

Dipartimento di **Impresa e Management** *Cattedra di* **Strategia d'Impresa**

**Analisi degli elementi di valutazione degli
investitori sulle startup**

Relatore

Chiar.mo Prof. Enzo Peruffo

Candidato

Gian Marco Liberati

Matr. 649231

Correlatore

Chiar.mo Prof. Luca Pirolo

Anno Accademico 2013/2014

Indice

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1. ATTORI DEL MERCATO E REGOLAMENTAZIONE DEL MONDO STARTUP.....	6
1.1 <i>Forma, caratteristiche e problematiche del mercato delle startup.....</i>	6
1.2 <i>Processo di finanziamento.....</i>	11
1.3 <i>Business Angel.....</i>	17
1.3.1 <i>Identità e caratteristiche.....</i>	17
1.3.2 <i>Due diligence e exit.....</i>	24
1.3.3 <i>Il ruolo della fiducia.....</i>	27
1.4 <i>Fondi di Venture Capital.....</i>	28
1.4.1 <i>Identità e caratteristiche.....</i>	29
1.4.2 <i>Due diligence e exit.....</i>	32
1.4.3 <i>Il doppio agency cost.....</i>	36
1.5 <i>Incubatori: cenni.....</i>	38
1.6 <i>Startup.....</i>	39
1.6.1 <i>Caratteristiche delle startup e degli imprenditori.....</i>	40
1.7 <i>Legislazione e interventi governativi italiani a favore dell'imprenditorialità: il Rapporto "Restart-Italia".....</i>	43
CAPITOLO 2. STRUMENTI PER LO SVILUPPO DELLE STARTUP: INCUBATORI E INVESTOR RELATION.....	50
2.1 <i>Incubatore di startup.....</i>	50
2.1.1 <i>Servizi, strategie e obiettivi di un Business Incubator.....</i>	51
2.1.2 <i>Tipologie di Business Incubator.....</i>	58
2.1.3 <i>Riepilogo delle opportunità comunicative offerte dagli incubatori alle startup.....</i>	63
2.2 <i>Investor Relation.....</i>	64
2.2.1 <i>Competenze e posizione degli IRM.....</i>	66
2.2.2 <i>Attività tipiche di un IRM.....</i>	68
2.2.3 <i>Le attività di IR per le startup.....</i>	72
CAPITOLO 3 ELEMENTI DI UNA STARTUP RILEVANTI PER GLI INVESTITORI.....	76
3.1 <i>Il ruolo del tempo.....</i>	77
3.2 <i>Il ruolo del problema da risolvere.....</i>	78
3.3 <i>Il ruolo del team dei founder.....</i>	78
3.4 <i>Caratteristiche del servizio/prodotto.....</i>	79
3.5 <i>Modello di Business.....</i>	80
3.6 <i>Il settore di riferimento.....</i>	81
3.7 <i>Il network.....</i>	82
3.8 <i>La comunicazione verso l'esterno.....</i>	83

CAPITOLO 4 ANALISI, CONFRONTO E STUDIO DEI DATI PROVENIENTI DAI CASE HISTORY	86
4.1 <i>Introduzione</i>	86
4.2 <i>Wallet Saver</i>	89
4.3 <i>Le cicogne</i>	96
4.4 <i>Veracious</i>	103
4.5 <i>Qurami</i>	110
4.6 <i>Elementi rilevanti per l'attrazione degli investimenti: analisi e confronti</i>	116
4.6.1 <i>La comunicazione verso l'esterno: il confronto con le IR</i>	133
4.6.2 <i>Il network: l'effetto di un incubatore nelle startup</i>	138
CONCLUSIONE	141
BIBLIOGRAFIA.....	145
SITOGRAFIA.....	153
ALLEGATO 1	155
ALLEGATO 2	156

Introduzione

Le startup, nel loro insieme, sono un fenomeno che suscita sempre un crescente interesse da parte della letteratura economica-scientifica, del legislatore, della stampa, e della gente comune. Un numero in espansione di startup si sta formando. Esse rappresentano nell'attuale scenario del mercato del lavoro, soprattutto per i giovani, delle vie alternative per creare nuove realtà imprenditoriali. Inoltre, esse rappresentano una possibile fonte di sviluppo per le economie nazionali attraverso la valorizzazione di quei fattori connessi all'innovazione tecnologica e dai processi che sono elementi caratterizzanti di questo fenomeno. Se da un lato le startup costituiscono il veicolo attraverso il quale le nuove e vitali energie della società si affacciano al mercato del lavoro, il fenomeno delle startup per svilupparsi, necessita d'investimenti. L'acquisizione di quest'ultimi si realizza nel corso di diversi *round* di investimento e pertanto ha come naturale interlocutore il mondo degli investitori rispetto al quale deve trovare anche una efficace modalità di comunicazione.

Lo scopo di questa tesi consiste nell'individuare gli elementi o i fattori che uno *startupper* deve sviluppare maggiormente e rendere di alta qualità, al fine di attrarre l'attenzione degli investitori verso la propria startup ed acquisire quelle risorse finanziarie necessarie per lo sviluppo della stessa. Il lavoro svolto, nel presente elaborato, ha come obiettivo l'individuazione degli elementi e delle relazioni esistenti tra questi elementi e l'acquisizione d'investimenti. Esso si articola in una prima parte consistente nell'esame della letteratura dedicata all'argomento ed una seconda parte consistente nell'acquisizione diretta di dati. Nel lavoro sono state elaborate una serie di considerazioni, formulate a partire dallo studio bibliografico, nel quale sono stati esaminati diversi contributi teorici.

Per focalizzare il fenomeno delle startup sono state esaminate da un lato fonti bibliografiche consistenti in pubblicazione scientifiche e dall'altro lato dei contributi dei media che sempre più frequentemente trattano i casi delle singole storie delle startup di successo.

I contributi teorici, disponibili in letteratura, sono particolarmente sviluppati e permettono di:

- catalogare le diverse tipologie d'investitori;
- comprendere l'influenza del fattore temporale sulle startup;
- esaminare le caratteristiche principali delle startup;
- valutare il ruolo degli incubatori;
- effettuare un focus sulle tecniche di comunicazione verso gli investitori utilizzate dalle *big co*;

- individuare una serie di elementi che possono legarsi positivamente o negativamente alla possibilità di acquisire l'interesse degli investitori.

Successivamente alla revisione della letteratura è stata sviluppata una fase di acquisizione diretta di dati (case history), volta ad individuare gli elementi critici (fattori o elementi) presenti nel profilo di una startup che sono determinanti nell'attrazione degli investitori (verificando delle considerazioni desunte dalla letteratura). Sono state utilizzate diverse tipologie di strumenti per l'acquisizione diretta delle informazioni:

- un sondaggio su una piattaforma online, il quale è stato sottoposto ai fondatori di alcune startup;
- delle interviste *one-to-one* con gli stessi *founder* che hanno permesso di approfondire quanto già rilevato attraverso il sondaggio.

In base ai dati così acquisiti, sono state successivamente valutate le azioni implementate da parte della startup e quindi analizzate (vedi Allegato 2).

In maniera più dettagliata, questo elaborato si è sviluppato in quattro capitoli, i quali sono stati così organizzati.

Nel primo Capitolo è stato presentato uno studio bibliografico degli attori del mercato e delle sue dinamiche nonché delle sue regolamentazioni. In particolare, sono stati studiati i maggiori contributi teorici relativi agli step di un processo di finanziamento di una startup nel corso del tempo; le caratteristiche differenziali delle diverse tipologie di investitori (Business Angel e fondi di Venture Capital); nel momento in cui gli investitori si interessano ad una startup e gli aspetti di essa convincenti che determinano il suo finanziamento nonché le modalità di sviluppo della relazione successiva ad un *deal* di finanziamento. E' stato inoltre elaborato un focus sulle startup, definendole in accordo ai maggiori contributi teorici ed in base alle norme italiane. Nell'ambito di questo l'analisi è stata focalizzata su quali sono le caratteristiche personali degli *startupper* in base ai risultati provenienti da studi di settore. Inoltre, sono state presentate delle statistiche riguardanti i numeri che giustificano la crescita delle startup. Infine, è stata studiata la regolazione di questo fenomeno da parte del legislatore, attraverso l'analisi del Rapporto "Restart-Italia" e la corrispettiva legge n.221 del 2012, e confrontata con quella di altri paesi (come USA, Israele, Germania, Francia, ecc.).

Nel Capitolo 2, sono state analizzate varie tipologie di incubatori. In particolare, le attività che sono sviluppate da essi, la loro evoluzione, le caratteristiche che li contraddistinguono, i servizi che riescono a fornire ad una startup e i loro obiettivi. Successivamente è stato esposto come le grandi imprese sviluppano la comunicazione verso gli stakeholder relativamente alle informazioni economiche-finanziarie. In

particolar modo, è stato studiato come le Investor Relation si sono sviluppate nel tempo e come sono implementate dalle grandi imprese quotate. Sia per gli incubatori che per le Investor Relation, sono state definite e si è cercato di comprendere, con i soli contributi di letteratura, le similitudini e le differenze esistenti tra esse e le startup. Inoltre, è stata indicata la relazione che i soggetti trattati hanno con la comunicazione che la startup deve sviluppare con i propri stakeholder.

Nel terzo Capitolo sono state sviluppate 9 considerazioni, in rapporto a quanto acquisito da diversi contributi teorici, con il fine di rispondere al quesito della tesi utilizzando gli elementi teorici. Questi contributi hanno permesso, inizialmente, di individuare quali sono i fattori apparentemente di maggiore importanza per gli investitori. Successivamente sono state individuate le relazioni esistenti tra codesti fattori e l'interesse in essi degli investitori.

Nell'ultimo Capitolo, sono stati esaminati alcuni case history di startup (Wallet Saver, Le Cicogne, Veracious, Qurami) successivamente all'acquisizione diretta di informazioni mediante sondaggi ed interviste *face to face*, e la loro successiva elaborazione. In particolare, i case history riguardano le modalità attraverso le quali le startup si sono sviluppate nel tempo, le caratteristiche del prodotto o servizio offerto, le caratteristiche del loro modello di business e le loro attività di tipo comunicativo e di relazione con gli investitori. Da questi elementi è stata sviluppata un'analisi quantitativa dei dati raccolti sui casi presentati nel capitolo sopraindicato al fine di confermare o confutare le considerazioni espresse nel Capitolo precedente ed individuare i fattori con maggiore importanza in maniera relativa. Inoltre, sono stati comparati i risultati così ottenuti con quanto visto nel secondo capitolo, ponendo particolare attenzione alla comunicazione. In dettaglio, è stato confrontato e definito come la comunicazione sia gestita in forma simile a quanto svolto nelle grandi imprese. Infine, è stata sviluppata un'analisi riguardante il ruolo degli incubatori nello sviluppo del network a supporto della startup.

Questa tesi ha cercato pertanto di delineare una possibile valutazione analitica delle caratteristiche delle startup, determinanti un riconoscimento positivo da parte degli investitori. Tale valutazione è stata sostenuta da un riscontro basato su dei casi reali. Detti fattori, filtrati attraverso il fattore tempo, possono rappresentare pertanto un elemento d'interesse per i futuri *startupper* che hanno intenzione di sviluppare una propria impresa secondo un'ottica che tenga conto del punto di vista degli investitori.

Capitolo 1. Attori del Mercato e Regolamentazione del mondo startup

1.1 Forma, caratteristiche e problematiche del mercato delle startup

Il termine startup, negli ultimi anni, è stato frequentemente utilizzato da professori, giornalisti, ricercatori e studenti per indicare un concetto di non facile codificazione e riproducibilità.

I teorici della materia e gli operatori del mercato (*startupper*s e investitori) sono divisi nella definizione di startup. Una linea comune di pensiero, basata sugli studi di Paul Graham (www.paulgraham.com), definisce la startup come sinonimo di crescita. Infatti, Paul Graham individua due condizioni necessarie e sufficienti che devono essere soddisfatte affinché un nuovo “business” possa essere considerato o non come una startup. La condizione a) di Paul Graham si riferisce alla possibilità di soddisfare un bisogno comune e condiviso da un numero notevole di individui (quasi totalità della domanda globale). La condizione b) di Paul Graham riguarda la possibilità di “catturare” e servire tutti i soggetti che condividono il bisogno comune.

L’esempio citato da Paul Graham, e qui di seguito illustrato, è esplicativo di tale evento. Infatti, un barbiere ha la possibilità di soddisfare un bisogno condiviso da moltissimi individui. Tuttavia il barbiere, per la sua attività individuale e locale, fallisce nel “catturare” tutti i possibili clienti e quindi a servirli. In tale esempio è soddisfatta la condizione a), ma non la condizione b). Un esempio di opposte caratteristiche, ma con risultato identico rispetto al precedente, è rappresentato da un software traduttore di lingue straniere in lingua italiana. Questo strumento è utilizzabile da tutti coloro che hanno la necessità di questo tipo di traduzione (condizione b). Tuttavia, solo una quota limitata di mercato, consistente in individui che parlano la lingua italiana, ha la necessità di utilizzare questo strumento. La condizione a), cioè bisogno condiviso dalla quasi totalità del mercato, non è pertanto soddisfatta. Google è un esempio vincente della teoria di Paul Graham. Infatti, il motore di ricerca Google soddisfa un’ampia domanda (condizione a)) e allo stesso tempo è usufruibile da tutti i soggetti che hanno la necessità di ricorrere ad un motore di ricerca (condizione b)).

Quando le due condizioni di Paul Graham, sopra enunciate, sono soddisfatte, la startup ha l’opportunità di riferirsi ad un ampio mercato e di consentire un incremento elevato in termini di ricavi e nuovi utilizzatori. Entrambi questi riferimenti sono i parametri più importanti che vengono considerati nella crescita.

Paul Graham ha proposto una quantificazione della misura della crescita di una startup, anche al fine di realizzare un “feedback” per l’imprenditore relativamente alle azioni intraprese. Infine nella teoria di Paul Graham esiste una relazione positiva tra crescita molto elevata e sviluppo di nuovi prodotti e/o servizi altamente tecnologici.

Linee di pensiero diverse da quelle di Paul Graham come quella di Paolo Barberis (www.silviogulizia.com), *founder* di “Dada”, richiedono che le startup soddisfino l’introduzione nel mercato attraverso i loro prodotti e/o servizi, di contenuti di tipo tecnologico ed innovativo. Nella teoria di Paolo Barberis, inoltre, la scalabilità non deve rappresentare un punto di riferimento. Questo parametro è invece comunemente applicato nella Silicon Valley. Altri *founder* definiscono la startup con modalità emotiva introducendo sentimenti e valori che li hanno ispirati nel momento di creazione della startup stessa.

Infine, il report “Restart Italia” identifica le imprese che rientrano all’interno del suo pacchetto e definisce le startup come quelle imprese che soddisfano le sei condizioni di seguito elencate:

- 1) Sono detenute direttamente e almeno al 51% da persone fisiche, anche in termini di diritti di voto;
- 2) svolgono attività di impresa da un periodo non superiore a 48 mesi;
- 3) non hanno fatturato ovvero hanno un fatturato non superiore ai 5 milioni di euro, come risultante dall’ultimo bilancio approvato;
- 4) non distribuiscono utili;
- 5) hanno quale oggetto sociale lo sviluppo di prodotti o servizi innovativi, ad alto valore tecnologico;
- 6) si avvalgono di una contabilità trasparente che non prevede l’uso di una cassa contanti, fatte salve le spese legate ai rimborsi.

In maniera più concisa, la legge n. 221 del 2012 (vedi paragrafo 1.7) derivante dal documento precedentemente citato, ci fornisce come definizione di startup: “società di capitali di diritto, costituita anche in forma cooperativa che si occupa di sviluppo, produzione e commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico.”

In questo elaborato sono utilizzate, per definire se un’impresa rientra nel concetto di startup, le condizioni di Graham nonché quelle del documento “Restart Italia” (in particolare la condizione la n.2 e la condizione n.5). Quindi la startup dovrà rispettare

sia le condizioni a) e b) di Graham, ma non dovrà essere presente sul mercato da un lasso di tempo superiore a 48 mesi e dovrà avere come obiettivo lo sviluppo, la creazione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi.

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

Questa definizione di startup unisce la dottrina più seguita, ossia quella dell’ampia crescita ed il riferimento normativo italiano in materia.

Nei successivi paragrafi sono analizzate le necessità e le problematiche delle startup (vedi paragrafo 1.2 e 1.6 e seguenti).

Le startup, indipendentemente dal loro preciso settore di azione, necessitano di risorse non disponibili nella fase iniziale di costruzione del progetto. Queste risorse, di tipo diverso e di entità differente, sono di natura finanziaria, umana, tecnologica e tecnico-logistica (Aernoudt, 2004).

Le modalità attraverso le quali queste necessità vengono soddisfatte variano ampiamente, comprendendo contratti con Business Angel e/o fondi istituzionali di investimento oppure accordi con incubatori di impresa.

In tutte le fasi del progetto, le risorse finanziarie sono necessarie per sviluppare la startup ed estendere le proprie attività. La richiesta di tali fondi è crescente in base a quale stage si trova la startup (Goldberg, 2012). La mancanza di risorse impedisce alle startup di procedere con le loro attività e quindi di proseguire il loro progetto di sviluppo, basato (come detto precedentemente) su una crescita molto forte.

Gli investitori sono parte dello scenario. Questi sono di genere diverso, hanno differenti caratteristiche (vedi *infra*) e dispongono di risorse finanziarie che investono in diversi progetti in base a determinate analisi, con il fine ultimo di individuare le startup più futuribili e quindi più profittevoli. Tale analisi, come successivamente discusso sono condizionate da scelte di portafoglio, che permettono di ridurre il rischio ai vari fondi (Wright e Robbie, 1998; Mason e Harrison, 2002).

La precedente definizione di startup prevede un’elevata crescita. Tale elemento determina un rischio molto alto per gli investitori che necessariamente considerano vari aspetti di costo-beneficio nel momento in cui operano una scelta.

Gli investitori, intesi da parte dell'offerta di capitale, hanno origini, caratteristiche e obiettivi diversi. Risulta difficile pertanto trovare una definizione comune che li possa accomunare. Tuttavia, tutti gli investitori concedono delle risorse (di diverso genere) essenzialmente di tipo finanziario e richiedono dei risultati particolarmente profittevoli da parte delle startup, le quali utilizzano una mirata comunicazione economico finanziaria allo scopo di attrarli. Questo argomento è analizzato nei paragrafi successivi (1.3 e 1.4 e seguenti).

