttando i quattro vettori analizzati come catalizzatori di fiducia e il proprio *network* come motore di scalabilità per le imprese del futuro. Ciò che contraddistingue la *vision* strategica di LA4G e che ricalca la sintesi operativa dalla sua genesi, è questa concezione di *funnel* (un *loop* circolare). Il successo della singola *startup* consolida l'immagine dell'Università, che continua a generare conoscenza e quindi valore, grazie alla formazione di talenti, i quali immettono in tale circuito la loro competenza e innescano questo circolo virtuoso.

4.3.2. *Club deal* e architettura del fondo

Per abbracciare la filosofia descritta nel sottoparagrafo precedente, LA4G prende le distanze dal modello tradizionale dei fondi di VC a *blind pool*, dove l'investitore passivo delega l'investimento non conoscendo la destinazione di tali risorse. Al contrario, l'*Investment Club Advisory* architettato dai fondatori si propone di invertire questa logica. Ogni operazione individuata è un *club deal*¹⁰⁵ autonomo, rivolto a tutti i membri della *community* e rimandato alla discrezione del singolo. Ogni "invito" viene destinato ai suddetti membri accompagnato da una valutazione informata e supportata da un'attività professionale di pre-selezione. Questa "libertà di adesione" non è un semplice meccanismo di flessibilità, bensì risulta una risposta diretta al problema della relazione d'agenzia discussa nel secondo capitolo. In tal modo, il veicolo elimina l'asimmetria decisionale vigente tradizionalmente tra gestore ed investitore, abbracciando nella prassi un allineamento degli interessi che non viene postulato contrattualmente.

Sul piano operativo, l'elemento abilitante alla scalabilità di questa architettura societaria è il ricorso sistematico e progettato agli *Special Purpose Vehicles*. Con tale locuzione si indica un'entità legale autonoma (da LA4G), priva di attività pregresse, istituita con l'esclusivo intento di gestire un'operazione predeterminata. Una tale struttura permette di isolare il rischio finanziario associato al singolo investimento dal patrimonio della società madre e dei singoli investitori, rendendo l'esposizione circoscritta al capitale

¹⁰⁵ "Il *club deal* è una forma di investimento 'collettivo', che ben si adatta al tessuto industriale italiano. Si caratterizza per la presenza di più investitori, istituzionali o privati, che collaborano con l'obiettivo di finanziare principalmente startup oppure PMI. È quindi una 'società' tra investitori che uniscono le proprie risorse finanziarie, secondo una quota proporzionale rispetto all'intero importo dell'operazione" Deutsche Bank, 2023.

conferito, e quindi misurabile. Ogni *club deal* si concretizza in un veicolo societario dedicato, dentro cui confluiscono i capitali dei sottoscrittori, che includono i partecipanti alla piattaforma LA4Crowd, gli *alumni* del “Club 100” e i *Corporate Member* (che formano insieme l’*Investment Advisory Board*, o IAB). Questi ultimi comprendono aziende *partner* che aderiscono al programma con due diversi livelli di coinvolgimento: la *membership*, che prevede il co-investimento con il Club; e la *partnership*, con la quale si impegnano al solo sviluppo della *startup*. Con “Club 100” si intende invece il segmento principale degli investitori della *community* LA4G, composto da *top alumni* LUISS che aderiscono al programma di investimento. Il Club si distingue dal primo per la natura individuale dell’adesione e per il coinvolgimento in tutte le fasi del processo (dalla *pitch session* al *closing*). Il risultato nella *cap table* risulta meno intuibile, in quanto non include la bipartizione di investitori, ma solamente LA4G quale interlocutore istituzionale che rappresenta i soggetti investitori indipendentemente dal numero di aderenti.

La soluzione identificata dal veicolo risponde alla due finalità ben distinte. La prima riguarda la prospettiva della *startup* in merito alla *governance*; infatti, un solo soggetto in *cap table* preserva la necessità di una amministrazione societaria semplice, evitando quella frammentazione che rende complessa la risposta a momenti critici, dove è fondamentale una decisione (come un *round follow-on*, una *exit* o una ricapitalizzazione). Il secondo obiettivo riguarda la gestione interna di LA4G: l’accentramento contrattuale ed amministrativo in un unico veicolo semplifica le fasi di *signing*, *closing*, e di liquidazione. Lo SPV, in definitiva una struttura che consente al *network* di esprimere un peso istituzionale reale di fronte a fondatori e co-investitori.

A supporto del sistema di veicoli societari autonomi concorre una *governance* che ripartisce le funzioni vitali in tre unità operative con un perimetro d’azione definito e progettato per non farle sovrapporre tra loro. La separazione non è solo formale, ma è riscontrata nell’assegnazione esplicita, riportata nei manuali operativi, delle fasi del processo di investimento, rendendo tracciabile lo stesso sistema (chi è titolare di una funzione e chi invece ne supervisiona lo svolgimento).

Managing Partners - Michele Costabile e Daniele Pelli

Assimilabili solo parzialmente ai *General Partner* dei fondi VC generalisti, esercitano la funzione di indirizzo strategico sull’intero ciclo di vita dell’investimento. Nella prassi, il loro campo di intervento si concentra nei momenti di elevata complessità del contenuto decisionale, come la selezione finale delle *startup*, la raccolta dei *soft commitment* nella fase di *grey market test*, e la supervisione di *term sheet* e *closing*¹⁰⁶. Non rappresentano il fulcro dell’operatività del veicolo, ma ogni decisione strategica ha bisogno del loro avallo. Altra attribuzione fondamentale riguarda la loro centralità nelle interlocuzioni istituzionali, essendo rappresentanti del *network* e del *brand* LA4G verso l’ecosistema LUISS e verso l’esterno.

¹⁰⁶ Si precisa che nel paragrafo 4.3.3 verrà dettagliata la trattazione su tali processi inerenti all’investimento.

Team di Gestione

Questa unità rappresenta il motore operativo del processo, dalla quale dipende il successo o meno delle operazioni. Sono i responsabili del *deal flow* nella sua interezza, dalla *origination* allo *screening*. Si occupano della predisposizione delle schede sintetiche e degli *information memorandum*, coordinano i *meet-the-founder* con i *club member* e aggiornano i *database* di monitoraggio con cadenza bisettimanale. Nella fase successiva all'investimento, il loro ruolo non viene decentralizzato, in quanto sono addetti alla nomina del rappresentante di LA4G nel CdA della *startup* partecipata e organizzano, con cadenza trimestrale, sessioni di raccordo con i referenti nei *board* delle *target*. Ogni attività di *business development* viene tracciata in un *database* dedicato, che costituisce la memoria operativa dell'intero portafoglio. In tal senso, il *Team di Gestione* non opera come una struttura di *back-office*, ma rappresenta il punto di contatto tra il capitale e la prassi operativa delle *startup*, avente il compito di trasformare la prossimità al *network* in un valore quantificabile e distribuibile in ogni partecipata.

Legal Counsel

Quando si cita questa funzione si cade erroneamente in una trappola: il *Legal Counsel* coordina e supervisiona la *due diligence legale*, ma l'esecuzione può essere affidata a *legal partners*, mantenendo tuttavia ulteriori attribuzioni. Intervengono in modo sistematico nelle fasi in cui la dimensione contrattuale e normativa diventa critica: dalla firma degli accordi di riservatezza durante la predisposizione dell'IM, alla negoziazione e strutturazione del *term sheet*, fino al *signing* e *closing* sulla piattaforma CDFO (*Club Deal Fiduciaria Online*)¹⁰⁷. Il loro ruolo diventa particolarmente rilevante quando il *club deal* viene aperto alla piattaforma LA4Crowd: in quel caso presidiano la revisione statutaria con l'inserimento delle clausole specifiche per l'*equity crowdfunding* e verificano la conformità al Regolamento Consob, che impone, tra l'altro, che almeno il 5% degli strumenti offerti sia sottoscritto da investitori qualificati.

¹⁰⁷ È la piattaforma digitale attraverso cui LA4G gestisce operativamente l'intero processo di investimento. In questo canale il *club member* trova tutto il procedimento necessario all'adesione: si iscrive per aderire ai *club deal*, grazie ad uno strumento di firma digitale dei contratti di investimento e di gestione delle operazioni di versamento, nonché riepiloga le comunicazioni *post-closing* (quota investita, *pre-money*, *cap table* e *post-money*). Nel caso di apertura alla piattaforma LA4Crowd, viene utilizzata anche per la gestione delle campagne di *equity crowdfunding*, con il relativo conto tecnico indisponibile.

Fase del processo	<i>Managing Partners</i>	Team di Gestione	<i>Legal Counsel</i>
<i>Scouting e dealflow origination</i>	Supervisione	Titolare	Supervisione
<i>Screening e schede sintetiche</i>	Supervisione	Titolare	Supervisione
<i>Pitch session e selezione target</i>	Co-titolare	Co-titolare	Supervisione
Predisposizione <i>IM</i>	Supervisione	Titolare	Supervisione
<i>Grey market test</i>	Titolare	—	—
<i>Term sheet e due diligence</i>	Titolare	Supporto	Co-titolare
<i>Signing e closing</i>	Titolare	Supporto	Titolare
Apertura LA4Crowd	Titolare	—	Titolare
<i>Governance e monitoring</i> (post-investimento)	Supervisione	Titolare	Supervisione
<i>Exit e follow-on funding</i>	Co-titolare	Co-titolare	Co-titolare

Tabella 2 - Tripartizione delle funzioni aziendali

Questa separazione illustrata nella precedente disamina e nella tabella non è solo una ripartizione organizzativa dei ruoli, ma è ciò che rende il processo di investimento replicabile e "industrializzabile". Il socio smette di essere un semplice portatore di capitale e diventa parte di un sistema in cui la competenza del *team* di gestione e la massa critica del *network* si traducono in un vantaggio negoziale tangibile.

La presente analisi fa emergere una conclusione fondamentale in merito all'architettura di LA4G: una tale complessità non è fine a sé stessa. Il *club deal*, così inteso, contribuisce alla trasformazione di una densa ed eterogenea *community* di *alumni* in un soggetto istituzionale unico e coeso. Lo SPV ne è l'espressione giuridica, la governance il meccanismo di controllo e la piattaforma CDFO il canale operativo. In maniera congiunta e interattiva, questi tre elementi risolvono il rischio di frammentazione e la sua declinazione verso la *startup* (nella *cap table*) e verso l'interno (uniformando il processo decisionale).

Una tale trattazione è funzionale alla comprensione dell'intero ciclo di investimento, che sarà oggetto di discussione del paragrafo che segue.