Inoltre, è importante anche il background culturale e legislativo che può essere di incentivo sia per la creazione delle startup che di stimolo per gli investitori. Tuttavia tale possibilità, è concessa agli attori del mercato solo se è intrapresa un'adeguata analisi del retroterra imprenditoriale. Inoltre devono essere introdotte politiche che possano legare queste nuove imprese con le contingenze territoriali, facilitando la creazione di una rete e la possibilità di comunicazione. Agli InternetDays del 2012 (www.internetdays.it), è stato fatto notare da Donadon nel caso Italia sarebbe inutile pensare di poter agire facendo riferimento al modello della Silicon Valley oppure a quello israeliano, ma sarebbe maggiormente utile creare una struttura che faccia introdurre le startup all'interno del modello prevalente italiano, ovvero delle PMI, sfruttando le peculiarità per cui siamo riconosciuti come eccellenza nel mondo, ossia del Made in Italy. Un'obiezione a tale linea di pensiero è la forte crescita che deve contraddistinguere le startup. Quest'ultimo elemento si sposa con difficoltà con i ritmi delle PMI. Come successivamente discusso, tutti gli investitori richiedono, già alla presentazione del business plan, degli obiettivi di fattibilità, ma allo stesso molto ambiziosi (regola del x10). Se quest'ultima condizione non è soddisfatta l'idea della startup, anche se buona non interesserà gli investitori (Coppola, 2014).

Analizzando in cifre il caso italiano, in accordo ai dati del Registro delle Imprese, (www.startup.registroimprese.it) il numero delle startup risulta essere in crescita costante ed ad alti tassi di incremento, nonostante il periodo negativo che sta attraversando l'intera economia italiana, attestandosi in tutto a 2158 startup (dati al 9/6/2014). Tale cifra risulta essere circa il doppio rispetto ai dati che solo nel Settembre 2013 pubblicava Infocamere. Nel censimento delle startup si nota una certa concentrazione di nuove imprese in alcune regioni particolari come la Lombardia, il Lazio e l'Emilia Romagna, con presenza massiccia nella Provincia di Milano, Roma e Bologna.

Inoltre, in accordo ai dati di Infocamere (www.infocamere.it), si rileva che l'attività delle startup italiane si è particolarmente concentrata, sulla produzione di software e sulla consulenza informatica (per il 31% delle startup). Tali imprese hanno un alto focus

nella ricerca e sviluppo di natura tecnica e scientifica (18,8%) ed infine su attività concernenti i servizi di informazioni (8%).

In Europa dal lato del finanziamento risulta esserci un ampio mercato per i Venture Capitalist, che nel 2012 hanno investito 3,2 miliardi di Euro in 2.932 startup in tutta Europa (Il Sole 24 Ore). In particolare sono stati osservati:

- investimenti per 100 milioni di Euro nel *seed stage* indirizzati verso 353 nuove imprese (con una media di 30.000 Euro a startup),
- Investimenti per 1,3 miliardi di Euro nella fase successiva al *seed* (con una media di 700.000 Euro a impresa), per 1.796 startup,
- 1,8 Miliardi di Euro complessivi per 839 imprese nell'ultimo step di finanziamento di una startup (nel paragrafo 1.2 sono descritte le differenze tra le fasi di finanziamento) (mediamente 2.100.000 di Euro per startup).

L'interesse dimostrato dai fondi di Venture Capital, particolarmente nella fase iniziale di un'impresa, si sono concentrati su settori quali ICT/Internet, *lifescience* e *cleantech* (Il Sole 24 Ore). Tuttavia il mercato europeo, rispetto a quello americano, ha dimensioni e modalità di approccio alle startup molto diversi. Questo è causato dall'ecosistema americano che è molto più competitivo, sviluppato e ricco.

Dai dati sviluppati dall'AIFI in collaborazione con Price Waterhouse Cooper (www.pwc.com) si rileva che il mercato italiano dei Venture Capitalist è di dimensioni molto ridotte, soprattutto se viene misurato in rapporto all'importanza e al peso che l'Italia riveste nell'economia europea. Infatti, sono stati attivati solo 136 investimenti per un totale di 135 milioni di Euro. La stessa ricerca evidenzia tuttavia un dato confortante, derivante dall'incremento registrato dagli investimenti rispetto all'anno precedente, dato in controtendenza rispetto ai dati europei che risultano essere in riduzione del 19%.

Un altro dato noto agli addetti ai lavori riguarda l'importanza dei fondi finanziari provenienti dal settore pubblico. In Europa, infatti, circa il 40% delle risorse cedute alle startup (come Venture Capital) proviene da fondi Governativi. Inoltre essi sono in incremento rispetto l'anno passato. Anche per tale aspetto, l'Italia necessita di ampi margini di miglioramento. La recente normativa sulle startup si ritiene sia un buon punto di partenza per tale miglioramento.

Tuttavia, le risorse non mancano per il mercato dei capitali di rischio italiano. Un esempio è costituito dalla Cassa Depositi e Prestiti (100% controllata dal Ministero del Tesoro) che ha messo a disposizione, nell'estate del 2013, una cifra pari a 6 miliardi di Euro per investimenti in capitale di rischio. Un secondo esempio è rappresentato dall'ampio numero di fondazioni bancarie (89), enti previdenziali (21), fondi pensione (541) ed altri enti economici che hanno una forte capacità di investimento nel mercato dei capitali. Complessivamente, questi enti, non prestano l'auspicabile attenzione al

venture e quindi non investono capitali specializzati per aumentare il valore potenziale delle startup e raggiungere il livello degli altri paesi Europei.

1.2 Processo di finanziamento

Successivamente al collasso dei mercati finanziari americani del 2008 e il conseguente riflesso più o meno indiretto che ha avuto su tutti i mercati mondiali, il finanziamento alle imprese ha visto un cambiamento, ancora in atto, molto importante nelle sue caratteristiche e modalità, che sta determinando la creazione di alcune soluzioni alternative. Infatti, stime derivanti dalle elaborazioni CSC sui dati della Banca d'Italia e della Bundesbank indicano che dal 2008 al 2013, solo in Italia e in Germania, l'offerta di prestiti è scesa rispettivamente per 850 e 150 milioni di Euro.

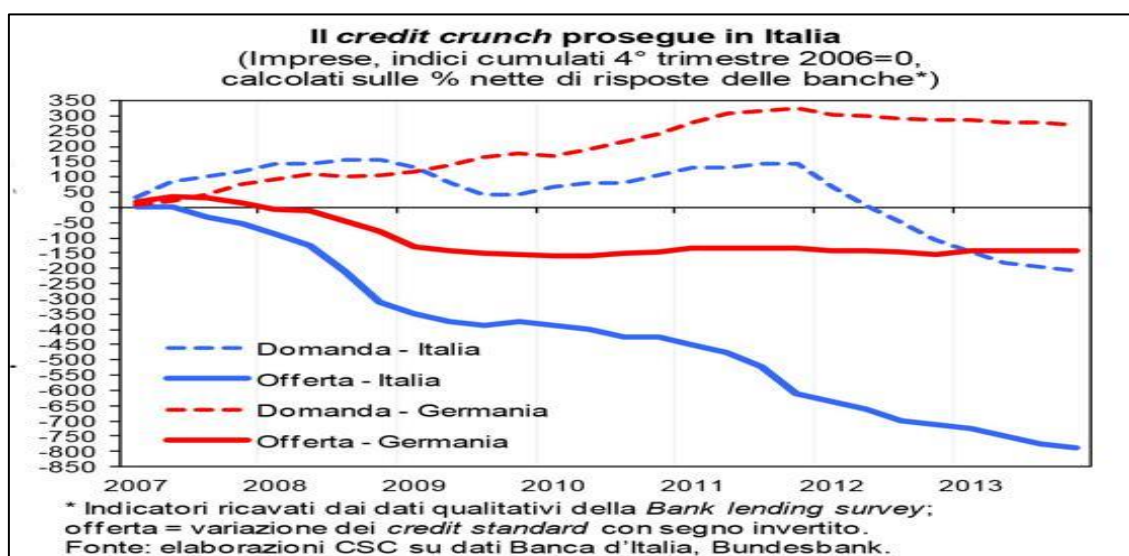


Figura 1.1: Il credit crunch in Italia e Germania (fonte: elaborazioni CSC su dati banca d'Italia e Bundesbank).

L'andamento della domanda, in crescita fino alla fine del 2011, attualmente è in decrescita (vedi Figura 1.1). Inoltre il ritardato pagamento dei clienti e le difficoltà nell'avere una liquidità adeguata, ha peggiorato le condizioni economico-finanziarie. Questa situazione non solo ha influenzato le scelte d'investimento e di crescita degli imprenditori ma in alcuni casi ha comportato la chiusura delle loro imprese.

Il report della Banca d'Italia "Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi" illustra in maniera chiara tale scenario differenziando due situazioni. La prima è rappresentata dalle "imprese caratterizzate da condizioni finanziarie meno solide, la cui difficoltà di accedere al

credito può minare l'equilibrio di bilancio fino a determinarne il fallimento". La seconda si riferisce a *"quelle con elevate prospettive di crescita che può pregiudicare la possibilità di fare investimenti o di intraprendere percorsi di sviluppo"*. La seconda situazione è rilevante per le startup (vedi definizione precedente) in quanto necessitano di risorse finanziarie per rispettare le elevate prospettive di crescita pronosticate.

Cercando di definire un modello di riferimento per le fasi che caratterizzano il finanziamento di una startup, possiamo prendere in considerazione il White Paper del presidente della StartupFactory Robert Goldberg (2012). In tale modello si identificano generalmente tre macro fasi: la "Early Business Stages"; la "Traditional Business Expansion Stages" ed la "Traditional Late Stages". Queste macro fasi si articolano a loro volta di altre fasi come indicato nella Figura 1.2.

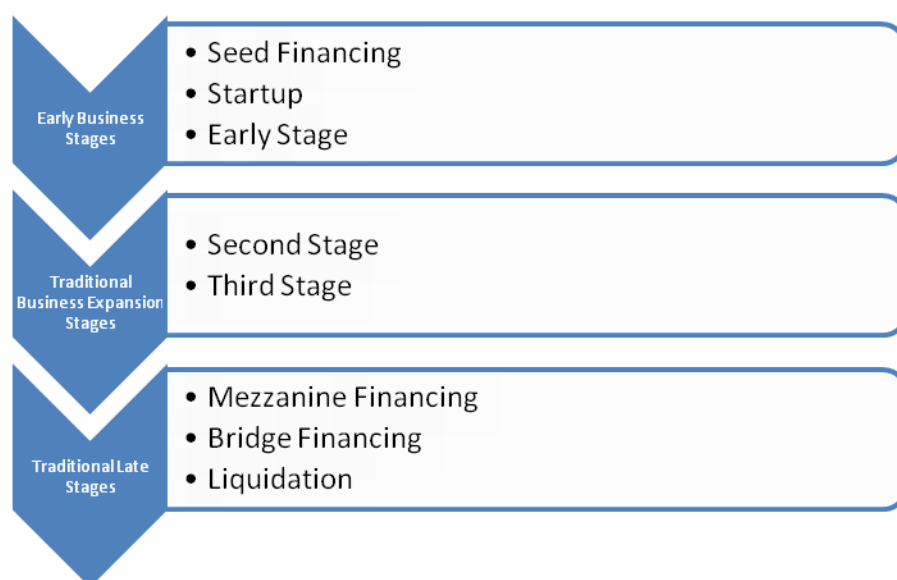


Figura 1.2: Il processo di finanziamento di una new venture (desunto dal White Paper di Robert Goldberg, 2012).

Ogni micro fase è successiva a quella precedente tuttavia non tutte sono necessarie. Per ogni microfase esiste la necessità di interlocutori differenti.

La prima macro fase "*Early Business Stage*" fa riferimento ai momenti di vita iniziali della startup. Essa richiede una forte necessità di risorse finanziarie (ma non solo), che permettano alla nuova impresa, in alcuni casi ancora non costituita legalmente, di plasmarsi e di iniziare a mettere in atto le proprie attività. La seconda macro fase, la "*Traditional Business Expansion Stages*", si identifica con la ricerca di finanziamenti per espandere le attività di un'impresa che è già si trova nella fase produttiva ma non

ancora al punto di break-even e pertanto profittevole. L'ultima macro fase, invece, riguarda imprese, già presenti sul mercato che hanno esigenze differenti, come una possibile quotazione in borsa e quindi alla ricerca di denaro per l'IPO, oppure per la possibile vendita della startup stessa ad un'altra impresa. Già da questa fase dell'elaborato risulta evidente la necessità delle startup di rappresentare al meglio le proprie caratteristiche economico finanziarie tramite una buona comunicazione. Tale aspetto è discusso nei prossimi capitoli.

Una caratteristica comune, che deve essere sempre presente, consiste nella crescita futura pronosticata molto elevata.

Con il contributo mutuato da Goldberg, ogni fase è descritta nei successivi paragrafi in maniera più puntuale. Tale descrizione inizia dalle tre micro fasi dell'“Early Business Stages”, per poi proseguire con tutte le altre.

Il “*Seed Financing*” rappresenta la primissima fase della vita di una startup, quando questa è o non ancora legalmente costituita. L'idea o un brevetto è il valore che si cercherà di far fruttare e di capire se potrà avere successo o non. Pertanto in questa fase vengono sviluppate ricerche di mercato e “prove” che possano esplorare la reazione dei possibili clienti alla entrata della startup nel mercato. Solitamente in tale fase, le startup hanno alcuni possibili investitori identificabili in “*outside investors*”, *4fs* o Business Angel (dopo l'intervento del *4fs*) a cui rivolgersi (Conti et al., 2013; Coppola, 2014).

Il primo caso, prevede degli “investitori esterni” che entrando nell'equity di una società privata (che rimane tale), hanno come obiettivo un ritorno pari a circa 10-30 volte il loro investimento iniziale. Tali investitori non entrano all'interno del management. In tale situazione viene utilizzato lo strumento del “*Private Placement Memorandum*”, cioè un regolamento previsto già dal 1933 dalla SEC (in Italia viene regolato dalla prassi internazionale). Tale regolamento prevede la redazione di un documento particolarmente complesso, il quale da una parte informa l'investitore dei rischi e dell'attività su cui sta investendo e dall'altra assicura l'imprenditore nel caso in cui di fallimento dell'attività (Morgan et al., 2013). Per gli investitori, tale modello comporta i seguenti vantaggi: un costo inferiore rispetto a un'IPO, un maggior controllo sugli strumenti finanziari usati e sulle attività intraprese dalla startup. Gli svantaggi del modello consistono in un rischio maggiore derivante dal fatto che la startup non ha avuto ancora il riscontro del mercato, in una minore liquidità dell'investimento oltre ovviamente a un rischio molto elevato (www.borsaitaliana.it).

I “*4fs*” rappresentano 4 categorie di personaggi che possono finanziare l'impresa. Il fondatore il cui impegno professionale ed economico introdotto è considerato il termometro del possibile successo di una startup, almeno nella sua fase iniziale; gli amici (*friends*); la famiglia; gli “stupidi” (*fools*). Tale categoria investe sull'idea della

startup o per motivi affettivi (come gli amici e la famiglia) o perché crede di poter ottenere dei facili guadagni conseguenti ad un'intuizione (*fools*) (Conti et al., 2013). La possibilità di farsi finanziare da questi personaggi è piuttosto alta. Tuttavia vanno considerate pressioni difficili da gestire, se i primi risultati non saranno buoni come pronosticato o per una sottovalutazione del mondo delle startup e per la scarsa conoscenza dei passaggi successivi, può comportare dei contrasti difficilmente sanabili (es. diluizione delle quote) (Coppola, 2014).

Infine l'ultimo caso prevede l'intervento finanziario dei Business Angel, ossia degli investitori provvisti di un patrimonio personale molto ampio che hanno interesse nell'investire in alcuni progetti, che ritengono possano assicurare un ritorno pari a circa 20-30 volte il loro investimento, con una crescita annua almeno pari al 40% (vedi *infra*). Tale figura, come illustrato nel paragrafo successivo, ha un ruolo molto importante e influente all'interno della startup. Infatti essa non solo cede delle risorse finanziarie, ma date le sue esperienze imprenditoriali, fornisce importanti consigli all'imprenditore, facendo anche parte del board. Generalmente, i Business Angel vengono visti come figure che anticipano l'interesse di un fondo di Private Equity. Questo accade perché di solito il loro investimento, quasi sempre minore di 500 mila dollari non è considerato interessante dai fondi che hanno capacità di finanziamento maggiori e inoltre sono considerati come degli "apripista".

La seconda fase dell'"Early Business Stage" è lo "*Startup Stage*" che prevede uno sviluppo del prodotto, a volte anche solo del prototipo, e un'iniziale creazione di dipartimenti all'interno dell'impresa. Tale momento è associato a un business-plan già redatto ed ad un'analisi di mercato che prevede una risposta positiva, anche se il prodotto ancora non è stato introdotto sul mercato. In questa fase i finanziatori sono ancora: i Business Angel, i fondi pubblici o gli incubatori (vedi *infra*).

I fondi pubblici sono degli investimenti che vengono erogati da un ente pubblico (quali: Unione Europea, Stato nazionale, Regioni ecc.) ad una startup il cui obiettivo è quello dello sviluppo di un determinato territorio di riferimento. Tale modello se da un lato ha una concorrenza bassa nel ricevere i fondi, dall'altro vede un grado di burocrazia molto elevata, un vincolo territoriale molto stringente e un limite temporale di 5 anni. Quest'ultimo elemento può comportare una distorsione nel piano iniziale e delle difficoltà nel seguire il progetto iniziale.

La terza fase dell'"Early Business Stage" evidenzia una startup che si è inserita sul mercato con una *traction* e inizia a "rifondere" e remunerare i propri investitori, il raggiungimento di tale fase si verifica dopo circa 2-3 anni. In tale momento o nelle fasi che saranno analizzate successivamente, il Business Angel tende ad uscire (come da accordi stipulati precedentemente con un contratto) dalla startup, in genere a favore di

un fondo di Venture Capitalist, che disponendo di ampie risorse finanziarie può investire sulla futura crescita dell'impresa. Il rischio che si assumono gli investitori in questa fase si è ridotto rispetto a quello associato alle primissime fasi. Esso, risulta tuttavia ancora molto alto, anche in relazione agli elevati investimenti che si troveranno ad affrontare i fondi (dai 500 mila dollari si raggiunge un massimo di circa 10 milioni di dollari) ed in rapporto al Venture Capitalist a cui si fa richiesta. Per convincere un fondo a investire in maniera così importante sulla propria startup si deve prospettare una crescita di altissimo rilievo, cioè pari a circa 30-50% annuo. Inoltre il loro profilo temporale (concordato precedentemente tramite accordi di exit), discusso nei successivi paragrafi sarà piuttosto ampio essendo compreso in un arco temporale variabile dai 3-7 anni. La startup infatti viene portata verso una IPO o verso l'acquisizione da parte di un'altra impresa, che renderà liquido l'investimento effettuato.

La seconda macro fase "Traditional Business Expansion Stages" consiste di due stati, non troppo dissimili tra loro. Infatti: il "*Second stage*" prevede che la startup già stia vendendo i propri prodotti sul mercato e abbia intenzione di sviluppare maggiormente i suoi dipartimenti, anche se ancora non crea profitti e necessita di liquidità per coprire i suoi costi legati ai lavoratori e all'*inventory*. Il "*Third Stage*", presume che l'impresa si trovi in una fase nella quale è alla ricerca di economie di scala e di piani integrati di marketing. L'impresa in questa fase è vicina al punto di break-even oppure è già profittevole. In entrambe i momenti trattati, si presuppone un finanziamento proveniente dai fondi di Venture Capitale a volte si inizia a vedere l'inserimento delle banche nell'ambito dei debitori.

Infine l'ultima macro fase è la "Traditional Late Stages". Questo momento prevede tre diverse opzioni che possono anche essere alternative l'una all'altra. In questo stage sicuramente i fondi di Private Equity vedono ridurre il rischio assunto e la possibilità di fuoriuscire dall'equity della startup.

La prima opzione analizzata è quella del "*Mezzanine Financing*" che è un mix tra debito e equity che le imprese possono richiedere per finanziare il proprio sviluppo. Generalmente, tale modello vede la possibilità di trasformare l'equity in debito, se il debito non è stato restituito secondo i modi pattuiti. Solitamente questa soluzione risulta essere particolarmente costosa per l'impresa, con un orizzonte temporale compreso tra i 2 e i 5 anni. Tale particolare forma di finanziamento può essere concesso da banche commerciali, da fondi di Private Equity, fondi pensione e fondi assicurativi.

Una seconda opzione consiste nel "*Bridge Financing*", cioè un finanziamento da parte di una banca d'investimento o di un fondo di venture capital verso un'impresa che ha una necessità finanziaria di breve periodo (mai superiore ai 12 mesi). Tale

finanziamento si attiva in casi particolari quali introduzione di liquidità in un'impresa che si trova in difficoltà in termini di *working capital*, di pagamento dei costi di una IPO di un'impresa, la fase di transizione tra l'estinzione di un prestito alla concessione di un nuovo finanziamento. Ogni operazione di "*Bridge Financing*", quindi, viene erogata quando è assicurata da un'operazione successiva che giustifica la sua esistenza. In altre parole viene concessa solamente quando questo finanziamento è assicurato dalla copertura della successiva operazione. I tassi d'interesse collegati a tale posizione sono mediamente maggiori rispetto a quelli associati ad un normale debito (a causa del forte rischio che contraddistingue l'operazione). Tuttavia si è realizzata la possibilità di ripagare i finanziatori tramite non solo interessi ma anche equity.

Infine l'ultima opzione, trattata da Goldberg nel suo lavoro, è la "*Liquidation Phase*" che rappresenta la fase in cui l'imprenditore della ex (ormai) startup fuoriesce dalla stessa. In questo momento, diversi esperti finanziari e banche d'investimento offriranno il proprio aiuto e conoscenze per l'organizzazione di una futura IPO, per l'acquisizione di altre imprese o per un *leverage buy out*.

Viste queste diverse possibili opzioni, conseguenti ad esigenze e momenti eterogenei, le caratteristiche di tutti gli attori sopra citati saranno analizzate con precisione nei prossimi paragrafi di questo capitolo.

Un'opzione, che Goldberg (2012) non cita nel suo lavoro, è quella del corporate venture. Tale modello è presente solo in una grande azienda, che investe dei fondi su alcune progetti di startup che potrebbero risultare per loro interessanti. Con lo sfruttamento di tali investimenti, la grande azienda riduce i costi di sviluppo di un prodotto nuovo, rispetto a quelli richiesti per uno sviluppo interamente autonomo, sfruttando un'idea in parte già strutturata che si pone dal momento in cui è già presente un "prodotto beta privato" oppure anche successivamente. Inoltre la grande azienda si interessa a quei prodotti che possano creare delle sinergie con l'impresa stessa. Tale modello ha anche dei vantaggi per la startup che riesce ad ottenere gli investimenti necessari per il proprio sviluppo oltre alla possibilità di sfruttare altre risorse (umane e di know-how) della corporation. Tuttavia dal lato opposto esiste la possibilità dell'emergenza di distorsioni al piano iniziale della startup. Conseguenti agli interessi della corporation, che sono diversi da quelli iniziali della startup, o dal non rispetto dei patti iniziali a causa di problematiche, che sono del tutto esogene e imprevedibili da parte della startup e vengono a istaurarsi nell'azienda (Coppola, 2014).

1.3 Business Angel

I Business Angel sono degli investitori, identificati dalla letteratura come informali (Mason e Harrison, 2002). Essi hanno caratteristiche proprie particolari e si differenziano dagli altri soggetti del mercato a causa delle loro preferenze di investimento, modalità d'azione e *time horizon*. Un significativo numero di ricercatori e studiosi della materia si sono consistentemente impegnati per ridurre il gap informativo riguardante le caratteristiche dei Business Angel. Infatti esiste, coerentemente con la tipologia del mercato in cui investono (imprese in uno stadio *seed* o poco successivo), una scarsità di notizie relativamente alle azioni, alle modalità d'investimento ed ai risultati. Tale carenza di informazioni è motivata inoltre dalla mancanza di un'infrastruttura di base che supporti il mercato, oltre che da vincoli meno stringenti sull'informativa aziendale che deve essere resa nota al pubblico (Prowse, 1998). Per tali motivi è stato analizzato un ampio scenario di studi empirici e teorici per poter cercare di identificare e inquadrare tale categoria di investitori.

1.3.1 Identità e caratteristiche

I Business Angel (da questo momento in poi, BA) sono degli investitori informali che si distinguono dai Venture Capitalist o da altre tipologie ancora per la caratteristica unica di usare le proprie risorse personali per investire in un progetto, nella maggior parte dei casi consistenti in business nuovi e crescenti con i quali non hanno una connessione familiare (Maxwell et al, 2011).

Questi individui si caratterizzano per avere un'importante esperienza in uno o più settori simili e decidono di mettere a disposizione di alcuni imprenditori sia le proprie risorse finanziarie, sia le proprie conoscenze tecniche maturate durante la loro carriera professionale. La decisione di investire in nuovi progetti, solitamente, è collegata ad un momento avanzato della vita di questi professionisti. Inoltre i BA dispongono di rendite finanziarie o altre fonti di sostentamento economico permissive di una continuità di investimento indipendente dai risultati derivanti da questa attività. Infatti, in accordo ad uno studio di Mason e Harrison (2002), mediamente circa il 15% del patrimonio dei BA viene complessivamente investito in questo tipo di attività. Queste hanno l'obiettivo di creare un sostanziale ritorno economico derivante dal *capital gain* conseguente alla compravendita delle quote della startup (Kelly e Hay, 2003).

Questa categoria di investitori viene distinta in rapporto alla tipologia di attività attuata nel business. Infatti, esistono, i BA: "*passive*" e quelli "*active*". I primi, piuttosto rari, si limitano all'investimento del loro denaro, monitorando solo occasionalmente le azioni degli imprenditori. I secondi, cioè gli "*active*" sono i più frequenti. Essi

svolgono non solo un'attività di investimento, ma anche di monitoraggio, siedono nel board e sono in continuo contatto con gli imprenditori supportandoli con consigli ed aiuti (Prowse, 1998).

Fairchild (2011), nella sua analisi, ha tentato di recuperare le varie campionature sul contributo quantitativo dei BA. Infatti, in accordo allo studio di Freear ed altri ricercatori (1996), i BA negli USA erano circa 250 mila e investivano tra i 10 e i 20 miliardi di dollari in 30 mila imprese, mentre i Venture Capitalist investivano circa 6,6 miliardi di dollari. In uno studio successivo del 2002, Wong notava che la "National Venture Capital Association" contava investimenti pari a quasi 100 miliardi di dollari per i BA, mentre per i Venture Capitalist circa 48,3 miliardi di dollari. Da questi dati e come confermato da tutta la letteratura, i BA offrono al mercato una cifra maggiore rispetto ai Venture Capitalist da investire. Tuttavia le condizioni e le modalità d'investimento tra questi due soggetti economici sono molto differenti. Lo studio di Maxwell e di altri autori (2011), indica qualitativamente, riaggregando i numerosi contributi di Sohl ed altri, che i BA investono mediamente 16 volte di più rispetto ai Venture Capitalist nella fase *seed*. Nel 2008, il 45% degli investimenti dei BA sono stati indirizzati in una fase iniziale del progetto (*early stage*) e questa percentuale è superiore di circa il 27% al contributo degli investitori formali. Pertanto, i BA si concentrano nella fase iniziale, mentre i Venture Capitalist nella fase successiva dell'investimento. Questi concetti sono discussi più specificatamente nelle prossime sezioni del presente elaborato. Altri studi hanno osservato una sostanziale differenza quantitativa ancora tra gli USA e l'Europa. Infatti, nel Vecchio Continente gli "*informal investors*" sono molto meno sviluppati rispetto agli USA, ove sono tuttavia in numero superiore rispetto agli investitori formali. Al fine di una più corretta analisi di questo scenario va sottolineato che gli "*informal investors*" comprendono non solo i BA ma anche i 4F (San Josè et al., 2005).

Gli interessi che spingono i BA ad "avventurarsi" nel mondo delle startup si possono riassumere in due punti fondamentali riassunti e contenuti entrambi nel *capital gain*. Il *capital gain* è la volontà di impegnarsi in un progetto nuovo unitamente a quella di "divertirsi" in questa esperienza. Per quanto riguarda il primo obiettivo, i BA solitamente vanno alla ricerca di business solo con una fortissima attesa di crescita e con un team formato da persone altamente motivate che hanno già investito molto del loro tempo, denaro e impegno in questa attività (Coppola, 2014). Inoltre, da uno studio di Bygrave e Timmons (1992), gli investimenti in una fase di *early stage* risultano aver un ritorno maggiore rispetto alle fasi successive (ma anche un maggior rischio). Tuttavia, come sarà successivamente analizzato, per i BA nella valutazione di un business, non è rilevante solo il business plan ma anche, e soprattutto, i sentimenti e la motivazione che gli imprenditori riescono a far provare e trasmettere. Il secondo aspetto, di carattere

squisitamente emotivo, è costantemente presente nella selezione dei business più interessanti nonché del rapporto che si riuscirà a costruire ed instaurare tra imprenditore ed investitore. In altre parole c'è un'importanza sostanziale dei *softer factors* (Maxwell et al, 2011; Paul et al, 2007).

Il target dei BA, come già precedentemente citato, è legato a nuovi e crescenti business con i quali non hanno una connessione di famiglia (vedi *supra*). Tali business che possiamo indicare con il termine di startup, sono articolati in diverse fasi ed hanno necessità di investimento. I BA entrano e si occupano usualmente della fase *seed* od *early*.

Questa affermazione è confermata dai numeri precedentemente citati (Maxwell et al, 2011; Paul et al, 2007) e dalla dimensione dell'investimento singolo necessario all'impresa. Infatti spesso può verificarsi che in una fase *seed*, le necessità di risorse finanziarie siano inferiori di quelle richieste e si rivolgono ai BA che se aggregati hanno una capacità d'investimento superiore a un investitore formale. Inoltre i BA sono molto numerosi e quindi a livello singolo hanno una minore capacità economica. Pertanto, solitamente le startup sanno di potersi rivolgere ai BA per investimenti pari o poco inferiori ai 500 mila dollari (Van Osnabrugge, 2000).

E' rilevante precisare, che i BA vengono contattati solo ed esclusivamente dopo che i 4F hanno già introdotto le loro risorse finanziarie che non sono più sufficienti e permissivi per proseguire altrimenti nello sviluppo della startup, altrimenti (Prowse, 1998). Tuttavia i BA non ricercano opportunità d'investimento in maniera indiscriminata tra tutte le startup che ne fanno richiesta. Da studi empirici (Prowse, 1998) riconosciuti concordemente da tutta la dottrina, risulta evidente che questi investitori si concentrano su un'area limitata di startup, cioè il più possibile vicino al settore da cui provengono. Inoltre la vicinanza geografica è rilevante per i BA. Questo si verifica in quanto giustificato dalla ricerca e selezione di opportunità di maggiore interesse che possono essere facilmente seguite nelle loro evoluzioni e che allo stesso tempo consentono un maggiore coinvolgimento nonché la realizzazione di una più intensa empatia con gli imprenditori. Identificato e definito il target di riferimento dei BA, si deve tener conto che essi agiscono diversamente nella scelta dei business selezionati come definiti. In accordo alla definizione di Mason e Harrison (2002): "*Business angels therefore concentrate on avoiding bad investments rather than seeking winners and aim to make a return on every investment they make.*" Questa caratteristica li contraddistingue in maniera netta dagli investitori istituzionali. Questi ultimi, diversamente dai BA, ricercano in modo sistematico il migliore investimento, cioè come indicato in gergo, il "cavallo vincente" con la prospettiva concreta di generare un significativo *capital gain*.

Va ricordato che anche i BA sono interessati al *capital gain* ma non solo, per due ordini di motivi consistenti nel fattore “*fun*” (Benjamin e Margulis, 1996), già prima citato, e nella necessità di avere meno vincoli rispetto agli altri investitori. Non va tuttavia dimenticato che il BA, analogamente a tutti gli investitori informali, investe proprie risorse economiche e non di altri, come si verifica per i fondi pensione o per privati associati a professionisti.

Questa genesi diversa comporta differenti *time horizon*, decisioni di investimento e pressioni (Van Osnabrugge, 2000). Un BA ha la possibilità di usare a suo vantaggio due leve come quella del tempo, in quanto i suoi fondi non hanno una limitazione temporale (come succede per gli investitori istituzionali), potendo così prolungare sia il tempo di investimento in una startup o attendere l’occasione buona, o quella che si reputa tale. L’altra leva consiste nella fiducia nel proprio istinto e nel proprio “*gut feeling*” (come si spiegherà dopo). Infatti non essendoci “agente” e “principale” in questa fase il BA può gestire tutto in maniera anche meno formale. Inoltre, tale natura particolare caratterizza i BA nell’acceptare non più di un progetto all’anno (Prowse, 1998). I BA attuano rispetto ad un fondo di Venture Capital (Mason e Harrison, 2002) un numero inferiore di investimenti. Tale circostanza si verifica per la minor capacità d’investimento dei BA, presi singolarmente, rispetto agli altri investitori, nonché per l’approccio e l’aiuto diretto che viene dato agli imprenditori. La collaborazione diretta di un BA in una startup è la singolarità che contraddistingue questo rapporto rispetto a tutti gli altri. Per questo supporto diretto si vengono a creare un rapporto diretto fondato sulla fiducia e sull’empatia tra i soggetti economici che semplifica sia le relazioni e tal volta anche la *due diligence* tra le parti. La fiducia e l’empatia caratterizzano non solo la maggior possibilità di raggiungere l’accordo iniziale (Es. *elimination by aspects*) ma anche il proseguimento dell’accordo nel suo complesso nonché la possibilità di raggiungere un risultato finale positivo. Tali fattori saranno discussi più accuratamente nel paragrafo 1.3.3.

Come si è più volte ricordato, per i BA la realizzazione di un significativo *capital gain* è obiettivo primario della loro attività di investitori ed il loro target è caratterizzato da startup con una crescita molto forte. Nei precedenti paragrafi è stato sottolineato che tale crescita deve avere tassi così alti da permettere un ritorno di almeno 10 volte l’investimento iniziale. Tale valore è motivato dalla rischiosità degli investimenti che mediamente in più della metà dei casi possono risultare in perdita. La ricerca e la realizzazione del risultato eccellente è pertanto indispensabile al fine di recuperare le perdite mantenendo un rendimento generale più elevato rispetto a quello del mercato. Tale ragionamento è vero per i BA, però non va dimenticato quanto enunciato da Mason e Harrison, quando affermano che i BA cercano di evitare i cattivi investimenti non ricercando esclusivamente quelli vincenti. ma quelli che possano avere almeno un rendimento positivo, creando graficamente una Normale.

Tale affermazione è in parte confermata dai risultati degli studi empirici che questi studiosi (2002) hanno elaborato, caratterizzati dalla perdurata oscurità, sia del mercato sia dei soggetti economici che ne fanno parte. I due studiosi britannici, usando dei dati provenienti da altre indagini sui BA locali, hanno osservato che il tasso di investimenti con una perdita totale è inferiore a quella registrata per i fondi di Venture Capital. Coerentemente con tale evento anche le percentuali legate ad un ritorno superiore a zero e poco più che positivo sono superiori a quelle osservate per i fondi di Venture Capital. Al contrario risultano leggermente inferiori i valori legati a un rendimento superiore al 100%. Riportando in una rappresentazione grafica ad istogrammi la percentuale di investimenti attuati dai “*informal venture capitalist*” e il loro rendimento associato si ottiene un risultato come quello illustrato nella figura di seguito allegata.

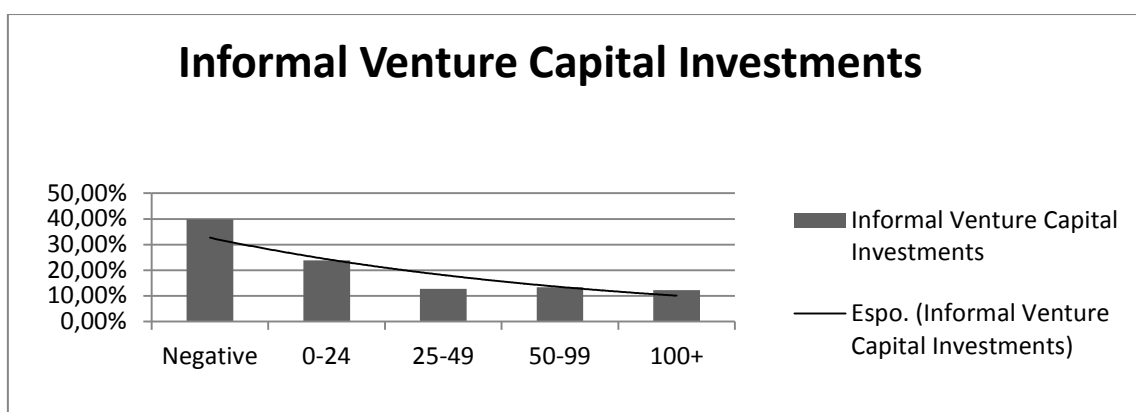


Figura 1.3: Grafico desunto da Mason e Harrison (2002)

Come illustrato nella rappresentazione grafica, la forma della linea di tendenza non soddisfa le caratteristiche di una Normale. Questo risultato non coincide con la precedente citazione. Essa infatti prevede che evitando la selezione di cattivi investimenti i risultati creano una funzione corrispondente ai criteri di una Normale. Tuttavia dai dati e da come illustrato nei prossimi paragrafi, i BA hanno risultati mediamente molto più positivi con un IRR (Investment Rate of Return) compreso tra lo 0% e il 49% rispetto agli investitori istituzionali. Inoltre, i risultati superiori a un IRR del 100% sono di poco inferiori a quelli degli altri investitori (Mason e Harrison, 2002) (vedi *infra*).