4.3.3. Il ciclo di investimento: dal *deal flow* al nuovo ruolo degli *alumni*

La trattazione del sottoparagrafo precedente si è soffermata esaurientemente sulla descrizione dell'architettura del sistema, rispondendo nei vari punti di intervento a tre principali questioni: dove è il processo decisionale, con quali strumenti opera e in base a quali regole. Il presente paragrafo ne analizza invece il funzionamento dinamico, attraverso la disamina passo per passo del processo di investimento, e di come questo sia diverso da quello rappresentato come lineare nei fondi tradizionali. Il meccanismo oggetto di questo sottoparagrafo prevede che l'*alumnus* entri a far parte del capitale, non più come un comune sottoscrittore, bensì come attore attivo e consapevole della selezione. Il fattore distintivo, che allontana tale modello da quello generalista, è la risposta operativa alle distorsioni derivanti dal *bias* omofilo, analizzate nel Capitolo 3. Il veicolo attua questo cambio di passo partendo da un altro semplice concetto: se si coinvolgono gli *alumni* nelle fasi chiave, la distribuzione delle responsabilità in merito alla valutazione dei processi è il principale anticorpo contro i rischi del *groupthink*, che coinvolge generalmente i fondi *alumni-based* di prima generazione.

Ai fini di questa articolata disamina si tratteranno le otto fasi sequenziali indicate nei manuali operativi, dalla *origination* al *closing*, considerando anche l'eventuale estensione all'investimento fruibile mediante piattaforma LA4Crowd.

Scouting e deal flow origination.

Una delle principali attribuzioni del Team di Gestione è quella di presidiare sistematicamente l'ecosistema *startup*, solitamente attraverso quattro canali paralleli: il costante monitoraggio di circa trenta *newsletter* e

piattaforme settoriali (DealRoom, BeBeez o Aifi tra tutte); incontri a cadenza trimestrale con *partner* istituzionali del *network* (acceleratori, incubatori e fondi che co-investono con LA4G); partecipazione diretta a *demo day*, *pitch session* e *roadshow*; l'attivazione della rete di *alumni* stessa grazie al canale sulla piattaforma web dedicato alle candidature spontanee.

Riprendendo le fondamenta di questo paragrafo, si ritiene opportuno ribadire il criterio selettivo che governa questa fase, ovvero il carattere *Luiss-related*: una *startup* viene presa in considerazione quando almeno uno tra fondatore, manager o investitore è laureato LUISS. Non è una pura formalità, ma è uno strumento che, come ampiamente discusso nel Capitolo 3, riduce costi di *sourcing* e abbassa le barriere di fiducia nelle fasi iniziali di valutazione dell'affare. Ogni *deal* intercettato dal *team* nelle diverse sedi viene poi prontamente registrato nel *Dealflow Database*; questa è l'*hard disk* operativo del veicolo che racchiude tutte le opportunità disponibili nella forbice del veicolo. Queste vengono discusse collegialmente tra Team di gestione e *Managing Partners*, in una riunione preclusa alla *community* allargata, il cui ordine del giorno è il sommario delle note preliminari e l'aggiornamento delle novità del *database*. Una volta ultimata questo procedimento si passa alla fase successiva dello *screening*.

Ciò che distingue questo processo dai fondi tradizionali non è tanto la varietà dei canali di monitoraggio, quanto la natura del filtro che li governa. Un fondo generalista costruisce il proprio *deal flow* sul mercato aperto, competendo con altri investitori per accedere alle stesse opportunità. LA4G, invece, intercetta le *startup* prima che diventino contendibili, sfruttando una rete di relazioni fiduciarie che, seppur in modo controintuitivo, non restringe il perimetro d'azione: lo rende proprietario, trasformando il *network* in un canale di *sourcing* esclusivo che abbatte i costi di ricerca e riduce strutturalmente il rischio di selezione avversa.

Screening

Le imprese innovative che superano il primo filtro entrano nella seconda fase, quella di *screening*. Il protagonista rimane il Team di Gestione, che si occupa di partecipare a sessioni *one-to-one* con il *management* delle *startup*. Sulla base dell'analisi delle interazioni generate, l'unità operativa procede all'elaborazione di schede standardizzate che sintetizzano principalmente sei elementi: il *business model* della *startup*, stato di avanzamento nel ciclo di vita dell'impresa, opportunità di mercato, analisi della concorrenza, profilo del *management* e *traction*¹⁰⁸ economico-finanziaria.

Una volta "scannerizzata" la *startup*, è necessario puntualizzare i criteri valutativi, di cui i manuali operativi parlano chiaro, caratterizzati da una peculiare e voluta selettività. Difatti il Team di Gestione privilegia

¹⁰⁸ Indica la capacità di generare interesse, crescita misurabile e aderenza al mercato. In sintesi è la validazione del prodotto dal lato della domanda.

imprese in fase *post-seed*, il cui modello di *business* è già validato dal mercato, e che presentano un *track record* già misurabile. Il veicolo è più propenso a mediare il processo di investimento di *startup* supportate da investitori in *stealth mode*¹⁰⁹, gestite da *team* con competenze eterogenee e trasversali. Il *focus* di questo stadio del ciclo di investimento non è posto sul mero accumulo di massa critica di affari identificati come potenziali candidati, ma sulla costruzione di uno “zoccolo duro” (poche ma buone, o meglio eccellenti) che regga l’esposizione alla platea di *alumni*. Le schede così predisposte vengono condivise con i *Managing Partners* con lo scopo di ottenere l’autorizzazione a procedere allo svolgimento della fase successiva.

Pitch session

A questo punto, l’attenzione si sposta sul fronte interno all’organizzazione. Le *startup* selezionate nella seconda fase vengono invitate ad un *pitch day*, un evento in cui si confrontano con il team di investimento di LA4G e i membri dello IAB. Questo rappresenta il momento cruciale in cui la *community* entra come protagonista attiva nel processo di investimento.

Al termine delle varie sessioni, i membri dell’IAB compilano un form valutativo che raccoglie i commenti e le impressioni su ciascuna *startup* partecipante. Quello che potrebbe sembrare un banale form valutativo assolve all’istituzionalizzazione del dissenso nella fase più precoce del processo, prima che si formi un orientamento dominante all’interno del Team di Gestione. In questa sede si può analizzare un ulteriore punto di svolta rispetto ai fondi generalisti, in cui tale meccanismo di controllo (documentato da Wang e Gompers) funge da fattore distintivo dei fondi eterogenei e performanti da quelli omogenei e stagnanti. La veracità di questa prassi restituisce che solamente le *startup* che raccolgono un riscontro positivo dal *board* procedono alla predisposizione dell’*Information Memorandum*, evidenziando un processo democratico, dove è la maggioranza del popolo di investitori ad avere voce in capitolo sulle decisioni di investimento.

Information Memorandum

Per ciascuna *startup* che supera il vaglio democratico dei *pitch day*, il team operativo di LA4G predispone un *Information Memorandum*, che rappresenta il primo documento di analisi, non più sintetica, ma strutturata in modo tale da essere destinata ai diretti interessati (i *club member*). Il documento entra nel dettaglio rispetto alla scheda sintetica, esordendo con un’analisi della storia e dell’assetto proprietario della *target*, per poi occuparsi, nella stessa sede, di elaborare una *SWOT analysis*¹¹⁰, mirando a comprendere le componenti qualitative del potenziale vantaggio competitivo in capo alla *startup*. Infine, viene effettuata una prima valutazione preliminare (*pre-money*, ma non vincolante), sulla base delle dimensioni

109 Tali operatori sono appunto fondi di Venture Capital, Angel Investor, investitori specializzati su fasi *pre-seed* e *seed*, che ricercano innovazioni radicali.

110 Matrice strategica che racchiude fattori interni (punti di forza e debolezza) ed esterni (opportunità e minacce)

economico-finanziarie apprese. Per la costruzione di un *track record* da utilizzare come punto di riferimento, il *team* firma accordi di riservatezza per condurre sessioni di approfondimento con il *management*, attingendo anche a competenze settoriali presenti nel *Club 100* e del *Corporate Club*.

L'IM viene inviato a questi ultimi due organi, corredato di almeno due proposte di incontro diretto con i fondatori, nei cosiddetti "*meet the founder*", sessioni di Q&A in cui *alumni* possono interrogare personalmente il *team* imprenditoriale. Il passaggio in questione è estremamente rilevante se visto nella prospettiva del Capitolo 2; da un punto di vista in cui l'*alumnus* ha accesso diretto alla fonte, questa forma di *due diligence* che ne consegue non può avere precedenti nei fondi tradizionali, sfruttando la prossimità fiduciaria del *network*.

Grey market test

Dopo i *meet the founder*, i *Managing Partners* procedono a raccogliere le manifestazioni di interesse (in questa sede ancora non vincolanti) da parte dei membri del *Club 100* e del *Corporate Club*. Ogni *alumnus* esprime la propria disponibilità massima per ciascuna *startup* presentata, registrata in un file dedicato che mappa le dichiarazioni di intenti *deal per deal*.

La definizione dei manuali operativi di *grey market test* fornisce il meccanismo più originale dell'intero processo. Il termine riprende per analogia il concetto finanziario di *grey market* (il mercato informale in cui si formano i prezzi sui titoli su cui pende il *lock-up*), trasponendolo nel contesto dei *club deal*. In questo modo LA4G sonda in modo informale la propensione dei propri membri a partecipare, raccogliendo segnali di prezzo e di domanda in un momento in cui l'operazione non è ancora formalizzata e vincolante tra le parti. Questo non si riduce ad una mera raccolta di adesioni, bensì in un sondaggio di mercato interno che il *team* usa per decidere dove allocare le risorse nelle fasi successive. Oltre ad una mancata validazione interna (e quindi anche del mercato), un *deal* che non raccoglie sufficiente interesse può essere abbandonato o rallentato, evitando dal principio di impegnare risorse su *due diligence* completa. Detto altrimenti, il *network* degli *alumni* funge qui da meccanismo di pre-validazione autonomo, esercitando un ruolo che nei fondi tradizionali spetta esclusivamente ai GP.

Investment Memorandum Clubdeal Proposal

I *deal* che sopravvivono a questo processo di stringente selezione evolvono verso la redazione dell'*Investment Memorandum Clubdeal Proposal* (o IMCP). Questo si presenta come il documento definitiva che integra l'IM originario con i *feedback* aggiuntivi ricevuti in fase di *grey market* e la sintesi della *due diligence* preliminare. Con questo passaggio si richiede una formalizzazione dell'interesse, sottoponendo l'IMCP al *Club 100* e al *Corporate Club* con lo scopo di raccogliere adesioni vincolanti all'operazione.

Parallelamente a questa formalità, si avvia un processo che ha una natura completamente diversa. Il costo sostenuto da un fondo generalista per “portare a bordo” (c.d. costi di *onboarding*) un investitore risultano talvolta elevati e riducono al contempo la frizione operativa, rendendo tale processo meccanico e dispendioso. Per abbattere questa criticità, LA4G richiede l’estensione alla piattaforma CDFO (per la definizione si veda la nota 105), che prevede un’iscrizione *una tantum* per ogni investitore (che non viene ripetuta per ogni *club deal*). In questo modo si rende il meccanismo di partecipazione più fluido e ripetibile, a fronte del sostenimento di costi relativamente contenuti.