I risultati fin qui illustrati sono stati in parte confermati in uno studio condotto sui BA finlandesi (Lumme et al, 1996).

I risultati conseguiti dai BA dipendono dalla diversa natura degli investimenti realizzati. Precedentemente è stato sottolineato che gli investitori informali hanno molti più limiti sia a livello territoriale, che di settore, oltre a quelli di budget. Tale limitazione quindi si

estende anche al numero di startup in cui investono. Questi limiti comportano che a differenza dei Venture Capitalist, i BA non creano un vero e proprio portafoglio con il fine di ridurre il rischio dei loro investimenti, tramite una tecnica di diversificazione. I BA evitando i cattivi investimenti (seppur con un tasso di crescita assai elevato) cercano di trarre un profitto seppur minimo da tutti gli investimenti stessi messi in essere (Benjamin e Margulis, 1996). Questo conferma e spiega, ancora una volta, il *modus operandi* dei BA.

Un altro dato interessante che conferma quanto fino qui illustrato, riguarda le tempistiche che caratterizzano gli investitori informali. Dagli studi di Mason e Harrison (2002), il *time horizon* dei BA è mediamente più lungo degli investitori formali. Questo evento si verifica in quanto i BA non hanno limiti temporali, non un rapporto di agenzia con altri soggetti nella disponibilità dei fondi. Infatti, essendo le risorse finanziarie proprie possono decidere in modo autonomo relativamente al periodo di investimento impiegato in un progetto ed attendere i risultati positivi anche se questi non sono immediati. A conferma di quanto affermato, la mediana del periodo di investimento per i vari tipi di business è di circa 4 anni per quelli di successo ($IRR > 25\%$), di circa 2 anni per quelli in perdita o con un rendimento di poco superiore al break-even point, e di circa 6 anni per quelli con risultati positivi ($1\% < IRR < 24\%$), ma non particolarmente eccezionali per il tipo di mercato (startup). Infine una media del periodo di investimento stimata da Prowse (1998), per i BA, è di circa 5 anni. I valori per i VC risultano mediamente inferiori, specialmente per quei business che non hanno un'elevata crescita, dai quali si disinveste mediamente prima, anche coerentemente con il *time horizon* dell'intero fondo di investimento (Coppola, 2014). Una spiegazione alternativa per la maggiore durata degli investimenti parzialmente positivi è data dalla difficoltà di poter uscire in maniera profittevole dal business a causa della mancanza di altri investitori che possano acquisire la loro quota in maniera profittevole. Le fattispecie di exit e *due diligence* saranno poi analizzate nel paragrafo successivo. La Figura 1.4, illustra con maggior precisione quanto sopra illustrato.

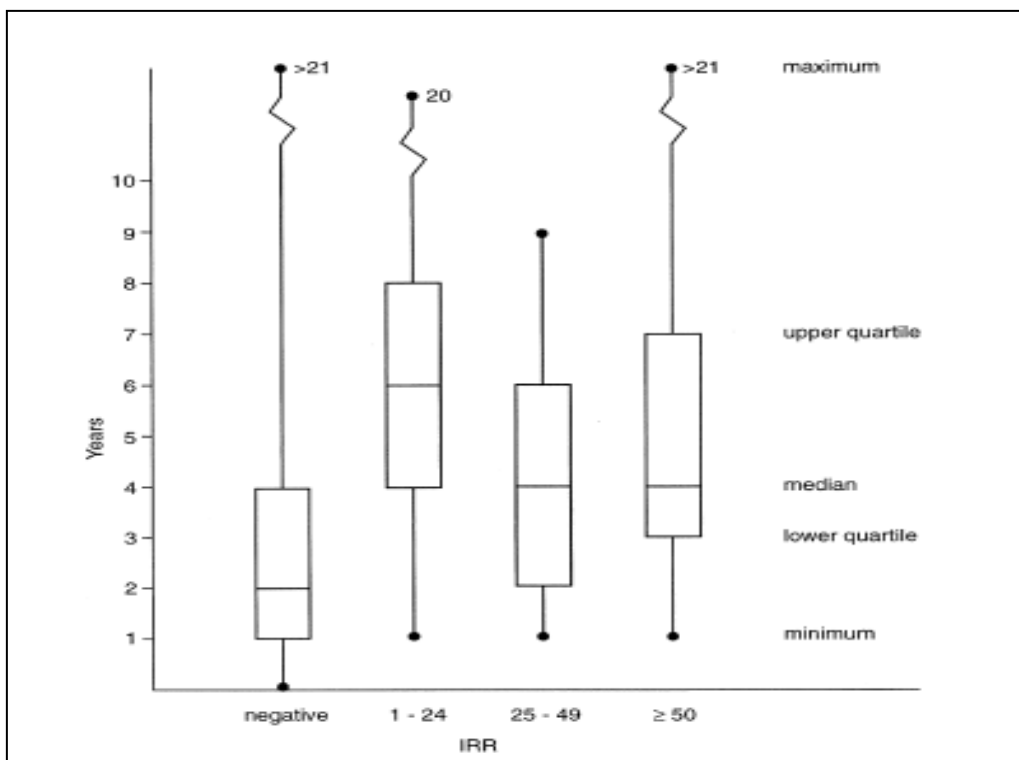


Figura 1.4: Relazione tra il periodo di investimento e l'IRR. (Tratto da Mason e Harrison, 2002).

Un'altra caratteristica dei BA, già accennata, è l'oscurità nella quale lavorano e la difficoltà nell'entrare a contatto con questi soggetti economici. Infatti esiste una certa difficoltà nell'ottenere dati certi e generali sulle loro prestazioni, nonché sui modelli da loro utilizzati. Per tale caratteristica, gli imprenditori che vogliono entrare in contatto con loro incontrano notevole difficoltà. Dall'altro lato, anche i BA stessi incontrano difficoltà a trovare gli investimenti più adatti per loro, sia a livello di caratteristiche settoriali della startup, sia a livello locale. Tali motivazioni unitamente ad un'incertezza di base che accompagna questo tipo di accordi ha attivato un'"unione" di diversi BA fino alla creazione dei Business Angel Network (BAN). Questo Network consente ai BA di poter comunicare tra loro e scambiarsi delle opportunità in base alle caratteristiche tipiche di ogni investitore. Inoltre, tale sistema permette di ridurre quell'*information gap* che si crea tra domanda ed offerta, minimizzando sia i costi di ricerca (Mason e Harrison, 1997) che la complessità (San Josè et al, 2005). I BA che agiscono da soli senza il supporto di un network sono una rarità. Essi si devono far carico di una serie di costi ed incertezze che gli impediscono di essere efficienti come gli altri BA all'interno di un BAN (Mason e Harrison, 1997). I BAN non sono tutti uguali e per questo se ne possono identificare secondo Mason e Harrison (1997) tre tipologie diverse. La prima si identifica con i BAN introduttori di servizi convenzionali, che

prevedono la circolazione di un bollettino con le varie opportunità di investimenti (es: Venture capital report) o attraverso la creazione di un vasto database di possibili imprese su cui investire. La seconda tipologia consiste di un ramo delle società che offrono servizi finanziari. La peculiarità di questa seconda tipologia è di non concentrarsi sugli investitori, ma sulle startup favorendo l'incontro di domanda ed offerta. L'ultima tipologia comprende delle organizzazioni che collegano persone ed organizzazioni che hanno dei gap nei propri team manageriali.

In questa sezione del presente elaborato si è cercato di identificare in modo quanto più possibile circoscritto i BA ed il loro target. Tuttavia la varietà del mercato e dei soggetti che ne fanno parte rende difficile formulare delle considerazioni comuni che possono essere generalizzate (Prowse, 1998).

1.3.2 Due diligence e exit

Gli accordi che intercorrono tra BA e imprenditori sono caratterizzati, per la scarsa visibilità delle azioni e comportamenti pre-accordo, da un'elevata incertezza e complessità. Tali fattori comportano quindi costi di agenzia e opportunismo che è necessario regolare e limitare con un contratto. Tuttavia, gli studi di Williamson (1993) e Simon (1955) sono indicativi della difficoltà nel redigere un contratto completo data la razionalità limitata che riduce le capacità computazionali e informative. Tali tecniche sono intese ad evitare l'effetto negativo di una serie di azioni di opportunismo. Entrambe le parti dell'accordo sono soggette a rischi (oltre ai famosi *moral hazard* e *adverse selection*), questi consistono nel "*double sided effort-shirking problems*" e il "*double sided expropriation model*" (Fairchild, 2011). Nel primo caso si intende un mancato impegno per una delle due parti e questo è dato da una mancata possibilità di vedere le azioni effettivamente attuate e dall'altro la possibilità di espropriare parte dell'idea o dei contenuti a una delle due parti.

Per evitare queste problematiche il modello di questi investitori non istituzionali si basa molto sull'empatia con l'imprenditore e nell'istaurazione di un clima di fiducia che tende ad eliminare o a limitare gli opportunismi di entrambe le parti (Fairchild, 2011). A conferma di tale affermazione Van Osnabrugge (2000) riconosce due modelli per la formulazione degli accordi. Il primo dei contratti incompleti (proveniente dalla stessa teoria) ed il secondo quello del *principal-agent approach*. Gli accordi messi in essere dai BA sono riconducibili alla prima delle due tipologie sopracitate. Essi prevedono l'individuazione di una serie di variabili di riferimento e la definizione di un contratto che prende in considerazione i vari costi di transazione, della razionalità limitata e dell'asimmetria informativa esistente tra le parti. Il contratto, per definizione incompleto, verrà frequentemente rinegoziato in rapporto alle variazioni delle variabili

di riferimento (Van Osnabrugge, 2000). Inoltre tale modello vedrà un'allocazione di controllo ex-post particolarmente intenso. Esso risulta coerente con le caratteristiche del modello di investimento di un BA, in quanto si prevede uno stretto contatto tra le parti nonché un lavoro di gruppo tra l'investitore ed il team del management. Al contrario come discusso nei prossimi paragrafi, l'approccio del principale-agente è più coerente con il modello degli investitori istituzionali. La minore attenzione che questo approccio mette in essere nella redazione del contratto nella sua fase preparatoria è motivata anche dalla diversa genesi tra BA e Venture Capitalist. I secondi hanno un rapporto di agenzia anche con gli investitori ed hanno necessità di attuare un contratto atto a garantirli da vari atteggiamenti di opportunismo che potrebbero intercorrere tra le parti (Kelly e Hay, 2003) e conseguentemente aumentare il loro rischio.

Diversi teorici hanno provato a sintetizzare il processo di selezione che i BA mettono in essere. Tale analisi è stata condotta con lo scopo di renderla nota e facilitare i vari imprenditori a capire come farsi apprezzare e quali azioni predisporre. Infatti in maniera unilaterale si è ritenuto più semplice istruire gli imprenditori piuttosto che modificare il loro modus operandi (Paul et al, 2007).

Paul e altri autori (2007), nelle loro ricerche, hanno identificato cinque punti successivi che sintetizzano il processo seguito dai BA. Questi consistono nelle fasi: la *familiarization*, lo *screening*, il *bargaining*, il *managing*, lo *harvesting*. Il primo step prevede un'analisi dell'imprenditore e dell'investimento. Questo è composto di due fasi, la prima può dividere in una fase meno formale con la predisposizione di un business plan non più lungo di 2-3 pagine oltre alla iniziale conoscenza tra BA e imprenditore. La seconda, più formale che vede l'intervento di banche o avvocati. In questa fase il feeling che si crea tra le parti è di primaria importanza e l'intuizione del BA, il suo "*gut feeling*" molto più del business plan risulta essere l'elemento centrale per concedere o non la propria fiducia all'imprenditore. Superata questa fase, si procede allo *screening* che è caratterizzato da un atteggiamento più strutturato da parte del BA un giro di contatti intesi ad una migliore conoscenza dell'imprenditore. Si può affermare con assoluta certezza che gli investitori offrono agli imprenditori una sola opportunità che se non sfruttata difficilmente sarà seguita da una seconda offerta (Prowse, 1998; Coppola, 2014). In questa fase, l'uso di BAN può essere utile per velocizzare il processo ed il passaggio alla fase successiva dell'accordo. Nonostante meno formale degli accordi con gli investitori istituzionali il *bargaining* (terzo step) è un procedimento formale nonché complesso che prevede la redazione di un contratto. Questo step contrasta la posizione dei sostenitori dell'accordo formalizzato solo con una stretta di mano (Kelly e Hay, 2003). In tale accordo si decidono modalità di investimento, attività dei BA e degli imprenditori oltre alle strategie di uscita dell'investitore. Il *managing* segue la firma del

contratto. Esso consiste nell'attività delle due parti e può essere caratterizzato da atteggiamenti di opportunismo o collaborazione, quest'ultima fondata sul rapporto di fiducia. L'ultimo step consiste nell'*harvesting* che come già trattato in precedenza, osservato in studi condotti da altri teorici della materia, ha una tempistica libera e "naturale" che si differenzia da quelle dei Venture Capitalist. In accordo con Paul e altri studiosi (2007), i BA lavorano con un maggior uso dell'intuizione e una minor conoscenza dell'imprenditore rispetto all'altra tipologia di investitori. Quanto sopra illustrato è confermato nello studio di Van Osnabrugge (1998) che sottolinea un tempo di accordo per i BA ridotto della metà rispetto a quello dei Venture Capitalist, nonché l'entità minimale delle ricerche dei primi rispetto all'intensività delle stesse per il secondo tipo di investitori. Lo stesso studioso, nel 2000, attraverso una ricerca ha identificato un interesse maggiore dei BA per accordi di più piccola entità rispetto ai Venture Capitalist, nonché una minore accortezza sia sulla *due diligence* che sull'exit dall'investimento. Tale autore ha inoltre notato un maggiore interesse sull'attivismo *ex-post* e sui fattori coerenti a questa dimensione temporale da parte dei BA rispetto ai Venture Capitalist.

Altri modelli oltre a quello di Paul e altri (2007) prevedono un doppio passaggio per la definizione del contratto. La prima fase si riferisce ancora all'empatia (*elimination by aspects*) che si crea tra le parti e la soggettività (Prowse, 1998; Maxwell et al, 2011), nella quale si verifica la più alta percentuale di *rejection*. Una seconda fase, più oggettiva, è basata su un business plan completo che vede la creazione di una *due diligence* di tipo finanziario e di governance atta a regolare le diverse fattispecie. All'interno di questa situazione sono di solito presenti degli incentivi per il management collegati alla performance o di tipo *earns-out*. Al contrario, ai BA si concedono azioni convertibili per incentivare il management e per avere una possibilità di uscita nel caso in cui il business non sia remunerativo come previsto e per la scarsa vendibilità delle azioni. Relativamente alla governance che caratterizza questo accordo, il BA ha sempre un ruolo centrale nello sviluppo della startup che lo vede seduto nel board e pretende che alcune decisioni siano prese ascoltando prima la sua opinione come nelle acquisizioni o nei disinvestimenti, modifiche al piano strategico e al budget, restrizioni del management nell'esercitare le proprie azioni, contratti di non competitività per quando l'imprenditore esce dall'impresa, restrizioni sulla possibilità di trovare altro debito o altri azionisti (Kelly e Hay, 2003). Altre decisioni possono essere prese senza il placet dell'investitore come l'assunzione o il licenziamento di alcune risorse umane senior, la regolazione delle quote dell'*equity* di proprietà del management ed altro ancora (Kelly e Hay, 2003).

Le modalità di exit del BA sono al centro di un ampio interesse dei teorici e degli studiosi della materia che hanno cercato di chiarire le pratiche più comuni. Per maggior chiarezza si intende per exit l'uscita del BA dall'*equity* della startup nella quale ha

investito. Dall'analisi condotta da Mason e Harrison (2002) è emersa un'evidenza empirica tra le modalità d'uscita e il risultato di un business. Infatti risulta che nei BA le IPO sono molto rare. Tale dato è confermato anche da altri studi (Maxwell et al, 2011). Più frequenti invece sono la cessione delle quote ad altre imprese, ad altri shareholder o a nuovi investitori nonché un *written-off*. Le IPO vengono introdotte solo per imprese con una crescita molto elevata e successivamente grandi per assorbire i costi associati a questo processo, in altre parole solo per "*cream of the crop*" (Bygrave and Timmons, 1992). Per tutte le altre startup con un IRR molto buono (superiore al 50%) si prevede una vendita nella maggior parte dei casi a un'altra società, in modo tale che possa sfruttare anche le conoscenze acquisite e creare delle possibili sinergie, oppure verso altri investitori. Inoltre è associata al poter fuoriuscire completamente dall'investimento. Per gli investimenti con un IRR basso o negativo si prevede un *written-off*. La difficoltà, a volte, di trovare un mercato alle azioni di una startup è elemento di riflessione da parte dei BA nel momento in cui decidono di investire e disinvestire. Questo può determinare anche a un prolungamento del *time horizon* (Paul et al, 2007).

1.3.3 Il ruolo della fiducia

La fiducia ha un ruolo importante nel rapporto che si crea tra investitore non istituzionale ed imprenditore. Questo "fattore" ha un ruolo centrale sin dall'inizio del rapporto tra le parti e serve a creare la necessaria empatia per lavorare in modo efficiente con il management team. Come già discusso l'*elimination by aspects* ha un ruolo importante (Maxwell et al, 2011). In assenza della necessaria empatia l'imprenditore si rivolge ad un fondo di Venture Capital, che in molti studi prevede una maggiore possibilità di creare valore unitamente ad una maggiore sofisticatezza (Fairchild, 2011). Tuttavia, i vari fattori economici-comportamentali che sono collegati a tale scelta sono molto ampi. Come sottolineato da Fairchild, quando la scelta attuata è solo ed esclusivamente di tipo economico, questa cade sicuramente sui Venture Capitalist che mediamente assicurano un risultato economico migliore di quello garantito dai BA. Questi ultimi, sono nel loro investimento più orientati al "divertimento". Inoltre rispetto ai Venture Capitalist essi sono caratterizzati da una maggiore restrizione legata al settore e al livello geografico (Mason e Harrison, 2002). Il loro risultato è pertanto inferiore rispetto a chi introduce un impegno più diretto in quanto agente di qualcun altro. Tuttavia nelle scelte entra in gioco l'elemento comportamentale unitamente ad un'intrinseca limitazione della razionalità dell'uomo che può soffrire di bias psicologici e cognitivi. Gli imprenditori che scelgono i BA possono confidare su un maggior contatto relazionale con il BA fino a creare un "sentimento" che li unisce. Questo sentimento è indicato con il termine "*glow feeling*"

(Mason e Harrison, 2002). Inoltre, tale variabile comportamentale riduce anche parte degli effetti delle asimmetrie informative, come il *moral hazard* e l'*adverse selection*. Un gruppo consistente di teorici riconosce tale vantaggio nella definizione di un contratto tra investitori non istituzionali e imprenditori. In maniera particolare, essi sottolineano che per la minore complessità nella definizione del contratto insita nell'atteggiamento del BA, gli imprenditori tendono a ridurre il proprio tasso di opportunismo (Mason e Harrison, 2002). Entrambi i fattori devono essere pertanto considerati per attuare una scelta efficiente. Questa conclusione è confermata da altri studi che hanno osservato una correlazione positiva tra il rapporto di fiducia imprenditore-investigatore ed il successo dell'impresa.

1.4 Fondi di Venture Capital

I fondi di Venture Capital (da questo punto del testo indicato con la sigla VC) sono dei finanziatori di startup, ma non solo. Essi usualmente intervengono in una fase successiva all'*early stage* della vita delle startup. Le startup hanno infatti la necessità di incrementare le proprie risorse finanziarie per continuare nella crescita del loro business. Quale premessa alla descrizione accurata delle caratteristiche di questi fondi, è necessario definire meglio la differenza tra fondi di VC e fondi di Private Equity (da adesso in poi, PE) con i quali, a volte, vengono confusi. I fondi di PE hanno l'obiettivo di sostenere imprese non finanziarie con un'attività di finanziamento combinata con un servizio di ideazione, monitoraggio e gestione del finanziamento stesso. Alcuni esempi di queste attività consistono: spin-off di grandi imprese, *bridge-financing* ed altre ancora (Ghini, 2012).

Tale finanziamento è indirizzato a una qualsiasi attività economica che non ha una relazione con una startup. Infatti i fondi di PE si muovono maggiormente su mercati liquidi, con un importante ruolo nel mercato delle azioni e con un monitoraggio indiretto (Wright e Robbie, 1998). Al contrario, i fondi di VC attuano un'attività di finanziamento in una fase subito successiva a quella iniziale dell'impresa, con un'elevata prospettiva di crescita e di rischio (Ghini, 2012). Inoltre questi fondi si trovano inoltre in un contesto completamente diverso rispetto a quello precedente, che prevede un ruolo del mercato azionario molto più limitato (e quindi poco liquido) e un monitoraggio diretto delle azioni che sono messe in essere all'interno dell'impresa (Wright e Robbie, 1998).

Chiarita questa differenza, nei prossimi paragrafi verranno trattati i fondi di VC, i quali anche se rappresentano un sottoinsieme dei fondi di PE, sono più interessati al mercato dei capitali delle startup (Wright e Robbie, 1998).

1.4.1 Identità e caratteristiche

I fondi di VC sono dei fondi di investimento definiti anche istituzionali. Essi si differenziano dai BA per la loro genesi. Infatti, essi sono finanziati da altri soggetti economici, che attraverso tale modalità re-investono il proprio denaro per conseguire ritorni molto elevati. A differenza però dei BA, questi investitori si affidano a una terza persona, l'agente. Questa professionalità promette determinati risultati entro dei limiti temporali. I fondi di VC si possono considerare complementari ai BA in quanto se quest'ultimi hanno un ruolo più operativo, gli altri si concentrano maggiormente su un aspetto finanziario oltre che strategico. Inoltre, nei fondi di VC l'importanza per i *softer factor* e della predominanza del coinvolgimento emotivo post-contratto è minore, ed i business plan e la preparazione del contratto hanno una maggiore rilevanza (Paul et al., 2007). Tra i vari fondi di VC si possono identificare due tipologie consistenti nei "suppliers": i "Captive" e gli "Independent". Il primo caso si riferisce a Banche e/o Assicurazioni che al loro interno sviluppano delle attività di investimento gestite da altri soggetti, ossia i Venture Capitalist, creando delle forme ibride. Nella seconda fattispecie, si riferisce a dei fondi di VC che hanno un vita limitata e pertanto un *commitment* molto elevato verso il risultato finale, consistente in un sostanzioso *capital gain* (Wright e Robbie, 1998).

Lo scopo dei VC è quello "di investire in imprese nuove, che intendono cambiare radicalmente il mercato, avendo però poche informazioni a disposizione" (Wright e Robbie, 1998). Tale definizione tuttavia è contestata da altri teorici come Ghini (2012) che sostiene l'esistenza in Europa, a differenza degli USA, due diverse tipologie "qualitative" di fondi di VC con caratteristiche differenti. Il primo puro, cioè più concentrato su nuove imprese ad elevata crescita, l'altro "commerciale", cioè più generale, che implica una generica attività di finanziamento destinato allo sviluppo delle imprese o ad un LBO. Tale differenziazione è motivata da un diverso background come quello europeo, che ha differenti esperienze scientifiche e finanziarie oltre che normative.

Fatta questa precisazione, i fondi di VC hanno come target imprese di recente istituzione con elevate prospettive di crescita che comportano quindi un elevato profilo di rischio (vedi *supra*). La fase che si rivolge alla startup tuttavia risulta successiva a quella dell'*early stage* e già si trova in una situazione nella quale ha delle capacità produttive e necessità di espansione ed investire (Goldberg, 2012). I fondi di VC non investono mai per cifre inferiori al milione di dollari (Coppola, 2014) su imprese che hanno degli *asset* molto specifici e difficilmente ricollocabili e prevedono più fasi di finanziamento. Una caratteristica negativa tipica di questa fase è data dalle gravi

asimmetrie informative oltre all'incertezza sul cash flow. Per queste ragioni Wright e Robbie (1998) definiscono il Venture Capitalist come colui che ha la capacità di saper "identificare", "investire" e "monitorare" nuove società che cambieranno le logiche del proprio mercato. Queste *skills* risultano ancora più importanti per l'incertezza che governa tale contesto, motivo per cui risulta fondamentale che il management sia concentrato nelle mani dei Venture Capitalist che possono decidere con la giusta tempistica e con meno asimmetrie informative (vedi *supra*). Tale asimmetria informativa condiziona gli accordi tra le imprese e i fondi ed è regolamentata con un'attenta creazione di un contratto basato su un rapporto *principal-agent* e non su continue rinegoziazioni come invece avveniva per i BA (Van Osnabrugge, 2000). Il Venture Capitalist, oltre ad affrontare il problema dell'asimmetria informativa (vedi *infra*) ha la necessità di ridurre il rischio associato alla incertezza dei risultati delle imprese in cui ha investito. Per realizzare questo obiettivo il Venture Capitalist attuerà una pratica di "portafoglio diversificato" cioè cercherà di introdurre all'interno del suo portafoglio di investimenti una serie di imprese che per attività e rischio possano ridurre quello totale (Wright e Robbie, 1998; Mason e Harrison, 2002). Tale attività è intermedia per intensità d'azione a quella operata dai fondi PE (che attuano dei piani molto precisi in tale senso) e i BA (che al contrario agiscono in maniera più istintiva). Inoltre, i fondi di VC non hanno una vita infinita, ma limitazioni temporali comprese tra i 7 ed i 10 anni (Coppola, 2014; Sahlman, 1990). Tale limitazione è necessaria per poter creare dei *time horizon* sui vari progetti nel quale il fondo vuole investire. Difatti, uno studio di Sahlman, del 1990, ci conferma che un buon Venture Capitalist è alla ricerca di fondi temporalmente limitati per poter progettare gli investimenti con ritorni economici molto elevati che sono premianti nella *compensation*. E' tuttavia importante che l'imprenditore conosca il periodo in cui il fondo VC interviene. Infatti se questo è arrivato alla fine o quasi del proprio accordo e non si prevede un rinnovo, anche un buon progetto può essere rifiutato (Coppola, 2014). Ancora Sahlman, sottolinea che per i Venture Capitalist esiste la possibilità di creare delle economie di scala e scopo oltre a delle curve di apprendimento, che si "traducono" nella reputazione di cui esso gode. Infatti un Venture Capitalist di successo può scegliere tra progetti di qualità mediamente superiori, che lo porteranno ad ottenere dei risultati maggiori della media, oltre alla possibilità di avere un fondo di VC che investa sempre sulle sue qualità e competenze. Una serie di fallimenti continui sono letali per un Venture Capitalist che incontrerà molte difficoltà nel trovare un fondo che possa fidarsi delle sue capacità.

Tuttavia i limiti dei Venture Capitalist sono analoghi alle problematiche esistenti nel mercato tra fondi di VC e le imprese. Questo è infatti caratterizzato da moltissime imprese alla ricerca di risorse finanziarie per prolungare la loro crescita. I Venture Capitalist sono impegnati nel processo di selezione per seguire gli investimenti migliori.

Questo fenomeno richiede un impegno temporale notevole. Come risultato finale i Venture Capitalist operano una funzione di “selezionatore” che figuratamente può essere indicata con il restringimento di un collo di bottiglia. Un altro limite, per i Venture Capitalist, consiste nell’eliminazione di buone possibilità d’investimento per errori nella presentazione del piano strategico e/o del business plan alla luce di uno scarso know-how in materia da parte degli imprenditori (Mac Millan et al., 1986).

Un gruppo di studiosi ha individuato una serie di criteri per poter definire le caratteristiche che sono ricercate nei *founder* dai Venture Capitalist, oltre ad un ottimo e credibile business plan (Mac Millan et al., 1986). Da questa ricerca sono emersi sei diversi gruppi di fattori: la personalità dell’imprenditore, l’esperienza dello stesso, le caratteristiche e la funzione d’uso del prodotto o servizio, la tipologia del mercato, le considerazioni di tipo finanziario, i criteri per la composizione del management team. I gestori di fondi di VC sembrano gradire in maniera particolare la capacità di gestire il potere (leadership) e di introdurre un forte impegno nelle attività dell’impresa, la conoscenza del mercato target e la reputazione dell’imprenditore, una forte crescita del business che possa assicurare un ritorno economico almeno pari a 10 volte in un lasso di tempo di 5-10 anni, capacità di saper rischiare. Da un’analisi più complessa e dettagliata, è emerso che almeno due caratteristiche sono necessarie per un imprenditore. I primi due fattori citati precedentemente risultano sempre selezionati. Questo si traduce che la figura dell’imprenditore è sempre centrale sia per le sue capacità personali che professionali, con un maggior interesse per la seconda tipologia. Come già precedentemente sottolineato, l’imprenditore deve saper gestire al meglio le proprie chances. Infatti, se non selezionato una prima volta difficilmente riuscirà a farsi finanziare in una seconda occasione. Infatti i Venture Capitalist hanno memoria di chi li convince o non, oltre alla possibilità di affidarsi a un ampio network di conoscenze, esattamente come accade per i BA (Prowse, 1998; Coppola, 2014).

Sempre nello studio condotto da Mac Millan e altri esperti (1986) in rapporto ai comportamenti messi in atto dai fondi di VC è stato possibile individuare tre tipologie di comportamento catalogati in 3 differenti cluster. Il primo vede circa il 40% del campione da loro analizzato, comprende i “*purposeful risk managers*” che individuano degli imprenditori con delle qualità nella gestione del rischio competitivo e d’implementazione della strategia, la presenza di un mercato già operativo per il prodotto o servizio creato, unitamente ad un prototipo in sviluppo e protetto da un brevetto. Il secondo cluster è quello dei “*determined eclectic*”, rappresentato da circa il 33% dei rispondenti. Tale gruppo è completamente opposto a quello precedente, prevede un numero molto basso di criteri di selezione per gli imprenditori. Essi hanno la possibilità di visionarne estesamente molti progetti e l’opzione di scegliere quello che

loro ritengono il migliore. Infine, l'ultimo raggruppamento è quello dei “*parachutists*”, 25% del totale. Questi fondi di VC seguono l'investimento fino al momento in cui sono certi di avere una chiara opportunità di fuoriuscita, altrimenti disinvestono. In altre parole, il Venture Capitalist disinveste quando ritiene l'impresa, su cui ha investito, non risponde più a determinati standard di crescita e di scalabilità. Pertanto per limitare le perdite, esce dall'investimento quando ne ravvede l'opportunità. Questo modello è tipico di quelle imprese in cui è presente un imprenditore che è al potere e conosce molto bene il mercato oppure si trova in un mercato dei capitali assai liquido. Il restante 2% del campione non è stato catalogato in nessuno di questi cluster.

Il valore che il business plan svolge per i fondi di VC merita un'analisi in questa parte dell'elaborato. Come precedentemente e attualmente illustrato esso ha un valore importante, ma non primario, in quanto altri fattori incidono nella scelta dei BA. Il Business Plan riveste successivamente (nello sviluppo della startup) un valore più rilevante per il diverso approccio che il Venture Capitalist hanno, correlato alla loro genesi. Infatti, come Mason e Harrison (2002) hanno affermato tramite i loro contributi, i Venture Capitalist sono agenti di qualcun altro ed analizzano puntualmente ogni dettaglio delle opportunità, non facendosi trasportare dal fattore “*fun*”. Progettare un buon business plan è una delle condizioni basilari per avere delle chances di ricevere risorse finanziarie. Questo piano avrà un valore differente in base alla sua qualità, precisione e natura dell'impresa. Tuttavia creare un buon business plan implica dei costi in termini di tempo, impegno e denaro. Inoltre, le basi su cui sono nate le previsioni possono mutare mentre si ultimava il piano. Un'altra tipologia di costo che caratterizza la realizzazione di un piano di questo genere è data dalla razionalità limitata che delimita la capacità di processo e di calcolo. Alla luce di questo ostacolo e ponendosi dal punto di vista dell'imprenditore si possono capire le motivazioni di alcuni valori, senza accusarlo di essere *over-confidence* nelle proprie capacità (Chwolka e Raith, 2011). In altre parole, anche se il business plan è scarsamente indicativo delle qualità dell'imprenditore in quanto solo concentrato sul prodotto e sul mercato, può essere ugualmente indicativo delle qualità dell'imprenditore cioè se il “*jockey is fit to ride*” (Mac Millan et al., 1986).

1.4.2 Due diligence e exit

Come si verificava per i BA, anche per i fondi di VC il rischio e l'incertezza che governano gli accordi con una startup sono molto elevati ed è necessario regolarli con attenzione. Questi accordi, sono ancora più precisi e stringenti di quelli messi in essere dai BA in modo tale da evitare possibili atteggiamenti legati all'opportunismo

(Williamson, 1993). La natura di un contratto maggiormente regolamentato che prevede un approccio di tipo *principal-agent*, (Van Osnabrugge, 2000), è dato dalla diversa natura caratterizzante i fondi di VC. Infatti, essi poiché gestiscono i fondi di altri soggetti economici, usano precauzioni più elevate rispetto ai BA. Se non fosse utilizzata questa modalità di azione non verrebbe rispettato il concetto di “*behave competently*” che li caratterizza, unitamente alla perdita di *reputation* (Van Osnabrugge, 2000).

I rischi a cui sono esposti i fondi di VC in un investimento sono di diverso genere e può essere utile suddividerli, per conoscerli meglio. Lo studio di Mac Millan e altri esperti (1986) divide il rischio in sei categorie: la perdita totale della cifra investita, l'impossibilità di “*bail out*” al momento opportuno, il fallimento dell'implementazione dell'idea di business, il rischio competitivo, il fallimento delle politiche di management, il fallimento delle politiche di leadership.

In maniera più sintetica, Kaplan e Stromberg (2004) definiscono il rischio in interno ed esterno. Il primo caso fa riferimento alle asimmetrie informative che possono venire a crearsi o ad eventuali problemi di agenzia, mentre il secondo si riferisce all'incertezza del mercato.

Queste tipologie di rischio devono essere gestite dai Venture Capitalist con una precisa regolamentazione contrattuale. Se, tali rischi, come le imperfezioni del mercato, sono ampi ed aumentano la concorrenza per IRR molto elevati, è necessario investire in altri settori con meno aree problematiche oppure sviluppare competenze diverse (Wright e Robbie. 1998). Dato l'alto rischio affrontato può tornare utile una differenziazione relativamente al modo in cui si concedono risorse finanziarie ad una startup. Seguendo questo ragionamento Jensen e Mackling (1976) e Ghini (2012) affermano che problemi di asimmetrie e di costi di transizione possono portare ad un investimento nell'*equity* e ad un finanziamento del debito, unitamente a una divisione del management tra manager interni ed outsider, creando quindi una fattispecie di quasi *equity* per ridurre il rischio totale.

Definita in maniera più circoscritta la redazione di un contratto, ci compone di diverse fasi, che si possono sintetizzare come qui di seguito indicato (AIFI, 2014). *Gli accordi di riservatezza*, è la stipulazione di un contratto preliminare nel quale le parti si impegnano a mantenere riservati i valori ed i dettagli aziendali, tale fase si verifica nel momento in cui le parti si incontrano ed iniziano a conoscersi.

La lettera d'intenti è stilata quando le parti, trovato interesse a stringere un accordo tra loro, prevedono una conclusione positiva del loro rapporto. La lettera d'intenti prevede una serie di tematiche centrali nella definizione del contratto finale.

Il processo di due diligence, è il processo praticato durante tutta la trattativa, ma specialmente dopo la lettera d'intenti, per trovare il valore allo stato attuale dell'impresa e delle sue future potenzialità. Tale attività è utile per evitare contestazioni e conflitti tra

le parti dopo la stipula del contratto e prevede lo sforzo di entrambe nel trovare il valore più adeguato. La *due diligence* riguarda generalmente diverse fattispecie. Esse consistono nel mercato, utile per una migliore comprensione del funzionamento del mercato dell'impresa e per la valutazione della credibilità del business plan. Da un punto di vista finanziario per analizzare i possibili futuri trend economici finanziari. A livello legale, è intesa ad esplorare l'esistenza di problematiche legali di cause in corso o che potrebbero presentarsi in futuro. Infine l'ultima fattispecie è l'ambientale.