Term sheet, due diligence e closing

Una volta superata la fase di adesione vincolante, il processo entra nella fase più tecnica, dove verranno non solo richiamati concetti ampiamente discussi nel Capitolo 2, ma troveranno finalmente un’applicazione pratica.

In questo stadio del ciclo di investimento, i *Managing Partner* assumono il controllo sulla negoziazione, procedendo all’elaborazione del *term sheet* con la *startup*. A tal fine sarebbe utile ribadire la peculiarità di tale documento, come non vincolante, ma che definisce i termini economici (*economics*) e le clausole di *governance* (*control*) che condizioneranno il contratto definitivo. Al contempo, il *Legal Counsel* avvia e coordina la *due diligence*, articolata in quattro filoni simultanei: contabile, legale, fiscale e di *business*. L’esecuzione di tale fase può essere affidata a *legal partner* e *advisor* esterni (ingaggiati però caso per caso), e il comparto legale di LA4G ne supervisiona il lavoro.

Una particolarità di questo processo rispetto ai fondi tradizionali prevede l’eventuale riferimento alla rete di *alumni*, come fonte di *expertise* settoriali, coinvolgendo professioni che operano nei medesimi settori o in quelli complementari rispetto alla *target*. La *community*, che in prima istanza aveva già agito da filtro di mercato (nel *grey market test*) ora interpreta un contribuente attivo in tale processo, con la mera finalità di assicurare la qualità dell’analisi. In questo modo, la fase di negoziazione e *due diligence* non apparirà più come dispendiosa e sensibile a qualsiasi criticità, bensì, rafforzata da questa collaborazione, ridurrà i costi di ricerca e renderà più robusta la struttura operativa del fondo.

Una volta esaurite queste funzioni, si apre la fase del *closing*, con la predisposizione dell’accordo di investimento definitivo, che viene elaborato dal *Legal Counsel* insieme ai *legal partner*, e poi verificato rispetto alla proposta concordata con la *startup* nel *term sheet*. Avvenuta la formalizzazione dei contratti, sulla piattaforma CDFO vengono aperte le firme digitali e vengono inviate le istruzioni per il versamento della quota e della *advisory fee*. Al completamento di tutte le operazioni di aumento di capitale (AUCAP) dello SPV dedicato, tutti i partecipanti ricevono una comunicazione che sintetizza i dati salienti

dell'investimento, come quota e *pre-money valuation*, *cap table* e la lista dei soci del veicolo societario costituito.

È questo il momento in cui la voluta complessità dell'architettura descritta nel 4.3.2 spiega le sue ragioni e si concretizza nella sua interezza: lo SPV è costituito, LA4G entra in *cap table* come unico interlocutore istituzionale, e ogni *alumnus* conosce con precisione la propria esposizione e il proprio posto nel sistema. Il *closing* non chiude, tuttavia, il ciclo di investimento, lo trasforma, avviando la fase di gestione attiva della partecipata descritta nella fase subito successiva.

Fase post-investimento

Nella fase prossima al *closing*, la *startup* entra a tutti gli effetti in portafoglio, e il TdG deve assolvere a due funzioni di rilevante importanza nella visione pos-investimento. Deve nominare innanzitutto un rappresentante di LA4G nel CdA della *target*, con funzione di componente effettivo o, talvolta, di uditore. Come trattato nei capitoli precedenti, nei fondi tradizionali la presenza nel CdA risponde ad una logica di *binding authority* (controllo e monitoraggio del capitale investito), volta a proteggere la posizione dell'investitore e prevenire il *moral hazard* del fondatore. Per LA4G questa funzione è ritenuta necessaria, ma non sufficiente. Il rappresentante presso il Cda assolve ad un secondo compito, quello di tenere attivo il canale tra *startup* e *network*. Attraverso tale referenti il TdG riceve aggiornamento sullo stato di operatività della partecipata e identifica i momenti chiave dove attivare *alumni* con specifiche competenze o relazioni commerciali rilevanti per una determinata fase. È questo il momento in cui si trasforma il capitale collettivo della *community* in *smart money*.

Una terza dimensione riguarda specificatamente il modello *Luiss-related*. Difatti, il rappresentante di LA4G porta nel *board* il peso specifico del fattore reputazionale dell'istituzione. Quando un ex-studente qualificato siede nel CdA, questo segnala alla sfera di influenza della *startup* (co-investitori, potenziali clienti e fondi per successivi *round*) che quella impresa è stata selezionata, monitorata e sostenuta da un *network* istituzionale verificabile. L'effetto di *endorsement* che ne consegue è qualcosa che i fondi generalisti non possono replicare con la sola presenza di un GP.

Al contempo il TdG avvia un sistema di *monitoring* architettato su report periodici: aggiornamenti bisettimanali del *database* di *business development*, sessioni trimestrali di raccordo tra il *team* e i referenti nei *board*, presentazioni periodiche dello stato di avanzamento negli incontri dell'IAB.

Il ruolo degli *alumni* subisce la trasformazione più significativa, grazie al coinvolgimento degli stessi nella ricerca di opportunità commerciali, apertura di sbocchi di mercato, nel supporto al *recruiting* e nella costruzione di contatti futuri per *round* di investimento successivi o talvolta di percorsi di *exit*. Grazie

all'architettura costruita il sistema aggregato di investitori diventa un'infrastruttura di creazione di valore, dove ogni membro è un potenziale abilitatore di crescita per le partecipate.

Conclusioni

Prendendo in considerazione, una volta per tutte, il ciclo nella sua interezza, ciò che emerge non si riduce in un processo di investimento solamente ben strutturato. L'infrastruttura che ne deriva è un sistema in cui ogni fase risolve un problema preciso, la cui disamina è avvenuta nei precedenti capitoli: lo *scouting* azzera i costi di selezione avversa; lo *screening* e il *pitch day* distribuiscono il processo di valutazione oltre i confini, estendendolo al di fuori del TdG; il *grey market test* sostituisce l'intuizione del GP con un segnale di qualità indiscutibile, in merito alle possibilità di mercato; la *due diligence* e il coinvolgimento degli *alumni* saldano la robustezza di un'analisi che solitamente pecca di solidità; il *closing* su CDFO rende standardizzata l'esecuzione rendendola replicabile e a basso costo. Infine, la presenza nel CdA trasforma la partecipazione degli *alumni* in un presidio continuativo di valore.

Nella configurazione originaria del ciclo, questo non risolveva una questione di scala. Il *Club 100* e il *Corporate Club* sono una fascia sicuramente qualificata della *community*, ma rimangono una platea ristretta che tiene fuori decine di migliaia di laureati distribuiti in tutto il mondo e in tutti i settori. Questa architettura non riesce a mobilitare nel processo di investimento discusso finora un potenziale latente inquantificabile, per quanto riguarda capitale, competenze e validazione sociale.

Per rispondere a tale asimmetria LA4G crea LA4Crowd, come estensione del perimetro di partecipazione. Come si tratterà nel paragrafo seguente, aprire il processo di investimento all'intera *community* di *alumni* (attraverso una piattaforma di *equity* regolamentata) è una scelta volta a democratizzare lo stesso processo, ma non solo. Questa nuova visione è un atto che rende giustizia alla missione originale: trasformare il *network* in un motore collettivo di crescita, in cui il confine tra investitore e sostenitore si assottiglia fino a scomparire.

4.3.4 Democratizzazione del capitale di rischio: LA4Crowd

Come accennato nel sottoparagrafo precedente, l'architettura originale (SPV, tripartizione della *governance*, ciclo di investimento) è un sistema costruito per la precisione e per la qualità. Il *Club 100* e il *Corporate Club* garantiscono qualità della selezione e allineamento degli interessi, ma sono per definizione una platea ristretta e qualificata di persone. LA4Crowd nasce proprio con l'intento di rispondere a questa limitazione strutturale, estendendo il perimetro della partecipazione all'intera *community* attraverso una piattaforma di *equity crowdfunding* gestita in collaborazione con ClubDealOnline.

Si ritiene è opportuno puntualizzare che il meccanismo introdotto da LA4G non va a sostituire la struttura originaria, ma si pone in una fase successiva a quella descritta nel 4.3.3. La piattaforma, infatti, si attiva solamente dopo il completamento dell'*iter* per il *Club 100*. Di conseguenza, solo le *startup* che hanno superato l'intero ciclo di selezione accedono a questa estensione, garantendo così agli *alumni* estranei al *Club* la possibilità di investire in imprese validate e che hanno ricevuto il sigillo istituzionale. Il *crowdfunding* operato da LA4G diviene uno strumento con una duplice funzione, quella di validazione sociale amplificata oltre che quella di canale di raccolta fondi.

Le piattaforme di *equity crowdfunding* sono organismi regolamentati (dalla Consob), e in quanto tali devono rispondere ad una serie di adempimenti tecnici e normativi, che vengono coordinati dal *Legal Counsel*. Questi procedono con la redazione e la consegna di un prospetto informativo (documento di *disclosure* che descrive in maniera trasparente i termini dell'offerta) alla piattaforma, seguito dall'eventuale revisione dello statuto della *startup*, qualora questa non preveda clausole specifiche per l'*equity crowdfunding*. Viene contestualmente aperto un conto tecnico vincolato, che raccoglie i capitali durante la campagna e aperto alla disponibilità del veicolo solamente al raggiungimento di un predeterminato tetto di raccolta. L'unità legale è tenuta a verificare la conformità al Regolamento Consob, che impone la sottoscrizione di almeno il 5% degli strumenti offerti (3% se ad emettere gli strumenti è una PMI con bilancio certificato) da parte di investitori istituzionali, come fondazioni bancarie, incubatori e investitori professionali di diritto.

La campagna si considera chiusa quando l'obiettivo di raccolta è stato raggiunto e il termine stabilito è trascorso. Al ricevimento dell'ultima adesione, la normativa prevede un periodo di 14 giorni per l'eventuale esercizio del diritto di recesso da parte degli investitori, al termine del quale il conto viene svincolato e poi trasmesso alla *startup*. Un ulteriore adempimento è esaurito dal commercialista della *target*, che invia le indicazioni delle quote da registrare presso la Camera di Commercio.

La reale portata strategica di LA4Crowd non si esaurisce nella raccolta di capitali aggiuntivi, ma nell'aprire l'investimento all'intera *community* alumni. Ciò significa attivare una rete di sostenitori, quali professionisti, manager, imprenditori che, anche con *ticket* di investimento minimi, diventano *stakeholder* diretti nel successo della *startup*. Ogni *alumnus* che partecipa a una campagna LA4Crowd diventa un potenziale cliente, un *ambassador*, un referente commerciale o un punto di accesso a nuovi mercati. È la logica del *give-back* portata alla sua massima estensione, e non più limitata ai top alumni del Club 100, ma diffusa all'intera massa critica del *network* LUISS.