La *conclusione della trattativa*, se gli accordi tra le parti trovano una conclusione positiva si chiude con la firma di un contratto che regola al meglio tutte o quasi le fattispecie.

Il processo necessario per accordare le parti ha mediamente una durata di circa sei mesi. Tale lasso di tempo tuttavia, può essere anche inferiore se l'imprenditore riesce a comunicare al meglio le caratteristiche e gli obiettivi della propria impresa. Spesso, un fondo di VC non si ferma ad un solo investimento verso la startup. Generalmente esistono più step crescenti in termini di risorse finanziarie cedute. Queste prevedono un rapporto sempre più stringente anche contrattuale che si modifica nel tempo in modo da ridurre il rischio per il Venture Capitalist (Sahlman, 1990).

Una volta definito il processo di *agreement*, fa riferimento al contenuto degli accordi tra il fondo e l'imprenditore. I Venture Capitalist risultano voler avere un ruolo sempre più attivo all'interno dell'impresa e quindi nel loro management. Pertanto, i contratti stipulati prevedono un ruolo attivo del Venture Capitalist all'interno del board, che consegue l'opportunità di individuare le migliori alternative per l'impresa con la miglior tempistica. In particolare esso decide le strategie e le *tactics* che l'impresa deve intraprendere oltre a ridurre notevolmente le varie asimmetrie informative possibili. Inoltre, gli accordi tra le parti prevedono un'organizzazione del capitale che permetta ai fondi di VC di preservarsi sempre un'opzione di exit. Infatti, è frequente l'uso di azioni convertibili in luogo di quelle comuni al fine di concedere una maggiore flessibilità sulla conversione. Inoltre i Venture Capitalist possono introdurre clausole (cd. diritto d'abbandono) che prevedano l'acquisto obbligato da parte degli imprenditori delle proprie azioni ad un valore book (*buy back provision*), quando l'investimento ha dei risultati sotto le aspettative. Inoltre, il board nel quale siedono con un potere molto forte i Venture Capitalist decide in maniera unica la politica dei dividendi. Tale decisione si unisce anche alla determinazione dei compensi dei manager che è legata alla creazione del valore. La definizione di un buon contratto è quindi di rilevante importanza per entrambe le parti. Con esso in essere i fondi di VC riducono il rischio derivante dai problemi di agenzia, dei costi operativi e dell'opportunismo, e trasferiscono gran parte dell'incertezza sugli imprenditori che vengono costretti ad evitare atteggiamenti di *free*

riding o *moral hazard*. Per gli imprenditori, il contratto è ugualmente importante in quanto consente loro di acquisire quelle risorse finanziarie oltre che manageriali ed indirizzarle per lo sviluppo del proprio progetto (Sahlman, 1990).

L'incertezza, nonostante l'utilizzo di un contratto particolareggiato, rimane anche per i fondi di VC. Per tale motivo è utile capire il momento migliore per investire in un progetto. In alcuni fattispecie è stato individuato un forte effetto "*delay*" nell'attivazione di un investimento in una startup. Li e Mahoney (2010) individuano due fattori che possano influenzare il timing. Essi consistono nella crescita potenziale e nella competizione. Il primo fattore diminuisce l'effetto "ritardo d'investimento" in quanto questo comporta una crescita nei risultati e quindi un vantaggio per gli azionisti. Il secondo, può ridurre la crescita e quindi creare incertezza nelle decisioni da prendere e quindi comporta un differimento in un investimento altrimenti conveniente. Inoltre sempre grazie al lavoro dei due studiosi prima citati sembra che l'effetto dell'incertezza abbia un minor impatto in settori con una più alta crescita potenziale.

Infine, è necessario capire come il fondo di VC può uscire dal capitale della startup, al fine di raggiungere il suo obiettivo consistente nella creazione di un sostanzioso *capital gain*. Esistono varie possibilità di uscita dal capitale. Esse si realizzano con una quotazione in borsa (IPO), acquisizione da parte di un altro investitore, un "*buyback*" degli imprenditori, una "*secondary sale*", un "*written-off*" (Cumming e Johan, 2008).

I primi due casi sono quelli più vantaggiosi per entrambe le parti in quanto si riesce a rivendere ad un gruppo di acquirenti potenzialmente molto ampio (IPO) o a un nuovo acquirente le azioni del fondo di VC, evento che permette di creare una plusvalenza.

Negli altri tre casi la situazione è sicuramente meno vantaggiosa rispetto ai primi due. Nel caso del "*buyback*" gli imprenditori ricomprano le azioni del fondo a un valore solitamente *book* (Sahlman, 1990) oppure un altro investitore acquista le azioni tramite la "*secondary sale*" ancora ad un prezzo di mercato. Nel caso del "*written-off*" le azioni del fondo sono cancellate.

Generalmente quando il Venture Capitalist introduce una startup all'interno del suo portafoglio prevede una possibile uscita per la stessa e cerca di influenzare il contratto per la realizzazione di tale evento, senza introdurre nessuna clausola specifica nello stesso. Difatti i gestori dei fondi introducono per sé stessi un potere di veto al fine di poter influenzare la strategia di exit (Cumming e Johan, 2008).

Gli imprenditori preferiscono una quotazione in borsa in quanto con tale modalità hanno una maggiore liquidità e possibilità di capitalizzazione (AIFI, 2014). Inoltre, la possibilità di quotarsi in borsa tramite un fondo di VC è anche più semplice, rispetto ad altre imprese, perché soddisfano già quei prerequisiti informativi necessari per quotarsi, oltre a una maggiore duttilità organizzativa precedentemente richiesta dal VC e successivamente dalla borsa (vedi *supra*). Il Venture Capitalist ha due ruoli per

l'imprenditore orientati nella direzione della predisposizione o di un'IPO o di una acquisizione. Essi consistono in un maggior valore aggiunto dato dall'attiva assistenza del fondo che certifica, in maniera indiretta, la qualità della startup (Cumming e Johan, 2008).

1.4.3 Il doppio *agency cost*

I rapporti di agenzia tra due soggetti economici possono portare alla creazione di alcune problematiche, se gli agenti agiscono in maniera opportunistica, comportando dei costi (chiamati costi d'agenzia) per il principale. L'opportunismo, può essere generalmente limitato con un controllo diretto del principale sull'agente o tramite una serie di misure (contratti a incentivi) che riallineino gli interessi del principale e dell'agente (Coase, 1937).

Nel caso dei fondi di VC ci sono due relazioni d'agenzia da dover regolare (vedi Figura 1.5). Tali relazioni possono determinare costi doppi d'agenzia. Il doppio *agency cost*.

Più volte nel corso di questo elaborato è stata citata la diversa natura caratterizzante i fondi di VC rispetto agli investitori non istituzionali per descrivere le diverse modalità di lavoro usate (vedi *supra*). La nascita di un fondo di VC è determinata da un investimento che uno o più soggetti economici (fondi bancari, fondi assicurativi, privati, ecc.) attuano. I gestori di tale fondo (Venture Capitalist) sono a conoscenza del determinato orizzonte temporale del fondo di VC ed hanno l'obiettivo di creare un ampio *capital gain* su investimenti orientati verso nuove imprese con ampie possibilità di crescita.

Per questo motivo, in molti aspetti l'analisi dei Venture Capitalist sugli imprenditori è molto più approfondita rispetto a quella degli investitori non istituzionali (Mason e Harrison, 2002). Come già precedentemente citato, questo comporta da parte del Venture Capitalist rispetto agli investitori istituzionali una *due diligence* molto più formalizzata con tempistiche lunghe e un'analisi più approfondita delle opportunità d'investimento.

Questa procedura diversa da quella operante per i BA, è motivata dalla ricerca da parte del Venture Capitalist, della riconferma del fondo di VC, oltre ai limiti temporali predefiniti in un primo momento.

Infatti quando il fondo non è riconfermato per risultati negativi tale evento si ripercuote sulla fiducia goduta dal Venture Capitalist nel mercato. L'automatica perdita di reputazione dovuta a scarsi risultati è successivamente di difficile recupero (Mason e Harrison, 2002, Coppola, 2014). Inoltre, queste motivazioni sono giustificate dalla

diversa logica che contribuisce a creare la differente composizione del portafoglio di un fondo di VC. Tale logica non è presente nei BA (Wright e Robbie, 1998).

Le maggiori “attenzioni” e “precauzioni”, che un buon Venture Capitalist assume prima di investire in una startup, hanno caratteristiche in comune con le “attenzioni” e le “precauzioni” che un fondo in senso stretto (fondi pensioni, governativi ecc.) è tenuto a mettere in essere nei confronti di un Venture Capitalist, che gode della fiducia per il generale riconoscimento nelle sue capacità e competenze tecniche che si traducono nel sapere dove, come e quando investire (Sahlman, 1990).

Analogamente a quanto si verifica nelle regolazioni del rapporto tra il fondo di VC e la startup anche i fondi in senso stretto che danno vita ai fondi di VC, prendono delle precauzioni, tramite una contrattualistica molto particolareggiata al fine di evitare costi d’agenzia.

Si può semplificare il concetto attraverso uno schema (Figura 1.5), nel quale emerge che un rapporto di agenzia si manifesta sia tra i fondi in senso stretto e i fondi di VC (punto 1), sia tra i fondi di VC e le startup (punto 2). In entrambe le occasioni ci può essere presente dell’opportunità conseguente alle asimmetrie informative ed una diversa capacità computazionale. Queste comportano dei costi duplicati rispetto a quelli esistenti in un normale rapporto di agenzia tra capo e manager.



Figura 1.5: Schema dei rapporti di agenzia tra fondo in senso stretto, fondo di VC e startup.

Precauzioni diverse devono essere utilizzate nel caso 1 rispetto al caso 2 illustrati nella Figura 1.5. Queste modalità differenti sono conseguenti alla diversa composizione, al diverso ruolo ed alla tipologia della natura degli attori del mercato nonché al diverso profilo del rapporto di agenzia.

Sahlman (1990), all’interno dell’analisi sull’argomento, individua alcuni punti fissi di tale contratto. Essi consistono dell’elemento temporale, del management attivo e della remunerazione. La durata temporale di un investimento in un fondo di VC è limitato nel tempo. In particolare il periodo varia tra i 7 ed i 10 anni, è associato all’impossibilità di

uscita prima del termine dall'accordo e caratterizzato da una limitata trasferibilità delle quote del fondo di VC. La partecipazione degli investitori al management attivo nei fondi di VC è estremamente limitata o nulla. La remunerazione dei Venture Capitalist è articolata da *fee* fisse ed in alcuni casi è funzione percentuale dei risultati ottenuti (questa misura invece comporta un allineamento negli obiettivi tra fondi investitori e Venture Capitalist e quindi riduce le possibilità di opportunismo).

Da questa analisi, emerge che quando i Venture Capitalist trasferiscono sugli imprenditori molta parte del rischio associato all'iniziativa (vedi *supra*), in quest'altro rapporto di agenzia (punto 1) il rischio economico a carico dei Venture Capitalist risulta minore poiché la loro retribuzione è quasi completamente fissa e poco legata a incentivi variabili (oltre al fatto che non hanno in possesso di quote del fondo di VC o di *equity* delle startup). Va tuttavia ricordato che se da un lato quest'ultimi non perdono denaro nel caso di una serie di investimenti fallimentari, dall'altro compromettono la loro reputazione, incontrando successivamente difficoltà nel trovare un altro fondo che "investa" su di loro (Mason e Harrison, 2002).

Il Venture Capitalist affronta una situazione molto rischiosa dal punto di vista professionale. Tuttavia questo rischio lavorativo può spingere i Venture Capitalist ad intraprendere una serie di azioni legate all'opportunismo che conseguentemente comportano dei costi legati all'occultamento di informazioni o a scelte di convenienza (come un IPO troppo anticipata).

Un altro fattore che può incidere sulla scelta di investimento (oltre all'opportunismo) è il grado di soggettività che un Venture Capitalist può introdurre nei criteri di selezione che applica. Tale elemento, studiato da Wright e Robbie (1998), richiede una regolazione da parte dei fondi in senso stretto che prevede una *deal generation*, ossia una delimitazione per i Venture Capitalist sull'ambito geografico e sul settore economico, che altrimenti la scelta dell'investimento è influenzata dalle sue preferenze personali. Tale limitazione è stata introdotta anche per evitare possibili conflitti d'interesse che possono avere i Venture Capitalist.

1.5 Incubatori: cenni

Gli incubatori di impresa sono una figura ibrida di finanziatore che ha un ruolo, tempi e modalità di lavoro diverse rispetto ai BA o ai fondi di VC. Queste organizzazioni possono avere nonché obiettivi finali diversi. Tuttavia esse condividono lo scopo di lavorare con delle startup con ampie possibilità di crescita al fine di incrementarne il loro valore. Di solito il processo d'incubazione di un'impresa è breve, non superiore ai 6 mesi. Infatti durante questo periodo la crescita della startup è molto ampia e

semplificata grazie proprio alle attività che l'incubatore mette in essere per essa. Nel Capitolo 2 si tratterà in maniera completa ed esaustiva di tale argomento.

1.6 Startup

I soggetti economici analizzati fino a questo punto dell'elaborato (BA, fondi di VC) appartengono ad un lato del mercato che cede risorse finanziarie (e non solo) a chi ne fa richiesta. Pertanto la "domanda" per tali risorse è composta essenzialmente da imprese in rapida crescita che hanno la necessità di svilupparsi velocemente sia da un punto di vista finanziario che di competenze: le startup. Nei paragrafi precedenti è stato definito il concetto di startup in accordo alle indicazioni date da parte dei maggiori teorici (Graham su tutti) e dalla normativa italiana. Riprendiamo tale definizione:

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

Si può inoltre aggiungere alla precedente definizione, seguendo le considerazioni di Cassar (2004), che le startup hanno un ruolo per la crescita dell'occupazione, della competizione, dell'innovazione ed un forte potenziale per l'export. L'insieme di questi fattori rivestono un ruolo critico per lo sviluppo di una società.

In accordo a questo *imprinting*, è stato precedentemente definito in termini di processo di finanziamento quantità e la tipologia di risorse richieste nei diversi momenti di vita della startup. Di seguito sono analizzati i modelli di finanziamento possibili a cui le startup possono aspirare ed acquisire in rapporto alle loro caratteristiche economico-finanziarie e prospettive.

Successivamente verranno analizzate le caratteristiche della figura dello *startupper*. Tuttavia va notato che le ricerche con oggetto le startup soffrono di alcuni limiti. Questi ultimi, consistenti nel *survivor bias* ed oscurità del mercato (delle startup), vanno discussi prima di esporre i risultati delle ricerche stesse. Il *survivor bias* è conseguente alla scomparsa di molte imprese di nuova costituzione nella loro fase iniziale ed alla sola valutazione di quelle "sopravvissute" alla fase post iniziale. Questo comporta l'esame di un campione limitato qualitativamente e quantitativamente, l'essenza di un test empirico sulla validità delle teorie finanziarie nonché un limitato focus geografico e settoriale. Inoltre è comunemente riconosciuto che questo è un mercato molto oscuro

per delle ricerche scientifiche e complesso per la paucità di varietà dei dati disponibili (Cassar, 2004).

1.6.1 Caratteristiche delle startup e degli imprenditori

Le startup hanno un bisogno crescente di risorse finanziarie durante la loro vita e tale bisogno è maggiore quando le prospettive di crescita sono più ampie (Goldberg, 2012; Coppola 2014). E' già stato precedentemente spiegato che le controparti a cui è possibile richiedere tali risorse differiscono in rapporto al momento di vita della startup. Di seguito, sono illustrati diversi modelli di finanziamento possibili e in casi questi vengano attivati. Cassar (2004), all'interno del suo contributo, indica l'esistenza di quattro diversi modelli prevalenti di finanziamento consistenti nel: *leverage*, *long term leverage*, *outside financing*, *bank financing*.

Il *leverage* si riferisce alla tecnica della leva finanziaria intesa ad aumentare i propri risultati sulla redditività grazie ad un buon rapporto debito capitale; il *long term leverage* che prevede un finanziamento di lungo periodo; l'*outside financing* è un finanziamento esterno non proveniente da un istituto bancario che ha delle informazioni limitate sull'impresa e dei maggiori costi di agenzia correlati; il *bank financing* è un finanziamento proveniente da un istituto bancario e si basa su una maggiore affidabilità dell'impresa, che per le sue peculiarità, può ottenere anche strumenti finanziari di diverso tipo. In rapporto alla possibile costituzione del rapporto tra *equity* e debito esistono implicazioni importanti per le attività effettuate, il rischio di fallimento, la performance e l'espansione del futuro business. Per decidere il livello di finanziamento adatto da concedere a una startup è possibile seguire due modelli di pensiero alternativi. Il primo, uno statico *trade off*, pone da un lato i vantaggi del finanziamento, come la riduzione nell'imposizione fiscale, in contrapposizione i suoi costi, come quelli di agenzia o di bancarotta (diretti: riguardano l'impossibilità di acquisire la liquidazione dell'azione [Harris e Raviv, 1991]; indiretti: perdere la confidenza che il business possa sopravvivere o adoperare meno discrezione sulle decisioni operative [Titman e Wessels, 1998]).

Il secondo in accordo alla teoria del *pecking order* prevede che più sono presenti le asimmetrie informative e pertanto un rischio incrementato, tanto l'IRR richiesto è elevato. Le startup, in questa situazione preferiscono l'uso del debito o di finanze interne (Myers e Majluf, 1984). Tuttavia, tale soluzione comporta comunque elevate difficoltà legate all'imprenditore o al mercato.

Cassar (2004) successivamente all'analisi delle diverse tipologie di finanziamento ed individuazione dei percorsi decisionali caratterizzanti una scelta ha cercato di capire le relazioni tra le varie tipologie di startup e i tipi di finanziamenti. Dai suoi studi emerge

chiaramente che la dimensione della startup ha un ruolo fondamentale. Infatti, imprese piccole hanno scarse offerte di capitale in prestito e quindi tassi di interesse alti. In conclusione infatti la “taglia” dell’impresa é positivamente correlata a tutte le tipologie di finanziamento precedentemente citate.

Di seguito, sempre Cassar (2004) ha elaborato importanti considerazioni anche sulla composizione degli *asset* di una startup. Risulta che ci sia una correlazione positiva tra presenza di *asset* fisici e tutte le tipologie di finanziamenti. Deriva pertanto che chi non possiede immobilizzazioni tangibili non riesce a trovare credito tramite gli istituti bancari, ma solo grazie dall’*outside financing*.

Un'altra caratteristica individuata sulle startup consiste nell’ottenimento del riconoscimento legale. Quando questo è acquisito comporta una maggior possibilità di ottenere credito dalle banche. Il riconoscimento legale dà alla startup maggior credibilità e informazioni pubbliche su di sé.

Infine, lo stesso studioso (Cassar, 2004) ha anche individuato che un’intenzione o la possibilità di crescita da parte di una startup permette una relazione positiva con il finanziamento bancario. Questo evento si verifica perché la possibilità di crescita rende l’*equity* più appetibile per gli investitori esterni. Le banche così aumenteranno il grado di fiducia della startup, concedono credito più facilmente.

La figura dello *startupper* è stata analizzata da numerosi studi teorici e pratici. Questi hanno cercato di identificare le caratteristiche anagrafiche, sociali nonché le motivazioni che accomunano i vari imprenditori. Da uno studio di “Mind the Bridge” (2012) sul campione italiano delle startup risulta che in Italia l’età media degli *startupper* è di 33 anni con un netta predominanza maschile (89%). Inoltre essi hanno conseguito, per il 10%, un Phd altrimenti per il 42% dei casi un Master di secondo livello. Per di più, dallo stesso studio, emerge che ben l’80% dei *founder* vanta una precedente esperienza lavorativa di circa 8-9 anni in un’altra impresa e il 25% è alla seconda startup.

La business idea deriva dalla ricerca nel 67% dei casi (applicata o dagli studi universitari di diverso livello o da un Phd), mentre è mutuata da esperienze lavorative precedenti in un altro 50% dei casi. In Italia risulta ancora difficile tradurre in impresa un’idea proveniente dalla ricerca. Difatti, il numero di *spin off* accademici (impresa derivata da una ricerca accademica e che resta collegata con una relazione formale all’università) registrato è molto basso e concentrato solo in un numero ristretto di settori.

Un'altra caratteristica comune agli *startupper* è il team che questi riescono a creare intorno a loro come la composizione del team (Mac Millan et al., 1986; Vanaelst et al., 2006). Alcuni Venture Capitalist (Coppola, 2014) suggeriscono che un team deve essere caratterizzato da conoscenze e competenze differenti, con personalità di diverso genere che possano creare una forte relazione, non solo lavorativa, tra loro e con l’investitore (Paul, 2007). Lo studio di “Mind the Bridge” (2012) in parte ci conferma tali

affermazioni. Infatti le *“one man band”*, cioè le startup composte solo dal *founder*, sono un numero molto inferiore rispetto a quelle composte da più persone. Per il 72% dei casi sono delle *“wannabe company”*, ossia sono soltanto dei progetti d’impresa. Inoltre, lo studio sottolinea che mediamente le startup sono composte da circa 2 o 3 soci, che aggregano competenze assai differenti, con 4 o 5 impiegati di media. Questo indica la generazione, in prospettiva di un importante contributo sotto il profilo della futura occupazione (sottolineato dal contributo di Cassar). I componenti del team generalmente sono legati o da una preesistente amicizia (32%), o da un rapporto istaurato durante la propria carriera accademica (26%), o da relazioni di lavoro (39%). Tale dato conferma che il rapporto tra i soci non è solo di tipo lavorativo.

Al contrario, le motivazioni che accomunano i *founder* di una startup sono state identificate da diversi studiosi da studi motivazionali precedenti che hanno tentato di definire alcune categorie di riferimento. Birley e Westhead (1994), all’interno di un campione limitato alla Gran Bretagna, hanno individuato sette categorie di motivazioni. La *“need for approval”*, che ha tratti simili all’*“achievement”* descritto da McClelland (1967) o alla quarta categoria della piramide di Maslow, la stima (1943), in altre parole si fa riferimento al soddisfacimento del bisogno di approvazione degli altri. La *“need for independence”*, assimilabile all’*“individualism”* di Hofstede (1980) implica la necessità di raggiungere un proprio grado di indipendenza non solo individuale ma anche lavorativa. La *“need for personal development”* riguarda la necessità di soddisfare un personale bisogno di sviluppo lavorativo, ma non solo. La *“welfare considerations”*, nella quale rientrano tutti quei comportamenti che portano un soggetto a contribuire al bene sociale (simile al *“collectivism”* di Hofstede). Al contrario la *“perceived instrumentality of wealth”* si riferisce a quel gruppo di azioni che permette al singolo di avere percezione della sua ricchezza in modo tangibile (materialismo). La *“tax reduction and indirect benefits”* consente di attuare delle azioni per ottenere una riduzione di tasse od altri benefici di diverso tipo. Infine, la *“follow role models”*, si manifesta nell’attuazione di quelle azioni che permettano di seguire dei ruoli di riferimento o della società in generale o della propria famiglia (Dubini, 1988, l’ha identificata nel suo lavoro). Da questo ventaglio di categorie, i due studiosi britannici, Birley e Westhead (1994), hanno raggruppato in sei cluster le varie tipologie di imprenditori di startup. Tra questi si ritrova: il cluster degli *“insicuri”*, che hanno come principale motivazione il soddisfacimento del *“need for approval”*; quello degli *“inseguitori”* che ha l’obiettivo di inseguire dei ruoli di riferimento (*“follow role models”*) oltre a una minor necessità di ricercare l’indipendenza e uno sviluppo personale (*“need for independence”*; *“need for personal development”*); quello degli *“status avoiders”* che prevede un forte interesse per un profilo di indipendenza (*“need for independence”*); quello dei *“confusi”* che ha obiettivi molto ampi consistenti in tutte le motivazioni ad eccezione della necessità di sviluppo personale, di indipendenza e di

riduzione delle tasse; quello dei “*tax avoiders*” che esprime un grande interesse per la riduzione delle tasse e necessità per l’indipendenza (“*tax reduction and indirect benefits*”; “*need for independence*”); quello “*community*” (il meno valido a livello statistico) che vede tutte le categorie con un’elevata necessità di essere soddisfatte ad eccezione della “*welfare considerations*”. Lo studio di questi cluster ha anche suggerito che le imprese appartenenti ai cluster degli “inseguitori”, “*status avoiders*” e i “*tax avoiders*” hanno una dimensione media superiore agli altri, in termini di maggiori impiegati; la crescita non sembra differente tra le varie startup provenienti da cluster differenti. Un altro studio sui fattori motivazionali degli *startupper*, sviluppato da “Mind the Bridge” (2012), ha individuato tre tipologie, non esclusive, di attitudini da legare ai vari profili imprenditoriali, essi sono indicati nei: “ghepensimi” (“*user entrepreneurs*”), quasi la totalità del campione (77%), che hanno creato una startup per risolvere un problema vissuto personalmente; nei “voglio un mondo diverso” presenti per il 68% dei casi i quali credono di poter andare ad attaccare mercati ancora non presidiati o di migliorare il mercato esistente; nei “qui comando io” che invece sono rappresentati da chi ha una buona volontà di autodeterminazione e di auto-realizzazione. Infine è giusto ricordare anche il supporto finanziario e non solo che i 3F danno al *founder*, a dimostrazione della necessità di quei rapporti “forti” e “densi” che sono necessari nel primo periodo vita di un’azienda.

Infine, per completare lo studio sulle caratteristiche tipiche di uno *startupper*, sono discussi i risultati dello studio di Carter ed i altri studiosi (2003). Essi hanno ricercato le motivazioni che influenzano maggiormente nella decisione di intraprendere la strada di una startup o nella ricerca di un lavoro in un’impresa già esistente. Da questo studio emerge che gli unici fattori diversi tra “nuovi imprenditori” e “normali lavoratori”, sono il ruolo che essi ricoprono e nel desiderio di riconoscimento che gli viene concesso dalla società. In particolare, i “normali lavoratori” hanno valori più alti per tale fattore. Inoltre, lo stesso studio ha permesso di scoprire che il genere maschile (sia i “nuovi imprenditori” sia i “non imprenditori”) ha livelli superiori rispetto alle donne nella ricerca di buoni risultati finanziari e di innovatività.

1.7 Legislazione e interventi governativi italiani a favore dell’imprenditorialità: il Rapporto “Restart-Italia”

Nel paragrafo 1.1 è stata sottolineata la necessità di costruire una struttura forte ed integrata a livello legislativo che può sostenere la creazione di un sistema economico incentivante la creazione di startup ed allo stesso tempo attraente investimenti esteri. Il Rapporto “Restart-Italia”, realizzato nel 2012 da una task force di 12 esperti nei settori

del Venture Capitalism, dell'impresa, del giornalismo, della Pubblica Amministrazione e dell'accademia coordinati, dal Ministero dello Sviluppo Economico, ha contribuito ad individuare una via per raggiungere gli obiettivi precedentemente citati. Dal Rapporto è scaturita la Legge del 17 Dicembre 2012 n.221, all'interno del Decreto Legge 179/2012 "Ulteriori misure urgenti per la crescita del paese". Questa legge regola una serie di incentivi e pratiche per promuovere la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico, l'occupazione giovanile e un ecosistema innovativo per attrarre nuovi capitali e talenti. Tale Legge è stata poi "sostenuta" dalla Legge del 9 Agosto 2013 n.99 che modifica, semplifica ed amplia i requisiti d'accesso per essere considerati una startup.

Il motivo per introdurre una legge di questo tipo è dato dalla necessità di fare un primo passo verso la ricerca e lo sviluppo che hanno ricevuto, in Italia, sempre una bassissima quantità di investimenti (solo 2,8% del PIL). Questa considerazione è particolarmente eclatante quando il dato italiano è confrontato con quello degli altri paesi Europei, Americani o Asiatici (vedi Figura 1.6)

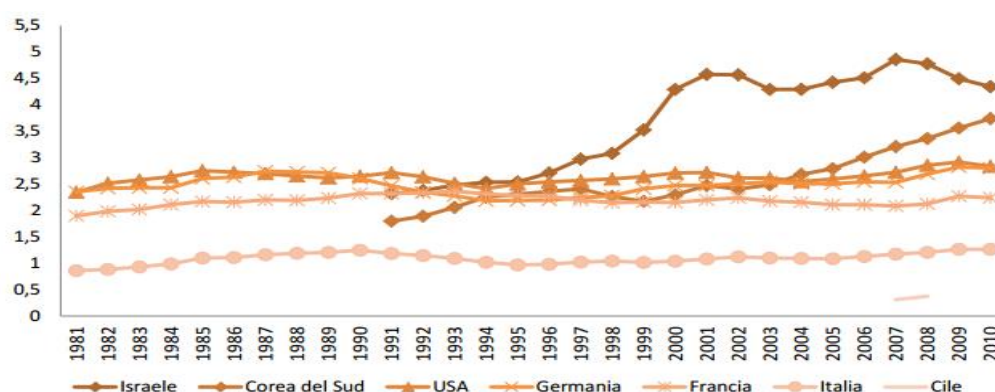


Figura 1.6: I dati fanno riferimenti alla GERD, la spesa generale in ricerca e sviluppo, in percentuale rispetto al Pil nazionale, sia di enti pubblici che privati (Fonte Oecd).

Malgrado tale dato particolarmente negativo, gli studiosi italiani sono particolarmente apprezzati e oltre alla ben nota "fuga dei cervelli" essi vengono molto spesso inclusi in importanti ricerche. Inoltre, le pubblicazioni scientifiche di studiosi italiani sono molto frequenti. Tutto ciò indica che il sistema Italia sfrutta male le sue risorse specialmente quelle accademiche. Pertanto tale normativa e il suo rapporto collegato cercano di ridurre tale gap. Questo elemento è da considerarsi un passo iniziale per valorizzare la ricerca e l'innovatività italiane.

La struttura del Rapporto "Restart-Italia" è composta da cinque fasi in ciascuna delle quali sono consigliate una serie di azioni per migliorare la vita delle startup e dei loro

stakeholder. Tale approccio integrato è articolato in: lancio, crescita, maturità, consapevolezza e territorio. Nella fase di lancio si cerca di definire il concetto di startup e di semplificare la sua nascita; nel periodo di crescita si introducono idee per agevolare gli investimenti, il finanziamento e l'interesse dei cittadini come possibilità d'investimento (es. vedi *crowdfunding*) verso queste nuove imprese in via di formazione; nello stadio di maturità si cerca di individuare le modalità di potenziamento della crescita delle startup o una rapida fuoriuscita dell'imprenditore nei casi negativi; la fase di consapevolezza si identifica con la volontà di far conoscere ampiamente il significato di queste azioni verso le startup e la loro efficacia; infine per territori si intende la volontà di estendere a delle zone geografiche una logica di imprenditorialità e innovatività tanto da creare dei cluster di startup.

La Legge n.221 del 17/12/2012 definisce il soggetto attivo ed il soggetto passivo per queste misure, cioè quelle imprese che soddisfano le sei condizioni qui di seguito riportate:

- 1) sono detenute direttamente e almeno al 51% da persone fisiche, anche in termini di diritti di voto;
- 2) svolgono attività di impresa da non più di 48 mesi;
- 3) non hanno fatturato – ovvero hanno un fatturato, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato, non superiore ai 5 milioni di euro;
- 4) non distribuiscono utili;
- 5) hanno quale oggetto sociale lo sviluppo di prodotti o servizi innovativi, ad alto valore tecnologico;
- 6) si avvalgono di una contabilità trasparente che non prevede l'uso di una cassa contanti, fatte salve le spese legate ai rimborsi.

Inoltre, queste condizioni sono state successivamente ampliate con l'introduzione di altri riferimenti quantitativi e qualitativi. In accordo a questi ultimi si considerano startup anche coloro che investono per il 15% delle proprie spese totali nella Ricerca & Sviluppo, oppure quelle imprese che hanno nei team che formano il management un terzo dei dottori di ricerca o di dottorandi che hanno svolto ricerca per almeno tre anni, oppure quelle imprese che per i due terzi del team che compongono il management sono dei laureati magistrali, o quelle imprese che sono licenziatricie di un brevetto. Tale modifiche sono state operate per ampliare a chi è dotato di una formazione di alto livello o chi ha già intrapreso la sua attività di ricerca (come i licenziatari di brevetto) di rientrare nella fattispecie giuridica.

Ampio risalto è stato accordato, non solo alle startup innovative, ma anche a quelle a vocazione sociale. Esse hanno un'importante valore di affiancamento allo Stato in attività, quali l'assistenza sociale, la formazione, la ricerca, la tutela dell'ambiente e dell'ecosistema ed altre ancora che per competenza sono responsabilità esclusivamente dello Stato. Per questo motivo oltre alla possibilità di creare IRR mediante inferiori rispetto a quelli associati alle altre startup, questa Legge cerca di distinguerle ed assicurare loro una tutela maggiore.

Alcuni vantaggi, di cui godono entrambe le tipologie di startup (ad alto contenuto innovativo e quelle sociali), sono conseguenti alle modifiche normative sopracitate. Essi consistono nel superamento di alcuni ostacoli burocratici, come l'abolizione degli oneri di avvio d'impresa, inteso come l'abolizione degli oneri costitutivi e di registrazione presso le Camere di Commercio provinciali. Inoltre tale registrazione nella sezione speciale del Registro delle Imprese permette di dare loro pubblicità, di effettuare controlli e di monitorare l'impatto che la legislazione prevede ed attua.

La registrazione presso la sezione speciale del Registro delle Imprese è d'obbligo anche per gli Incubatori. Essi devono essere certificati per godere dei benefici che la Legge n.221 concede, cioè devono essere in possesso di alcuni requisiti specifici relativi ai locali, al management, alle attrezzature e allo storico che registra e misura le attività di sostegno verso le startup.

La normativa regola anche la disciplina del lavoro applicabile alle startup. Essa permette di assumere personale a tempo determinato un minimo di 6 mesi un massimo di 36 mesi rinnovabili per altri 12 con l'obbligo, al termine di questa ulteriore estensione, di tramutare il contratto di lavoro da determinato a indeterminato.

Questo intervento normativo concede alle startup e agli incubatori certificati alcuni vantaggi. Questi sono di diverso genere, comprendono la possibilità di retribuzione ai dipendenti e ai fornitori, gli incentivi fiscali (credito d'imposta) nonché il sostegno di alcune agenzie nazionali e di fondi. In maniera più dettagliata, le startup e gli incubatori certificati possono remunerare i propri collaboratori e fornitori di servizi esterni (es. avvocati,...) con delle stock option, tramite il modello del "*work for capital*". Inoltre, il regime fiscale e contributivo è vantaggioso e disegnato per le startup. Ad esempio esiste un credito d'imposta per l'assunzione di personale altamente qualificato a tempo indeterminato o con contratto di apprendistato pari al 35% della retribuzione. Infine è stato garantito l'accesso diretto e gratuito ad un fondo centrale di garanzia, di natura governativa, che facilita l'accesso al credito tramite concessione di garanzie su prestiti bancari con un limite superiore pari all'80% del credito ed una cifra totale di 2,5 milioni di Euro, attraverso un criterio semplificato di richiesta ed un'istruttoria con canale prioritario.

Solo alle startup è concesso di usufruire dei servizi dell'ICE (Istituto nazionale per il Commercio Estero) nell'ambito dell'assistenza normativa, societaria, fiscale,

immobiliare, contrattualistica e creditizia oltre all'ospitalità a fiere ed eventi per l'incontro di investitori con uno sconto del 30%.

Incentivi di natura fiscale sono stati concessi non solo agli *startupper* e agli incubatori certificati, ma anche a tutti quei soggetti economici (intesi come aziende e privati) che dal 2013 al 2016 investono o investiranno in maniera diretta o indiretta (tramite un fondo di Venture Capital) nelle startup. Le due modalità diretta ed indiretta godono di incentivi quantitativi diversi. Infatti, per gli investimenti diretti l'aliquota dell'agevolazione fiscale è pari al 35% dell'investimento effettuato mentre per gli investimenti indiretti è pari solo al 20%. Ancora, esistono aliquote maggiori per investimenti introdotti sulle startup a vocazione sociale. Questi sono pari al 50% degli investimenti e risultano coerenti con la volontà di concedere incentivi maggiori alle startup di questo genere e ai suoi stakeholder.

La legge n.221/2012 con il supporto della CONSOB ha fornito anche una normativa organica all'*equity crowdfunding*, con il fine di incentivare il suo uso da parte di tutti coloro che nel loro piccolo vorranno investire e aiutare le migliori startup.

All'interno di questo disegno normativo si è cercato di introdurre delle procedure che rendano meno gravosa e più rapida la fuoriuscita degli imprenditori per le startup che non raggiungono l'obiettivo della crescita. Il cd. "*fail fast*" permette quindi ai *founder* che hanno avuto meno successo di ripartire in maniera più semplice e veloce, semplificando il procedimento liquidatorio e non "marchiandolo" dell'appellativo di "fallito" che molto spesso condiziona il mercato imprenditoriale italiano. Questa misura è stata messa in campo non per togliere tutele agli altri stakeholder della startup, ma per agevolare, anche alla luce delle difficoltà del conseguimento del successo chi prova a fare imprenditorialità (vedi *supra*).