4.3.5 Analisi comparata tra LA4G e modelli VC

Una volta descritta l'architettura dell'*investment club* nelle sue fasi sequenziali, è essenziale sottoporre il modello ad una valutazione comparativa. La seguente disamina non avviene per smontare quanto affermato

finora, bensì per comprendere dove LA4G aggiunge valore rispetto alle alternative, e dove riduce la propria portata di efficacia che il solo rigore delle procedure non è capace di risolvere.

Il termine di confronto più immediato è con il fondo di *venture capital* tradizionale (o a *blind pool*), modello in cui il gestore opera con piena discrezionalità operativa. Ciò vuol dire che il LP conferisce il capitale mediante acquisizione di un *ticket* di investimento (*una tantum*), rinunciando contestualmente al controllo del processo decisionale, che perdura per l'intera durata del fondo. LA4G in tal senso inverte la logica perseguita da un fondo generalista. Assumendo la forma di *investment club* ogni *club deal* è aperto alla *community*, ciascun *alumnus* ha libertà di adesione e la valutazione dell'investimento coinvolge attivamente il pubblico a cui si rivolge. Un'ulteriore vantaggio misurabile riguarda la relazione d'agenzia, in quanto l'asimmetria, tipica del modello tradizionale, esistente tra gestore e investitore, viene compressa nel suddetto modello. La compressione, piuttosto che l'eliminazione di tale fattore, merita di essere resa esplicita. LA4G lo fa mediante due meccanismi. Il primo riguarda la trasparenza del processo. Con la presentazione dell'*IM* alla *community*, il *grey market test* e la *pitch session* aperti, il fondo rende la qualità del lavoro del TdG osservabile prima della decisione di investimento, a differenza di quella a posteriori. Nei modelli tradizionali infatti il LP può accertare questa determinante di successo solamente al momento dell'*exit*. Il secondo meccanismo di riduzione dell'asimmetria informativa si ripresenta nel momento in cui uno o più *alumni* si astengono dal *deal*. Questo, insieme ad un numero basso di iscrizioni sono un segnale che il *team* non può ignorare senza conseguenze. Se si combinano questi due meccanismi, il gestore non può che essere costretto ad una giustificazione continua delle proprie scelte, rafforzando una relazione con l'investitore che nel *blind pool* non è strutturalmente prevista. L'asimmetria informativa residua non scompare, perché il team di gestione mantiene vantaggi cognitivi e relazionali che l'*alumnus* medio non può replicare; ma questa asimmetria cessa di essere opaca, e con essa si riduce lo spazio in cui il *moral hazard* può manifestarsi senza conseguenze.

Esiste un limite reale afferente a questa apertura alla *community*, e della conseguente libertà di adesione. Ed è riscontrabile nell'impossibilità strategica di una pianificazione di portafoglio. Una strategia di investimento è subordinata al consenso degli *alumni*. Così emerge un rovescio della medaglia meno intuibile e nascosto: un gestore che sa di essere giudicato operazione per operazione da una *community* di professionisti con *background* giuridico-economico viene esposto a un incentivo di autocensura selettiva. Egli tenderà, infatti, a portare nel processo di valutazione *deal* che gli *alumni* potrebbero considerare attrattivi, e non necessariamente quelli con il miglior rischio-rendimento atteso. Le *startup* più difficili da valutare per una tale *community* (*deeptech* o semplicemente mercati emergenti sconosciuti all'ecosistema romano) sono le tipologie che una platea di investitori non specializzati tende a sottostimare in fase di *grey market test*. Nei segmenti dei *top-tier* le operazioni più significative per dimensioni sono quelle inerenti a innovazioni

radicali, che il mercato non capisce al momento della selezione. Un meccanismo che per struttura è volto a penalizzare l'incomprensibilità rischia sottovalutare queste innovazioni.

Il confronto con i grandi fondi *endowment* (Harvard e Stanford), descritti precedentemente come l'architettura per eccellenza del capitale universitario istituzionalizzato, risulta legittimo per collocare LA4G nel segmento in cui opera. I suddetti veicoli gestiscono masse nell'ordine di decine di miliardi di dollari, operano con strutture professionali stabili di centinaia di analisti, e accedono al *deal flow* di VC *top-tier* come LP privilegiati, grazie ad una reputazione costruita in decenni. Il piano di sofisticazione in cui si colloca LA4G è strutturalmente diverso, ma il punto cruciale di questa comparazione non è la disparità dimensionale tra questi veicoli, ma quella afferente al segmento. Gli *endowment* non operano nel *pre-seed* e il *post-seed* precoce per ragioni legate alle soglie minime di investimento e alla dispendiosa *due diligence*, che rendono antieconomica qualsiasi operazione sotto una determinata dimensione di *ticket*. In quello spazio, sistematicamente vuoto, opera Luiss Alumni 4 Growth. I due modelli non sono in competizione, si collocano su due livelli complementari della catena del valore dell'innovazione. Uno non potrebbe operare per natura nel segmento dell'altro, per questo non vanno confrontate direttamente, ma se vengono rimosse tali asimmetrie incrociate, emerge l'efficacia di entrambi i modelli.

Il paragone più rilevante è quello che incarna più la natura del fondo. Gli *investment club* di prima generazione vengono definiti nel paragrafo 3.1.2 come strutture informali prive di architettura di valutazione codificata. In quei veicoli il capitale relazione viene mobilitato senza un'istituzionalizzazione che ne regoli il funzionamento. Le decisioni riflettono la fiducia interpersonale più che l'analisi del merito della singola *startup* e il consenso è una norma sociale, mentre il dissenso viene rigettato. Il *bias* omofilo in questi modelli risulta come la certezza di una struttura che lo normalizza senza mitigarne i rischi associati. LA4G supera questo schema in un punto cruciale: la separazione tra chi origina il *deal* e chi lo valuta. Questa è resa esplicita nei manuali operativi, tracciabile nel processo a otto fasi e viene esemplificata da strumenti come il *grey market test* e i *form* anonimi di valutazione. La differenza evidenziata in questa sede non è riducibile ad un rigore minore o maggiore nell'applicazione del medesimo modello. Il vero fattore distintivo è la trasformazione della *community*, messa in atto da LA4G, da contesto di selezione informale a infrastruttura con ruoli separati e responsabilità assegnate. Questo è il contributo più originale del modello rispetto ai suoi predecessori di prima generazione: non il fatto di usare la rete *alumni* come canale di *deal flow* (pratica ormai diffusa in numerosi veicoli comparabili) ma il fatto di averla ingegnerizzata come processo industrializzabile, in cui la fiducia è uno strumento controllato e non una variabile libera di vagare in qualsiasi sua declinazione operativa.

Su questa ingegnerizzazione risiede il limite strutturale più importante del modello nel confronto con i *club istituzionali* più evoluti. I manuali operativi utilizzano un potente rigore metodologico nel definire il processo di investimento, lasciando però una questione in sospeso: il *follow-on*. La gestione dei *round*

successivi per un qualsiasi fondo VC è il momento più critico, ancor di più rispetto all'ingresso nel capitale di una *startup*. Nel VC tradizionale quando sussiste una fase di stress in una delle imprese partecipate (ritardo sui *milestone*, esigenza di *bridge financing*, estensione della *runway*), il *management* interviene tempestivamente per proteggere la propria quota, soprattutto come segnale agli investitori. In LA4G, la criticità principale consiste nel dover ricostruire ogni *follow-on* come un nuovo *club deal*, e conseguentemente a un nuovo *grey market test* e a una raccolta adesioni. Il rischio più esemplare in questa fase è che l'approvvigionamento di capitale crolli esattamente nel momento di maggiore bisogno della partecipata. È un dato di fatto che una *startup* in difficoltà diviene meno attrattiva e convincente da presentare alla *community* rispetto a una in crescita. I processi successivi all'investimento prevedono un monitoraggio trimestrale e sessioni di revisione strategica con i *founder*, volte a tutelare il valore dell'investimento. Tuttavia, questo meccanismo viene ridotto a presidio informativo, che fatica a tradursi in un intervento finanziario repentino (vincolato al consenso della *community*). Il modello, dunque, si presenta più robusto nella fase di selezione che in quella di sostegno alla crescita, facendo emergere una asimmetria che il confronto con i club istituzionali, dove il capitale *committed* è disponibile per l'intera vita del veicolo, rende evidente.

Dove invece il modello non ha ancora dimostrato nulla di verificabile riguarda i ritorni finanziari. Un processo ben costruito seleziona meglio, ma non può garantire *performance* superiori in un segmento (il *pre-seed* italiano) in cui la scarsità di *startup* con reale potenziale di scalabilità rimane il vincolo strutturale più stringente, più della disponibilità di capitale e della qualità del processo. Al momento della redazione di questo lavoro, il portafoglio di LA4G conta otto investimenti accertati¹¹¹ e due *exit* parziali (di cui una sola documentata): Insoore e Keyless¹¹², quest'ultima acquisita da Ping Identity nel 2025 dopo un percorso che ha portato il *funding* totale del veicolo a trenta milioni di dollari e una crescita dei ricavi del settecento per cento anno su anno nell'esercizio precedente all'*exit*. Si tratta di un segnale che la selezione ha funzionato, almeno in un caso paradigmatico. La precedente trattazione si ritiene ancora insufficiente per una valutazione sistematica del modello. Il verdetto definitivo lo daranno le *exit* sui restanti investimenti in portafoglio, non l'architettura del processo che le ha prodotte.

Prima di esaurire le conclusioni della valutazione del modello, è di fondamentale importanza affrontare la questione che vede confrontarsi le *performance* dichiarate con i dati di mercato. La risposta richiede una premessa metodologica obbligata. LA4G non ha pubblicato IRR certificati da soggetti indipendenti, né multipli di portafoglio verificabili. Questo non è un'anomalia per un veicolo di una tale dimensione e anzianità (infatti la maggior parte dei *club deal* italiani opera con la stessa opacità) ma è un limite che va riconosciuto esplicitamente, perché impedisce qualsiasi confronto diretto con i *benchmark* di settore. Ciò che

111 CB Insights (2025). *Luiss Alumni 4 Growth – Investor Profile*.

112 Startupbusiness.it (2025). “Cybersecurity, Ping Identity acquires Keyless Technologies”.

è invece parzialmente ricostruibile da fonti terze è il profilo del portafoglio, su cui tuttavia le fonti disponibili non concordano pienamente. LA4G dichiara sul proprio sito¹¹³ istituzionale un portafoglio di quattordici investimenti realizzati tra il 2019 e il 2024, con un *ticket* medio nell'ordine dei centomila euro per operazione. CB Insights, che censisce le operazioni documentate pubblicamente attraverso *filing* regolatori, comunicati stampa e *database* di settore, traccia invece otto investimenti nello stesso arco temporale. Questo disallineamento di informazioni tra le due fonti non implica necessariamente un'incoerenza. Una parte delle operazioni realizzate in struttura *club deal* su piattaforma fiduciaria privata (CDFO) può non generare un'informativa pubblica sufficiente a essere censita dai *database* internazionali, soprattutto nelle fasi *pre-seed* in cui la *startup* non ha ancora effettuato *round* strutturati con investitori istituzionali. Per assolvere al completamento di questo esame, si utilizzerà la fonte terza verificabile al fine di assumere una posizione conservativa, riconoscendo però che il portafoglio effettivo potrebbe essere più ampio. Le *exit* documentate da entrambe le fonti sono due: Insoore e, soprattutto, Keyless, il secondo investimento della storia di LA4G. Quest'ultima è la vicenda che permette di avvicinarsi a una valutazione approfondita del modello.

Keyless è una *deeptech* fondata da un *team* italiano a Londra nel 2019, specializzata in autenticazione biometrica *privacy-preserving*. LA4G è entrata nel capitale nelle fasi iniziali, prima che la *startup* raccogliesse i *round* successivi. Nel novembre 2021 Keyless ha realizzato una prima *exit* parziale attraverso l'acquisizione da parte di Sift, unicorno americano nel settore della *digital trust*. Dopo uno *spin-out* strategico nel 2023, Keyless ha recuperato l'indipendenza; ha raccolto 10 milioni di dollari in un *round* guidato da Rialto Ventures, portando il totale finanziato a 30 milioni, e nel 2024 ha registrato una crescita dei ricavi del 700% anno su anno. La vicenda si è chiusa nel 2025 con l'acquisizione da parte di Ping Identity, società statunitense specializzata in *identity management*. I termini economici dell'operazione non sono stati però comunicati.

La storia dice che la selezione ha funzionato, almeno in un caso. Keyless era esattamente il tipo di *asset* che un veicolo *alumni-based* dovrebbe essere in grado di intercettare prima degli altri: un *team* con radici nell'ecosistema accademico italiano, tecnologia non ovvia, e accesso al mercato internazionale. Il problema è che un caso, per quanto possa risultare significativo nella storia di un fondo, non è sufficiente per validare un modello. La *power law*, che governa il *venture capital*, dice che i rendimenti di un fondo dipendono da una o due scommesse che producono ritorni eccezionali: tutto il resto copre le perdite. Con sette investimenti rimanenti ancora nel portafoglio e nessun multiplo pubblicato, il verdetto sul modello rimane in sospeso.

Il confronto con i *benchmark* esterni non serve allora a formulare un giudizio su LA4G, ma a capire la soglia che dovrà superare per mostrarsi competitiva. Secondo i dati AIFI 2024, il segmento *early-stage* italiano ha investito complessivamente 927 milioni di euro con una crescita del 22% dei volumi di investimento rispetto

113 LA4G – Luiss Alumni 4 Growth (2025). *Portafoglio investimenti*.

al 2023¹¹⁴, nonostante una contrazione del 5% sull'aggregato di operazioni. In questa sede può essere interpretato come segnale di una concentrazione del capitale su *deal* più selezionati, andando incontro ai presupposti del modello oggetto di questa analisi. A livello europeo, i dati Invest Europe (2024)¹¹⁵ indicano per i fondi *early-stage* (tra il 2018 e il 2021) un IRR netto mediano intorno al 12-15%, con il terzo quartile stabilmente sopra il 20%. Per giustificare il profilo di rischio di un veicolo *pre-seed* focalizzato su un mercato geograficamente limitato (ecosistema romano), LA4G dovrà collocarsi nel quartile superiore di questa distribuzione. Questo non è un obiettivo irraggiungibile, in quanto la specializzazione è storicamente uno dei pochi fattori che consentono ai fondi piccoli di battere i generalisti di maggiore dimensione, ma rimane un'ipotesi di lavoro, non ancora un dato verificabile.

Conclusioni del paragrafo

Se si rilegge con calma il 4.3 nel suo insieme, il quadro che ne esce è abbastanza chiaro: la dichiarazione d'intenti diventa concreta nella realtà operativa del modello LA4G. La genesi del 4.3.1 ha posto le fondamenta funzionali alla comprensione della ragion d'essere del veicolo: un fondo che concilia rendimento finanziario e sociale, utilizzandoli come leve operative. L'architettura delineata nel 4.3.2 ha invece contribuito a tradurre la "filosofia operativa" in una struttura societaria capace di industrializzare il processo di investimento senza snaturare l'identità comunitaria. Il ciclo di investimento discusso nel 4.3.3 ha mostrato come ogni fase sia concepita per risolvere un problema preciso, ponendo progressivamente l'ex studente in una posizione sempre più da protagonista. LA4Crowd chiude il cerchio dei primi 3 sottoparagrafi, restituendo al *network* la funzione più autentica alla *vision* di LA4G, quella di moltiplicatore collettivo di valore.

La dimostrazione che tale modello fornisce nel complesso è che *bias* omofilo e *groupthink*, quali rischi strutturali del modello *alumni-based*, non sono una condanna definitiva, ma il risultato di un'architettura mal progettata. Con i giusti mezzi contrattuali, la fiducia è riscontrabile in processi tracciabili, il dissenso viene istituzionalizzato attraverso form valutativi e il *grey market test*, e vi è separazione tra chi supervisiona e chi esegue. In tal modo, il capitale relazionale smette di essere un rischio cognitivo e diventa il vantaggio competitivo più difficile da replicare nel mercato del *venture capital* italiano. Un'affermazione di questo tipo vale solamente se si impone una precisazione, avvenuta nel 4.3.5 con l'analisi comparativa. Il modello

114 AIFI (2024). *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt nel 2023*. Milano: Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt.

115 Invest Europe (2024). *European Private Equity Activity: Statistics on Fundraising, Investments and Divestments – 2023 Data*. Bruxelles: Invest Europe.

dimostra di funzionare a livello di processi, ma i ritorni rimangono solamente ipotizzabili. Un caso di *exit* è un segnale, non una validazione accertata del mercato. Il verdetto dipenderà dalla capacità del portafoglio di esprimere i multipli che il processo promette, nonché dalla tenuta nei momenti di stress delle partecipate.

Resta tuttavia una domanda aperta, che la sola analisi di LA4G non è sufficiente a risolvere, ovvero quanto di questo vantaggio competitivo dipende dal veicolo in quanto tale, e quanto invece dall'ecosistema LUISS, in cui opera. LA4G non è un organismo isolato, nasce dentro un sistema in cui Luiss Enlabs produce *deal flow* qualificato, Zest lo valida sul piano industriale e l'Ateneo fornisce *brand*, talenti e legittimazione istituzionale. È il prodotto tra questi tre attori, e non la somma dei loro singoli contributi, a determinare la reale portata del modello. Comprendere come queste interdipendenze si traducano in valore concreto per gli investitori, per le *startup* e per l'ecosistema nazionale sarà l'obiettivo del paragrafo conclusivo.

4.4. Valutazione delle Sinergie tra Ateneo, Acceleratore e Fondo

La trattazione dei paragrafi precedenti ha scomposto l'ecosistema LUISS nelle sue parti costitutive, portando la disamina nel paragrafo conclusivo, dove si propone di tirare le somme. La vera natura del modello analizzato non emerge dall'esame dei singoli attori, ma di ciò che si genera nello spazio tra loro. Luiss Enlabs, Zest, LA4G e l'Ateneo vanno considerati come nodi di una rete in cui ogni relazione bilaterale produce un *output* che diventa l'*input* strutturale per gli altri. La ricorsività evidenziata nell'ultimo passaggio è il meccanismo chiave che distingue il caso LUISS da qualsiasi iniziativa analizzata sommariamente nel Capitolo 3.

La letteratura sul VC istituzionale ha a lungo trattato separatamente le funzioni di accelerazione, investimento e *network*, in *primis* con Sørensen e Stuart (2001) che dimostrarono come la prossimità geografica e relazione tra investitori e imprese riducesse i costi di *due diligence* e migliorasse la qualità del *monitoring*. Il caso LUISS aggiunge a questo *framework* una terza dimensione, ovvero la prossimità istituzionale. Questa è assicurata dalla condivisione di un'identità accademica comune tra fondatori, investitori, acceleratori ed ateneo. Quando questi quattro attori operano all'interno della medesima architettura relazionale, i benefici descritti dalla letteratura non si sommano linearmente, ma si moltiplicano.

Il punto critico di questo procedimento è comprendere attraverso quali meccanismi si generano le sinergie, e in che modo rendono il modello difendibile e sostenibile nel tempo. Questa è la domanda che i due sottoparagrafi che seguono intendono rispondere: il primo eseguendo una mappatura delle interdipendenze concrete tra capitali, *deal flow* e competenze; il secondo interrogandosi sul posizionamento del modello rispetto all'ecosistema nazionale e sui limiti strutturali che ne condizionano la scalabilità.

4.4.1. Interdipendenze tra capitali, *deal* e competenze

I paragrafi precedenti hanno analizzato singolarmente i singoli attori dell'ecosistema LUISS e la loro autonomia operativa. Il presente sottoparagrafo si occupa di qualcosa di più complesso da misurare, ovvero ciò che accade quando questi si attivano simultaneamente. L'ipotesi di fondo da assumere nell'esame delle sinergie intercorrenti tra queste organizzazioni, è che queste siano ricorsive; l'*output* di una può diventare l'*input* di un'altra per il successivo stadio di vita dell'impresa, generando un effetto che il mercato generalista faticherebbe a replicare.

Il meccanismo si articola su tre livelli. Il primo riguarda il capitale, e di come l'architettura di investimento sia costruita su una filiera continua che segue le imprese dalla fase *pre-seed* all'*exit*. Zest genera nuove imprese grazie al *Corporate Venture Building*, investe nelle fasi iniziali attraverso programmi di accelerazione con *ticket* standardizzati da 250000 euro. Le *joint venture* con Intesa Sanpaolo (Apside) e Tinexta (Open T) coprono la fase *seed*, e LA4G (grazie ai *club deal* e LA4Crowd) assicura *round* successivi (nel *post-seed*) mediante la validazione sociale del *network alumni*. La prima osservazione non banale è la circolazione del capitale, che avviene senza incontrare discontinuità. Questo meccanismo trova la sua fortuna nella moltiplicazione degli interlocutori strategici e degli *stakeholder* (tra un *round* e il successivo), riuniti attorno ad un'identità comune: quella dell'Ateneo.

La seconda dimensione è quella del *deal flow*, dove l'Ateneo agisce da filtro di selezione accademica, che produce una certificazione di qualità e abbate i costi di *due diligence* per tutti i veicoli a valle. Si prenda come esempio il *grey market test*; non è un procedimento isolato, ma è reso possibile proprio perché il mercato di riferimento degli *alumni* conosce il profilo del fondatore e dell'industria in cui opera.

Un ultimo livello, spesso trascurato, riguarda la condivisione di competenze tacite. Il *venture building* operato da Zest attinge al bacino accademico della LUISS per "assemblare" i *founders team* delle neo-imprese, mentre LA4G mobilita gli *alumni senior* nelle fasi di *due diligence* settoriale e presidio del CdA.

Questa triplice interdipendenza trova conferma empirica nel caso di This Unique, *startup* di prodotti per l'igiene eco-sostenibili. L'azienda entra a far parte del programma di accelerazione Luiss Enlabs nel 2021, e chiude nel marzo del 2022 il suo primo *round* da 700000 euro, che vede nella *cap table* co-investire simultaneamente LVenture Group (ora Zest) e LA4G. Questo caso è esemplare di come la prassi segua l'esatto ordine che il modello prescrive: l'acceleratore valida, il *club deal* capitalizza. Uno schema analogo si manifesta nel caso ReLearn, *cleantech* accelerata nel programma ZERO di Zest; nel novembre del 2023 chiude un *round* da 1 milione di euro con CDP Venture Capital, LVenture e LA4G che operano come

coinvestitori. In entrambi i casi la presenza dei suddetti veicoli risulta il prodotto di un *funnel* istituzionale in cui ogni attore entra nel momento in cui il precedente ha ridotto l'incertezza per il successivo.

Arrivato a questo punto il percorso di disamina deve soffermarsi onestamente sull'esame dei limiti strutturali di tale struttura. L'efficacia di un sistema così costruito deriva in larga misura dalla densità della rete di *alumni* e dalla disponibilità degli stessi a mobilitare il loro tempo, il loro *know-how* e la loro *standing* nella comunità in ogni fase del ciclo. La verità è che questa condizione non può essere garantita a priori, in quanto richiederebbe una *governance* capace di mantenere attivo il senso di appartenenza, con il rischio di cadere nella pericolosità del *groupthink*, già analizzato nel Capitolo 3. Il rischio non è che il modello smetta un giorno di funzionare, ma che sia efficace per le *startup* interne e non per quelle estranee all'ecosistema, con la diretta conseguenza di concentrare il valore creato invece di distribuirlo. L'ecosistema LUISS non è progettato per far amplificare il vantaggio dei soggetti già affermati come *alumni* dell'Ateneo, ma per ridurre il costo di partenza di chi deve ancora farlo; è questa la misura più onesta del suo successo.

Fino ad ora il capitolo ha incentrato la descrizione del funzionamento del sistema nell'ipotesi più ottimistica. Un'onesta analisi richiede però di domandarsi cosa succederebbe nel caso in cui uno dei tre nodi cambiasse il suo orientamento strategico, o se un evento stravolgesse i ruoli assunti nell'ecosistema.

Lo scenario più plausibile e al contempo più rischioso è quello riguardante Zest. Una società in fase di *scale-up*, come Zest, può essere esposta alla pressione di riorientare le proprie priorità verso logiche di rendimento di breve periodo; un'evoluzione tutt'altro che improbabile nella traiettoria di un *venture builder* che ambisce a crescere dimensionalmente. Se questa ipotesi si palesasse, il ruolo di fornitore di *deal flow* qualificato per LA4G potrebbe ridursi fino a scomparire. In quel caso, LA4G si troverebbe a competere sul mercato per l'accesso alle *startup*, perdendo di fatto il principale differenziale competitivo che la distingue dai tradizionali *club deal*: la corsia privilegiata su *asset* già validati dal mercato prima che il mercato li intercetti.

Se il primo scenario investiva il braccio industriale dell'innovazione LUISS, questa ipotesi colpisce direttamente l'Ateneo. Precedentemente è stato affermato che la legittimazione istituzionale dell'Università fosse una garanzia di qualità percepita dal mercato. Nel paragrafo dedicato a LA4G è stato evidenziato il ruolo dell'istituzione nel certificare la serietà del veicolo agli *alumni*, la credibilità dei *founder* agli investitori e ai co-investitori la solidità della rete. I già citati Gompers e Lerner hanno dimostrato come il capitale reputazionale sia il principale *asset* non replicabile dei fondi VC di qualità. Il medesimo ragionamento vale, a maggior ragione, per un modello che su quella reputazione ha costruito una logica di *sourcing* e di *funding*. Un potenziale deterioramento del posizionamento dell'Ateneo, per perdite di punti nei *ranking* internazionali, di percezione esterna o per conflitti di *governance*, potrebbe trasferirsi

automaticamente sul processo di segnalazione dell'architettura relazionale. Questo intaccherebbe principalmente sul valore dell'infrastruttura, senza che il processo operativo, per quanto ben costruito possa compensarlo.

Esiste infine un potenziale conflitto di interesse che la struttura attuale non mitiga del tutto. LA4G si confronta spesso con *startup* incubate da Zest o accelerate da Luiss Enlabs. Ne consegue che chi produce *deal flow* e chi lo valuta appartengono allo stesso ecosistema istituzionale. La separazione operativa descritta nel 4.3.2 riduce il rischio, ma non lo azzerà. Finché la filosofia organizzativa dei tre attori rimarrà allineata, il sistema funzionerà per inerzia. Qualora dovesse emergere una divergenza di interessi, lo scenario sarebbe critico. Si renda in esame il caso in cui l'acceleratore viri su una logica di massimizzazione del numero di *startup* accolte nelle coorti. Contestualmente, il fondo dovrebbe aumentare il livello di selettività, già alto di natura. La tensione che ne conseguirebbe non sarebbe immediata, ma potrebbe incrinare l'architettura dall'interno, senza che alcun meccanismo contrattuale esistente possa intervenire per gestire tale conflitto.

Nel complesso, se si segue una lettura puramente teorica l'ecosistema appare perfetto. Se si scende nel dettaglio con un'analisi delle interdipendenze si mostra un equilibrio meno fragile di quanto sembra; un equilibrio condizionato da scelte future, più di quanto la narrazione istituzionale tenda a riconoscere. La realtà restituisce una verità: il modello LUISS funziona perché gli attori convergono sulla stessa idea di creazione di valore, non perché esista un meccanismo contrattuale che ne garantisca la coerenza nel tempo. Proprio per questo, l'eventuale esportazione del paradigma *alumni-based* richiederà meno la replica delle singole strutture e più la capacità di ricostruire, in altri contesti, la stessa alleanza tra reputazione accademica, infrastrutture di accelerazione e capitale di rischio che in questo caso ha reso possibile LA4G.

4.4.2. Il Modello LUISS nell'ecosistema "aperto"

Nell'analizzare il modello LUISS si incorre spesso in un comune errore di metodo: considerarlo come sistema chiuso, esaminandone gli elementi singoli di cui si compone. La vera espressione emerge solo nel confronto con l'ecosistema in cui opera (quello del *venture capital* italiano) e con i paradigmi internazionali a cui si è ispirato. La questione cui questo paragrafo intende rispondere è se e come questo modello sia difendibile nel tempo, e in che misura lo stesso sia esportabile oltre il perimetro in cui è stato concepito.

Per quanto riguarda il posizionamento nazionale, il modello LUISS si colloca in un ecosistema che, come già documentato nel Capitolo 3, ha più che raddoppiato i volumi di investimento in meno di cinque anni, superando il miliardo e mezzo annuo. In questo contesto di rapida innovazione, il vantaggio competitivo cessa di risiedere nella mera disponibilità di capitali, per affondare nella qualità del *deal flow* e nella

velocità di validazione. Quando CDP Venture Capital co-investe nei programmi ZERO, Argo o FIN+TECH di Zest, lo fa perché la validazione preventiva operata dalla continua filiera del valore riduce il rischio percepito, abbassandolo ad una soglia che non può essere replicata con la medesima efficacia. Questo passaggio fa comprendere al meglio come il vero elemento che difende dalla replicabilità esterna del modello sia proprio questa asimmetria informativa strutturata.

Se si confronta il presente modello con i *benchmark* internazionali del Capitolo 3 (*Tabella 1*), emerge una differenza di architettura sostanziale. L'ateneo nei modelli *endowment-centric* di Harvard e Yale, per esempio, si posiziona come attore passivo (LP) mantenendo una separazione netta tra istituzione accademica e veicolo di investimento. Altro caso riguarda i *campus fund*, come quello di UC Berkeley, che opera invece come veicolo completamente autonomo, presentando un'integrazione assente con un acceleratore o un'università. Il caso LUISS occupa una posizione intermedia rispetto ai suddetti modelli, adottando una struttura ibrida e originale. L'Ateneo è azionista di Zest, co-fondatore e proprietario di LA4G, *brand provider* e fornitore di talenti della rete, presentandosi come attore protagonista della rete. Questa integrazione bilaterale è ciò che rende il modello più solido rispetto ai predecessori, ma anche più fragile rispetto ad una variabile: la *governance* dell'Ateneo. Qualora la LUISS modificasse il proprio orientamento strategico, disimpegnando risorse verso la terza missione, l'intero sistema perderebbe la peculiare robustezza, senza che nessuno dei tre veicoli possa compensarlo autonomamente.

Un vincolo strutturale di differente ordine riguarda la scalabilità geografica. L'ecosistema LUISS è profondamente romano; Zest e Luiss Enlabs sono situati nell'Hub di Roma Termini, e sono culturalmente ancorati ad una *community* che condivide l'identità accademica con un ateneo storicamente collocato nella Capitale. Il presente limite non è attuale, ma se pensato in un termine in cui si pensa di coinvolgere e attrarre un *deal flow Not-Luiss-Related* può creare dei problemi di diversa natura. La prossimità istituzionale acclamata per ridurre i costi di transazione, può risultare un domani una barriera all'ingresso qualora si presentassero capitali da LP internazionali e talenti estranei alla *community*, replicando di fatto i rischi associati alla monotonia di portafoglio. La risposta più sensata a questa tensione non è eliminare l'identità accademica (fonte primaria del vantaggio), ma costruire meccanismi di apertura come possono essere co-investimenti in fondi internazionali, programmi di *scouting* oltre il perimetro degli ex-studenti o di attrazione talenti, indipendentemente dalla provenienza universitaria. Alcuni di questi sono già operativi, come lo *scouting* internazionale operato da Mass Challenge Switzerland nel programma HabiSmart, e l'ingresso di Andreessen Horowitz nel capitale di Waveful¹¹⁶, seppur si tratti di episodi isolati, privi di una regia istituzionale condivisa tra i tre veicoli.

¹¹⁶ HabiSmart è un programma di *scouting* di Zest e Waveful è una *startup* entrata in portafoglio di Zest grazie all'eredità di Magic Mind. Non vi è quindi rapporto diretto con la LUISS.

Il modello LUISS ha ingegnerizzato con successo la fiducia, attuando una trasformazione del capitale relazionale di un'istituzione accademica in una filiera di creazione del valore che il mercato generalista non sa replicare. Se visto però dal punto di vista del mercato aperto, il limite non è strutturale ma evolutivo. Il vero banco di prova del modello non sarà il prossimo *round* o la prossima *exit*, ma di sviluppare la capacità della *community* di accogliere fondatori e investitori che non provengono dall'Ateneo, e farlo senza che questo leda la coesione che è stata fattore di successo. Il problema non sottostà negli strumenti di cui il modello si fornisce, ma nell'identità. La sfida, che è la stessa di ogni organizzazione che intende mutare da una fase pionieristica ad una istituzionale, è quella di costruire meglio, sapendo che la prossima frontiera da varcare non è né di natura tecnologica né finanziaria, ma culturale.

Nel tentativo di comprendere la reale replicabilità del modello LUISS, diventa chiaro che la questione riguarda la capacità di evolvere nel tempo il modo in cui la *community* si percepisce e si comporta come investitore collettivo.

“La sfida è culturale” risulta un'affermazione riduttiva, se non viene scomposta nelle sue componenti operative. A tal fine, vale la pena citare i tre fronti simultanei su cui si “gioca” questa sfida culturale in una prospettiva evolutiva. La normalizzazione del dissenso è uno di questi. Un modello *alumni-based* funzionerà se chi partecipa alla valutazione si sentirà legittimato a votare contro ad una *startup*, nonostante questa sia stata fondata da un collega di ateneo, senza che questo venga percepito come un attacco personale. Il *groupthink* di Janis (1982) non può scomparire per mano di uno statuto. Mitigare questo rischio significa non solo tollerare il dissenso, ma anche incentivarlo progressivamente come atto di lealtà verso il fondo, e non come tradimento della *community*. Il segnale del passaggio su questo fronte sarà fornito da un semplice dato: la frequenza con cui il processo selettivo respinge *deal* raccomandati dalla rete.

Una seconda eventualità investe la *patient ambition* degli investitori. Oggi LA4G opera in un contesto in cui la componente di *give-back* reputazionale è ancora molto prevalente. In chiave evolutiva il veicolo dovrà dimostrare di saperla tramutare in una strategia di portafoglio consapevole. Un *alumnus* che partecipa ai *deal* con un orizzonte temporale di breve periodo, guidato più dalla logica dell'evento sociale che da quella dell'investitore paziente, rappresenta un elemento di fragilità potenziale. Nel medio periodo, l'indicatore più semplice da osservare riguardo l'esito di questa sfida sarà il tasso di reinvestimento degli *alumni* ai *club deal* successivi. In pratica: quanti partecipano solo al primo club deal per curiosità o per “esserci”, e quanti decidono di reinvestire anche nelle operazioni successive. Tale numero potrebbe attestare il passaggio da gesto simbolico a impegno di lungo periodo, e al momento se esiste, non è ancora stato reso pubblico.

La capacità di mantenere la missione sociale del veicolo, e le sue declinazioni nell'erogazione di borse di studio e nella democratizzazione dell'imprenditorialità, sarà il fronte che con tutta probabilità sarà più esposto alle pressioni di scala. La criticità più rilevante di questa componente sarà mantenere tale finalità come priorità operativa, anche quando la crescita imporrà l'ingresso di nuove competenze manageriali. Le leve mosse in questo ambito hanno poco a che fare con valori e finanza, riguardano bensì il sistema di incentivi. Nell'ipotesi in cui la struttura richiedesse gestori professionali non *alumni*, il baricentro del processo decisionale potrebbe gradualmente spostarsi verso una logica finanziaria pura. Non necessariamente questo coincide con una tendenza negativa in termini di rendimenti, ma segnerebbe un cambio di paradigma che intacca direttamente sull'identità spesa dal veicolo dalla sua genesi. In questo senso, il test rivelatore non sarà un singolo atto o una singola dichiarazione agli investitori, ma la preservabilità di alcuni elementi non negoziabili, anche quando la scala suggerirà scorciatoie più convenienti nel breve termine. Quando il legame tra *performance* e borse di studio sarà intoccabile, allora si potrà affermare che la missione sociale non è stata tradita.

Se l'ecosistema saprà compiere questo percorso evolutivo sui tre fronti appena esposti, non si ridurrà ad essere un semplice caso di studio, ma potrà consolidarsi come riferimento internazionale dell'ingegnerizzazione del capitale relazionale. Le Conclusioni che seguono cercheranno di tirare le fila di questo itinerario, ricollegando la traiettoria teorica all'ecosistema LUISS e soprattutto alla domanda di ricerca che ha aperto la tesi.

Conclusioni

La domanda di ricerca che ha ispirato questo lavoro chiedeva di identificare le peculiarità, le potenzialità e i fattori critici del modello *Alumni-Based*, e di verificare se e come il caso LA4G ne incarnasse un'applicazione concreta nel contesto italiano. Al termine del percorso di disamina compiuto, per doveri di onestà intellettuale una tale risposta non può essere né semplice né definitiva.

Il modello ha una peculiarità strutturale che non si trova altrove. È anche il suo punto più fragile: lo stesso meccanismo che genera vantaggio competitivo produce, se mal governato, un rischio cognitivo difficile da intercettare dall'interno. La fonte del vantaggio competitivo non è nella dimensione del fondo, la sofisticazione dei modelli di valutazione o nell'accesso a *deal flow* generato dai circuiti tradizionali. Risiede, piuttosto, in qualcosa che preesiste all'idea di investimento, che viene costruito nei bar, nei corridoi di una facoltà, nei gruppi di studio, e nelle esperienze condivise che sedimentano, nel tempo, una forma di fiducia che alcun strumento contrattuale può replicare artificialmente. La vera asimmetria informativa favorevole è un'altra rispetto a quella speculare che nel Capitolo 1 generava il *credit crunch*. Ciò su cui si fonda il modello è la capacità dell'investitore di guardare un'opportunità di investimento e non vedere KPI, ma di valutarne la fattibilità attraverso la conoscenza diretta dell'etica del lavoro dell'imprenditore, della sua resilienza e della qualità del suo pensiero strategico.

Questa è la peculiarità che presenta la maggiore potenzialità e al contempo il rischio più insidioso dello stesso modello. La letteratura riconducibile a Gompers et al. (2016) e di Huang (2023) ha quantificato con precisione il costo dell'amicizia: quando l'affinità accademica diventa un'euristica decisionale sistematica, il rigore della *due diligence* si allenta, le proiezioni finanziarie vengono lette con benevole aspettative anziché con scetticismo metodologico, e il portafoglio converge su profili di imprenditore omogenei, escludendo a priori quei fondatori atipici che troppo spesso si rivelano i più *disruptive*. Lo stesso *groupthink* teorizzato da Janis (1982) e la monotonia di portafoglio non sono patologie eccezionali del modello, ma sono ciò con cui i fondi si confrontano quotidianamente in assenza di contromisure. Non è un caso, del resto, che la performance superiore dei fondi eterogenei rispetto a quelli omogenei rappresenti una delle evidenze empiriche più robuste della finanza comportamentale applicata al *venture capital*.

Il caso LUISS offre una risposta concreta e originale al sovraesposto dilemma strutturale, intervenendo non sul piano teorico ma su quello architettonico. Il modello non si limita a dichiarare l'importanza in sede di selezione, bensì lo istituzionalizza. È questa la ragione sottostante alla ripartizione delle funzioni dell'*investment club advisory*. Chi porta il deal e chi lo valuta non sono le stesse persone. Chi ha strutturato il modello ha separato deliberatamente la fase di *deal flow origination* (affidata agli *alumni* in quanto sensori privilegiati dell'ecosistema) dalla fase di valutazione finale (sottoposta a un comitato di investimento con criteri espliciti e indipendenti). Il *grey market test*, i form di valutazione condivisi, la

separazione tra chi supervisiona e chi esegue: sono strumenti che trasformano la fiducia da variabile psicologica imprevedibile in processo tracciabile e verificabile. In questo senso, LA4G non si limita a replicare il modello *Alumni-Based*; ne risolve, almeno parzialmente, la principale contraddizione.

Nonostante le premesse che decantano il modello LUISS, questo, considerato in ogni sua componente, non sarebbe comprensibile fuori dall'ecosistema di appartenenza. La catena del valore che va dall'accelerazione *seed* di Luiss Enlabs al *venture building* di Zest, fino al co-investimento istituzionale di LA4G, funziona come un sistema integrato e apparentemente perfetto perché ciascun nodo è interdipendente dagli altri. La verità è che nessuno dei tre avrebbe la stessa efficacia da solo, o in assenza di una prestigiosa istituzione come la LUISS. È l'integrazione verticale a costituire il contributo più originale restituito al panorama dell'innovazione italiana.

Il valore sistemico del caso non si esaurisce in una logica puramente finanziaria. La retrocessione dei *carried interest* in borse di studio, l'immissione dei *founder* nei processi didattici come *mentor*, il *knowledge transfer* bidirezionale che mantiene la ricerca accademica allineata alla domanda del mercato reale. Questi costituiscono il segnale che l'Università ha cessato il ruolo di osservatore passivo per assumere quello di agente attivo del suo sviluppo. È la terza missione (sviluppo economico e trasferimento tecnologico) che si declina finalmente in un'architettura operativa, e non in una semplice dichiarazione di intenti priva di significato.

Restano, tuttavia, delle questioni irrisolte che la sola analisi di LA4G non è in grado di sciogliere. Non è chiaro fino a quale punto il modello LUISS sia replicabile in contesti diversi, o se la sua efficacia dipenda in misura determinante dalla specificità del tessuto romano, dalla storia dell'Ateneo e dalla visione delle persone che ne hanno guidato la costruzione. Rimane aperta la questione di quanto del vantaggio competitivo trattato sia derivante dalla struttura in quanto tale, e quanto invece sia contingente alla qualità dei gestori. E soprattutto, non è ancora verificabile se la missione sociale del veicolo (il finanziamento delle borse di studio, la democratizzazione dell'accesso all'imprenditorialità) manterrà la sua centralità sotto le pressioni di scala (aumentare le dimensioni anche geografiche) che inevitabilmente accompagnano la crescita di un fondo istituzionale, o se tenderà a scivolare in basso nelle priorità operative nel momento in cui i ritorni finanziari diventeranno la metrica dominante.

Sono domande a cui questa tesi da sola non può rispondere, perché richiederebbero un orizzonte temporale che lo stesso modello non ha ancora percorso, data la sua giovane età. Ciò che si può affermare è che LA4G risulti la dimostrazione più strutturata disponibile nel panorama italiano che il *bias* omofilo e il *groupthink* non sono condanne definitive del modello *Alumni-Based*, ma il risultato di un'architettura mal progettata. Con le giuste contromisure operative e contrattuali, il capitale relazionale smette di essere un rischio cognitivo e diventa il vantaggio competitivo più difficile da replicare nell'intera industria del VC.

In un mercato italiano che ha visto triplicare i volumi di investimento in *venture capital* in meno di un quinquennio, ma che ancora presenta notevoli ritardi strutturali rispetto ai *benchmark* europei (in termini di numero i gestori, dimensione media, capacità di attrarre investitori istituzionali), il modello *Alumni-Based* non è la soluzione che risolve i mali del contesto nazionale. È, bensì, la risposta più sensata alla domanda che l'ecosistema italiano fatica ad affrontare: come si costruisce fiducia nelle istituzioni in un paese in cui il capitale paziente è ancora una promessa, più che una realtà condivisa?

Bibliografia

- AIFI (2024). *VeM – Venture Capital Monitor. Rapporto di ricerca sulle operazioni di venture capital nel mercato italiano 2023*. Milano: Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt.
- AIFI (2025). *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt nel 2024*. Milano: Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt.
- Akerlof, G.A. (1970). "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism". *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), pp. 488–500.
- Altman, E.J. and Tushman, M. (2017). "Platforms, Open/User Innovation, and Ecosystems: A Strategic Leadership Perspective". *Advances in Strategic Management*, 37, pp. 1–35.
- Arkes, H.R. and Blumer, C. (1985). "The Psychology of Sunk Cost". *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 35(1), pp. 124–140.
- Blank, S. and Dorf, B. (2020). *Startup Owner's Manual: The Step-by-Step Guide for Building a Great Company*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Boudreau, K. and Lakhani, K. (2013). "Using the Crowd as an Innovation Partner". *Harvard Business Review*, 91(1/2), pp. 60–69.
- Chesbrough, H.W. (2003). *Open Innovation: The New Imperative for Creating and Profiting from Technology*. Boston: Harvard Business School Press.
- Cohen, S. and Hochberg, Y.V. (2014). "Accelerating Startups: The Seed Accelerator Phenomenon". *Foundations and Trends in Entrepreneurship*, 10(5–6), pp. 315–431.
- Cohen, S.L., Bingham, C.B. and Hallen, B.L. (2018). "The Role of Accelerator Designs in Mitigating Bounded Rationality in New Ventures". *Administrative Science Quarterly*, 64(4), pp. 810–854.
- Enkel, E., Gassmann, O. and Chesbrough, H. (2009). "Open R&D and Open Innovation: Exploring the Phenomenon". *R&D Management*, 39(4), pp. 311–316.
- Etzkowitz, H. and Leydesdorff, L. (2000). "The Dynamics of Innovation: From National Systems and Mode 2 to a Triple Helix of University–Industry–Government Relations". *Research Policy*, 29(2), pp. 109–123.
- Feld, B. and Mendelson, J. (2012). *Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

- Gompers, P.A. (1995). "*Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital*". The Journal of Finance, 50(5), pp. 1461–1489.
- Gompers, P. and Lerner, J. (2001). "*The Venture Capital Revolution*". Journal of Economic Perspectives, 15(2), pp. 145–168.
- Gompers, P. and Lerner, J. (2004). "*The Venture Capital Cycle*". 2nd edn. Cambridge, MA: MIT Press.
- Gompers, P.A., Mukharlyamov, V. and Xuan, Y. (2016). "*The Cost of Friendship*". Journal of Financial Economics, 119(3), pp. 626–644.
- Gompers, P. and Wang, S. (2017). "*Diversity in Innovation*". NBER Working Paper No. 23082. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Grimaldi, R. and Grandi, A. (2005). "*Business Incubators and New Venture Creation: An Assessment of Incubating Models*". Technovation, 25(2), pp. 111–121.
- Hackett, S.M. and Dilts, D.M. (2004). "*A Systematic Review of Business Incubation Research*". The Journal of Technology Transfer, 29(1), pp. 55–82.
- Hansen, M.T., Chesbrough, H.W., Nohria, N. and Sull, D.N. (2000). "*Networked Incubators: Hothouses of the New Economy*". Harvard Business Review, 78(5), pp. 74–84.
- Hellmann, T. and Puri, M. (2002). "*Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms*". The Journal of Finance, 57(1), pp. 169–197.
- Hochberg, Y.V., Ljungqvist, A. and Lu, Y. (2007). "*Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance*". The Journal of Finance, 62(1), pp. 251–301.
- Huang, C. (2023). "*Networks in Venture Capital Markets*". SSRN Electronic Journal. doi: 10.2139/ssrn.4426514.
- Janis, I.L. (1982). "*Groupthink: Psychological Studies of Policy Decisions and Fiascoes*". 2nd edn. Boston: Houghton Mifflin.
- Kaplan, S.N. and Strömberg, P. (2004). "*Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses*". The Journal of Finance, 59(5), pp. 2177–2210.
- Lazarsfeld, P.F. and Merton, R.K. (1954). "*Friendship as a Social Process: A Substantive and Methodological Analysis*". In: Berger, M. (ed.) Freedom and Control in Modern Society. New York: Van Nostrand, pp. 18–66.

- Lockett, A. and Wright, M. (2005). "*Resources, Capabilities, Risk Capital and the Creation of University Spin-Out Companies*". *Research Policy*, 34(7), pp. 1043–1057.
- LVenture Group (2021). "*La sostenibilità in LVenture Group*". Documentazione societaria.
- LVenture Group (2023). "*One Company*". Investor Presentation, maggio 2023.
- MacMillan, I.C., Kulow, D.M. and Khoylian, R. (1989). "*Venture Capitalists' Involvement in Their Investments: Extent and Performance*". *Journal of Business Venturing*, 4(1), pp. 27–47.
- Mazzucato, M. (2013). "*The Entrepreneurial State: Debunking Public vs. Private Sector Myths*". London: Anthem Press.
- Meggison, W.L. and Weiss, K.A. (1991). "*Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings*". *The Journal of Finance*, 46(3), pp. 879–903.
- Mian, S.A. (1996). "*Assessing Value-Added Contributions of University Technology Business Incubators to Tenant Firms*". *Research Policy*, 25(3), pp. 325–335.
- Politecnico di Milano – School of Management (2026). "*Open Innovation Lookout: Dall'Ecosistema all'Algoritmo*". Milano: Politecnico di Milano.
- Ries, E. (2011). "*The Lean Startup*". New York: Crown Business.
- Sahlman, W.A. (1990). "*The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations*". *Journal of Financial Economics*, 27(2), pp. 473–521.
- Sapienza, H.J. (1992). "*When Do Venture Capitalists Add Value?*". *Journal of Business Venturing*, 7(1), pp. 9–27.
- Shane, S.A. (2004). "*Academic Entrepreneurship: University Spinoffs and Wealth Creation*". Cheltenham: Edward Elgar.
- Sorensen, M. (2007). "*How Smart is Smart Money? A Two-Sided Matching Model of Venture Capital*". *The Journal of Finance*, 62(6), pp. 2725–2762.
- Sorenson, O. and Stuart, T.E. (2001). "*Syndication Networks and the Spatial Distribution of Venture Capital Investments*". *American Journal of Sociology*, 106(6), pp. 1546–1588.
- Spence, M. (1973). "*Job Market Signaling*". *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), pp. 355–374.

Stiglitz, J.E. and Weiss, A. (1981). "*Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*". The American Economic Review, 71(3), pp. 393–410.

Teece, D.J. (1986). "*Profiting from Technological Innovation*". Research Policy, 15(6), pp. 285–305.

Tyebjee, T.T. and Bruno, A.V. (1984). "*A Model of Venture Capitalist Investment Activity*". Management Science, 30(9), pp. 1051–1066.

Weiblen, T. and Chesbrough, H.W. (2015). "*Engaging with Startups to Enhance Corporate Innovation*". California Management Review, 57(2), pp. 66–90.

Williamson, O.E. (1975). "*Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*". New York: Free Press.

Zest S.p.A. (2025). "*Relazione Finanziaria Semestrale al 30 giugno 2025*". Documentazione societaria.

Zest S.p.A. (2026). "*Profilo Aziendale Gennaio 2026*". Documentazione societaria.

Zider, B. (1998). "*How Venture Capital Works*". Harvard Business Review, 76(6), pp. 131–139.

Sitografia

Blank, S. (2019). "*Why Companies Do 'Innovation Theater' Instead of Actual Innovation*". Harvard Business Review [online]. Disponibile su: <https://hbr.org/2019/10/why-companies-do-innovation-theater-instead-of-actual-innovation> (Accesso: 28 aprile 2026).

CB Insights (2025). *Luiss Alumni 4 Growth – Investor Profile*. Disponibile su: <https://www.cbinsights.com/investor/luiss-alumni-4-growth> (Accesso: maggio 2026).

ClubDealOnline (s.d.). "*LA4Crowd: L'equity crowdfunding per gli Alumni Luiss*". [online] Disponibile su: <https://www.clubdealonline.com/la4crowd/> (Accesso: 28 Aprile 2026).

Consob (s.d.). "*Leva finanziaria*". Consob – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa [online]. Disponibile su: <https://www.consob.it/web/investor-education/la-leva-finanziaria> (Accesso: 28 aprile 2026).

Hathaway, I. (2016). "*What Startup Accelerators Really Do*". Harvard Business Review [online]. Disponibile su: <https://hbr.org/2016/03/what-startup-accelerators-really-do> (Accesso: 28 aprile 2026).

Invest Europe (2024). *European Private Equity Activity: Statistics on Fundraising, Investments & Divestments – 2023 Data*. Brussels: Invest Europe. Disponibile su: <https://www.investeurope.eu> (Accesso: aprile 2026).

Jack, A. (2024). "Turning Ideas into Technology: The Value of University-Business Links". Financial Times [online]. Disponibile su: <https://www.ft.com/content/0a2830f3-e381-424d-8067-876a445e45a2> (Accesso: 28 aprile 2026).

Luiss Alumni 4 Growth "The Luiss Alumni 4 Growth Investment Club". Luiss Alumni 4 Growth [online]. Disponibile su: <https://www.luissalumni4growth.it/en/luiss-alumni-4-growth/> (Accesso: 28 Aprile 2026).

LA4G – Luiss Alumni 4 Growth (2025). *Portafoglio investimenti e missione*. Disponibile su: <https://www.luissalumni4growth.it> (Accesso: 28 aprile 2026).

Startupbusiness.it (2025). "Cybersecurity, Ping Identity acquires Keyless Technologies". Disponibile su: <https://www.startupbusiness.it/en/cybersecurity-ping-identity-acquires-keyless-technologies/148167/>