L'impegno che si è introdotto per lo sviluppo delle startup e di un ecosistema che lo possa sostenere da parte dello Stato, è necessario comunicarlo alla collettività e monitorarlo. La suddetta Legge ha previsto, quindi, una campagna nazionale per far comprendere e rendere consapevole l'opinione pubblica di quanto messo in essere in questo campo. Inoltre è stato creato anche un meccanismo, con il contributo dell'ISTAT, consistente in una serie di valutazioni sistematiche e di monitoraggio delle politiche attuate. Sempre in tal ottica sono state attivate collaborazioni con il Ministero dell'Università e della Ricerca per la costituzione del "*Contamination Lab*" al fine di "contaminare" le nuove generazione con idee di imprenditorialità, innovazione nonché modalità originale di apprendimento. Infine è stato raggiunto, nel 2012, un accordo con Israele (paese leader unitamente agli Stati Uniti d'America, nell'innovazione e nell'imprenditorialità) per rafforzare e promuovere la collaborazione sul fronte delle startup innovative e per il settore dell'*hi-tech*. Il sostegno derivante dall'accordo tra i due paesi servirà per fare in modo che ci sia trasferimento di attività altamente

tecnologiche, di formazione specifica, di modalità di investimento e di condivisione di esperienze.

Per completare lo studio della normativa italiana si può fare un'analisi comparata con le normative vigenti in altri paesi, che sono in una più avanzata fase di realizzazione. Ferrara e Mavilla (2013) con il loro elaborato "Le politiche per l'innovazione. Un'analisi comparata del fenomeno delle startup." per www.polics.it, permettono di comprendere le differenze normative tra i paesi che hanno dato maggior rilevanza a questo problema.

L'esempio su tutti è quello degli USA, che hanno realizzato attività in diverse direzioni. Un intervento del programma governativo SBIR (*Small Business Innovation Research*) consiste nella messa in palio dei premi (per tecnologia innovativa e potere commerciale acquisito). Questo programma che premia le migliori startup ha elargito circa 27 miliardi di dollari dal 1982. Un altro intervento è focalizzato verso quelle società private, con determinate caratteristiche certificate (SBIC), che finanziano piccole imprese operanti nel settore della ricerca e dello sviluppo. Infine con il progetto "Startup America" sono stati messi a disposizione 2 miliardi di dollari per lo sviluppo delle migliori idee imprenditoriali.

La Germania, invece, ha introdotto una serie di misure per calamitare verso di sé investimenti esteri e lo ha fatto: semplificando le strutture burocratiche che danno la possibilità di creare delle forme societarie senza introdurre capitale di rischio; introducendo atti di supporto per progetti innovativi con il supporto di università e istituti di ricerca; partecipando con un massimo del 50% del capitale a progetti innovativi, che hanno vita da meno di 10 anni, contribuendo a particolari settori innovativi (biotecnologie) con fondi regionali.

In Francia sono stati introdotti sgravi fiscali di diverso tipo, ma particolarmente orientati alle spese effettuate per la ricerca e sviluppo; inoltre sono state semplificate le modalità per l'apertura di nuove imprese essendo stata data la possibilità di non avere un capitale di rischio. Infine il governo tramite una holding concede sovvenzioni e prestiti a interessi zero per progetti rischiosi ed innovativi.

Israele è un polo assai sviluppato per le startup tanto da contarne ben 4.000 dall'ultimo censimento e circa 70 fondi di VC. Questo sviluppo assai importante deriva da un intervento strutturato che è iniziato dal 1968, che ha visto l'introduzione dell'*Offices of the Chief Scientist* nei principali ministeri per sviluppare investimenti in ricerca e sviluppo nei settori strategici del paese. Questo provvedimento, oltre a sviluppare tutto il settore, ha dato molto vigore a progetti sempre più innovativi, inoltre a tal fine sono stati introdotti moltissimi finanziamenti a imprese hi-tech, sgravi fiscali e partnership con paesi stranieri (anche con l'Italia, vedi *supra*).

In Cina dal 1978 sono stati introdotti molti sforzi normativi per l'innovatività che hanno dato risultati strabilianti, data anche la crescita esponenziale del paese. Dal 1983 sono

state create delle “*Special Economic Zones*” vicino ad aree commerciali per attrarre fondi stranieri, infine con il programma “*Torch*” sono state definite delle misure per incrementare il tasso di innovatività come la creazione di incubatori, consulenze ed aiuti a una serie di beni innovativi non ancora commercializzati, che hanno dato il via alla creazione di aree assai innovative.

La Corea del Sud ha impostato il suo sviluppo di attività altamente innovative (biotech e hi-tech) sul lungo periodo con il *Vision 2025*, che vuol far diventare il paese un leader in questi settori. Inoltre prima di questo progetto iniziato nel 1999, il governo ha avuto un ruolo attivo per importare la tecnologia dagli USA. Tale approccio tuttavia ha comportato la creazione di colossi nazionali, piuttosto che di startup.

Infine il Cile sta diventando un punto di riferimento per le sue politiche di incentivo alle startup in tutto il Sud America, infatti questo paese sta attirando capitali esteri, poiché ha introdotto delle agevolazioni fiscali per le spese sulla ricerca e lo sviluppo, ha eliminato la necessità di avere un capitale di rischio e con il progetto “*Start-Up Chile*” vuole diventare un *hub* per tutti i paesi limitrofi.

Infine si può sintetizzare con un grafico ciò che è stato detto finora, per vedere in maniera più diretta le differenze tra le varie normative.

	Finanziamenti pubblici per imprese	Co-finanziamenti in R&S	Agevolazioni fiscali	Deroghe legislazione societaria	Deroghe legislazione lavorativa	Programmi territoriali
USA	X	X	X	X		X
Germania	X	X	X	X		X
Francia		X	X	X		X
Israele	X	X	X			
Cina		X		X		X
Corea del Sud		X	X			
Cile			X	X		
Italia			X	X	X	

Figura 1.7: Tabella di sintesi delle diverse condizioni normative in paesi differenti.

Capitolo 2. Strumenti per lo sviluppo delle startup: Incubatori e Investor Relation

2.1 Incubatore di startup

Gli incubatori di startup, spesso citati come Business Incubators (da adesso in poi BI), sono ormai un soggetto economico imprescindibile del mondo delle startup. Le sue funzioni sono variegata e hanno avuto un'evoluzione nel tempo coerente con le variazioni che ci sono state nel mercato (come si vedrà nei paragrafi successivi), ma che hanno avuto sempre lo stesso obiettivo: aiutare lo sviluppo delle startup.

Volendo definire cosa sia un incubatore, si può partire, come Aernoudt (2004) spiega, dal senso comune che lo “strumento incubatore” ha, ossia: *“il luogo dove bambini prematuri richiedono un'attenzione temporanea in condizioni controllate”*. Tale breve definizione indica le fondamenta del ruolo principale che ha un incubatore di imprese. Analizzando in maniera più specifica la definizione che fornisce la NBIA (National Business Incubators Association, associazione di categoria statunitense): *“l'incubatore è uno strumento di sviluppo economico con l'obiettivo di accelerare la crescita e il successo delle nuove imprese attraverso un supporto fornito sia in termini di risorse che di servizi”* (Lazzeri, 2010; tramite www.nbia.org), inoltre è possibile aggiungere che i BI “fanno parte di un processo dinamico di sviluppo della società, dove l'obiettivo è quello di incoraggiare dei possibili imprenditori a iniziare il proprio business” (Aernoudt, 2004; tramite www.nbia.org). Per chiarire ancora di più il campo si può citare la definizione dell'UNIDO (United Nations Industrial Development Organization) che riprende la definizione della NBIA, dicendo: *“un'organizzazione che sistematizza il processo di creazione di nuove imprese di successo attraverso la fornitura di un pacchetto completo e integro di servizi”* (UNIDO, 1999).

Data la definizione di incubatore, si è chiarito che il compito generale di un incubatore è quello di cogliere idee imprenditoriali ritenute ad alto potenziale di ritorno economico, ma ancora non pronte per affrontare il mercato. (Lazzeri, 2010) In maniera indiretta si può anche dire che l'incubatore ha il ruolo di “selezionatore” per le idee migliori che sono meritevoli di attenzione, tanto da accelerare il suo progetto di evoluzione. Difatti come si vedrà nei paragrafi successivi, l'intervento di un incubatore permette di sviluppare più velocemente lo sviluppo di una startup, consentendo quindi alla startup di essere pronta al mercato prima di quando potrebbe. Questo è reso possibile poiché il BI riesce a colmare quei gap originati dai fallimenti di mercato (Aernoudt, 2004). Difatti ben il 90% delle startup muoiono nei primi 5 anni di vita, poiché gli mancano strutture e know-how per il loro sviluppo (Peters et al. 2004) e lo scopo dell'incubatore è proprio

quello di facilitare la vita alle startup. Un grafico realizzato dal centro studi Castelli (2013) ci da il senso di quanto l'attività di un incubatore sia utile (vedi Figura 2.1).

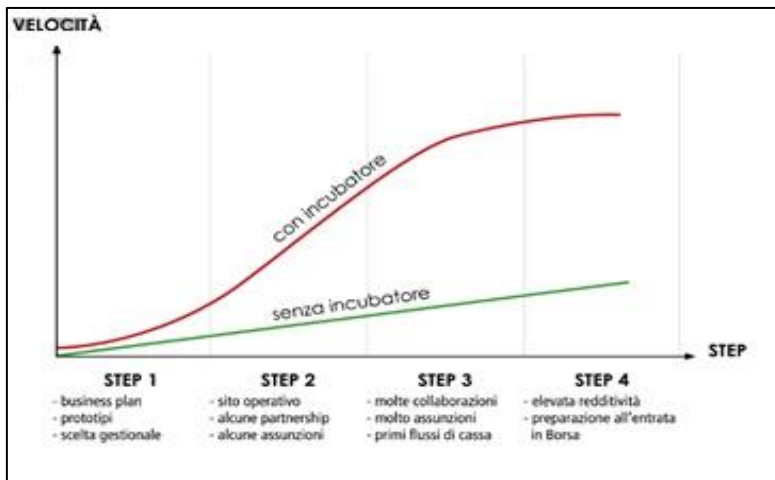


Figura 2.1: Grafico, elaborato dal centro studi Castelli, che identifica le velocità di sviluppo tra una startup in un incubatore e una senza.

Infine, si introduce un chiarimento tra i termini incubatore ed acceleratore. Di solito questi sono usati come sinonimi, però esistono delle differenze tra di loro, anche se minimali infatti essi agiscono generalmente in momenti differenti della startup, poiché l'incubatore agisce nella fase *seed*, mentre l'acceleratore nella fase subito successiva. Nel prosieguo del capitolo, il concetto incubatore (BI) e acceleratore verranno usati in maniera indistinta.

2.1.1 Servizi, strategie e obiettivi di un Business Incubator

Si è detto finora che le startup che hanno un'idea o un prototipo di prodotto o servizio valida, da poter essere offerti al mercato, vanno alla ricerca o di un investitore che gli conceda quelle risorse finanziarie, tali da potergli assicurare il proseguo della loro attività (vedi *supra*), oppure possono ricercare il supporto di un incubatore che gli possa aggiungere valore in poco tempo (vedi Figura 2.1) tramite una serie di servizi di diverso genere.

Il supporto concesso alla startup dall'incubatore, si è evoluto nel tempo, con il perdurato fine di "produrre" imprese di successo che lasceranno al termine dell'esperienza nell'incubatore, finanziariamente avviate e abili a fronteggiare il mercato in maniera competitiva (Aernoudt, 2004).

I servizi che, ad oggi, sono offerti dai BI ricadono entro tre categorie generali: materiali, immateriali e di *networking*.

I servizi materiali sono offerti da tutte le varie tipologie di BI e sono stati concessi sin dalla creazione dei primissimi incubatori; per servizi materiali si intende la possibilità di usufruire di infrastrutture a costi inferiori a quelli di mercato o a costo zero, come l'utilizzo di telefoni, uffici, internet, spazi tecnici ed inoltre possono essere fornite anche risorse finanziarie (Hansen et al., 2000; Lazzeri, 2010; Boschetti et al. 2011).

I servizi immateriali sono di diverso genere e spaziano dalla consulenza per la guida della startup a tutte quelle attività che vengono messe in moto nella nuova impresa, come il supporto legale e fiscale, le attività di *recruiting* e di *accounting* (Hansen et al. 2000; Lazzeri, 2010).

Infine i migliori incubatori offrono anche un servizio di *networking*, il quale è fondamentale per creare valore a favore della startup. L'attività di *networking* prevede sia un'intensa creazione e sviluppo di relazioni tra le startup, che si trovano all'interno di uno stesso incubatore, sia la possibilità di comunicare con un ampio numero di esperti esterni provenienti da *industry* diverse, che sono a disposizione del BI (Hansen et al. 2000). Tali relazioni possono essere sia di tipo formale che informale: il caso di Softbank, incubatore di origine americana, è un esempio a tal fine, infatti all'interno di esso ci sono ampie aree comuni dove i collaboratori e i *founder* delle startup si possono incontrare in qualsiasi momento della giornata per poter parlare di problemi tecnici, e non, in maniera semplice e diretta. In altre parole sono state ricreate delle *Agorà*, in stile greco, nelle quali da delle semplici chiacchierate informali si possono creare relazioni lavorative. Gli incubatori che basano molto del proprio valore aggiunto nel *networking*, da questo Networked Business Incubator, cercano di personalizzare le *partnership* in base alle startup che hanno all'interno del loro portafoglio (vedi *infra*), facilitando in tal modo sia il flusso di conoscenze che di talenti (Hansen et al. 2000). Tali rapporti permettono quindi di entrare a contatto con delle personalità (*mentor*) che hanno conoscenze, esperienze e competenze molto ampie e con le quali difficilmente sarebbe stato relazionarsi senza il supporto dell'incubatore, questo permette quindi di essere molto più competitivi sul mercato (Leonard e Swap, 2000).

Tuttavia viene affermato da Peters e altri studiosi (2004), successivamente ad aver completato uno studio sui BI americani, che non una qualsiasi relazione o *mentorship* offerta ad una startup può essere utile allo stesso modo. Infatti, tramite delle interviste a dei *founder*, essi giungono alla conclusione che il raggiungimento di un valore aggiunto dato dallo sfruttamento di una o più relazioni o dal *coaching* da parte di un esperto deriva solamente se questo è personalizzato e adattato alle caratteristiche della startup, oltre che alla governance e agli scopi dell'incubatore e della startup. Se l'attività di *networking* e *coaching* è invece ben organizzata, in base alle necessità di tutti, porta non solo un effetto apprendimento alla startup ma a tutti i soggetti inclusi nell'operazione (*collective learning*).

Un'altra modalità di *networking* può provenire anche dall'impegno che gli incubatori possono trarre dalle associazioni di Alumni, ad esempio un incubatore universitario può richiedere a suoi ex studenti il supporto per favorire uno scambio di esperienze e una base di cooperazione tra soggetti che potenzialmente possono avere degli interessi in comune (Aernoudt, 2004). Inoltre un Networked BI permette di disporre di relazioni e contatti in maniera assai rapida oltre a creare collaborazioni strategiche, avere a disposizione risorse umane migliori e altamente specializzate e qualificate (Lazzeri, 2010); ulteriormente secondo lo studio effettuato da Boschetti e altri studiosi (2011) l'appartenere ad un network concede la possibilità di incrementare la propria reputazione, visibilità, e immagine permettendo così di attrarre e fidelizzare non solo clienti, ma anche investitori e giornalisti, aumentando perciò il valore della startup. Risulta necessario comprendere che la possibilità di usufruire di questo ampio network, che gli incubatori mettono a disposizione, se da un lato permette l'accesso preferenziale ad un gruppo di professionalità assai riconosciute (Es. Softbank permette di parlare direttamente con le più alte cariche di Yahoo!), le quali non sarebbero mai altrimenti disponibili a causa dei loro gravosi impegni, dall'altro lato questo non vuol dire che essi abbiano un trattamento diverso, ossia avvantaggiato, per le loro idee e progetti.

Svolgendo un'analisi comparata delle caratteristiche del Networked BI (Hansen et al. 2000) rispetto ad altri metodi che vengono usati per far sviluppare le startup (vedi *infra*), esso risulta essere il migliore. Hansen individua tre caratteristiche chiave per sviluppare tale confronto: il raggiungimento delle economie di scala e/o scopo, il mantenimento dell'imprenditorialità ai *founder* e l'accesso ad un network di professionisti. Ad esempio, il Networked BI ha una capacità media nel raggiungere economie di scala e scopo derivanti dalla possibilità di suddividere i costi sostenuti dall'incubatore tra le varie startup incubate (uso spazi, internet, telefono ecc.), la possibilità che viene lasciata ai *founder* di sviluppare la loro imprenditorialità è rilevante ed è garantita dall'importante quota di *equity* (e quindi di rischio a loro carico) che gli viene lasciata (circa il 60-70%), che devono cercare di far crescere nel valore, ed infine le già citate ed enormi possibilità che hanno di creare *networking*.

Nello svolgimento di tale analisi comparata, Hansen prende in considerazione due modalità alternative che vengono usate per sviluppare una startup: lo sviluppo all'interno di un fondo di VC, oppure l'espansione in maniera integrata all'interno di una grande compagnia.

Per le startup all'interno di un fondo di VC, si individua una possibilità di sviluppo dell'imprenditorialità molto elevata, poiché i *founder* mantenendo ancora una larga parte del capitale della startup nelle loro mani, devono cercare di usare tutte le loro capacità imprenditoriali per migliorare i loro risultati (e di conseguenza quelli del

fondo), dall'altro la possibilità di accedere ad un *networking* vasto risulta difficile poiché si hanno relazioni solo con il Venture Capitalist, che ha un vasto network ma non è obbligato a condividerlo con le startup ed inoltre la possibilità di creare delle economie di scopo e scala con le altre startup in cui il fondo di VC investe sono nulle poiché ogni startup rimane autonoma nel requisire servizi.

Diversamente, una startup che si sviluppa integrandosi in una grande società ha delle enormi possibilità di sviluppare delle economie di scala e scopo, sfruttando le attività centralizzate dell'impresa, una buona capacità di networking, di conoscenze e di competenze, ma delle scarse possibilità legate alla imprenditorialità, perché i *founder* vengono premiati di meno rispetto a quando si trovano in un BI poiché gran parte dell'*equity* è in mano alla società che la "ospita".

La figura 2.2, tratta dal lavoro di Hansen et al. del 2000 rende bene l'idea.

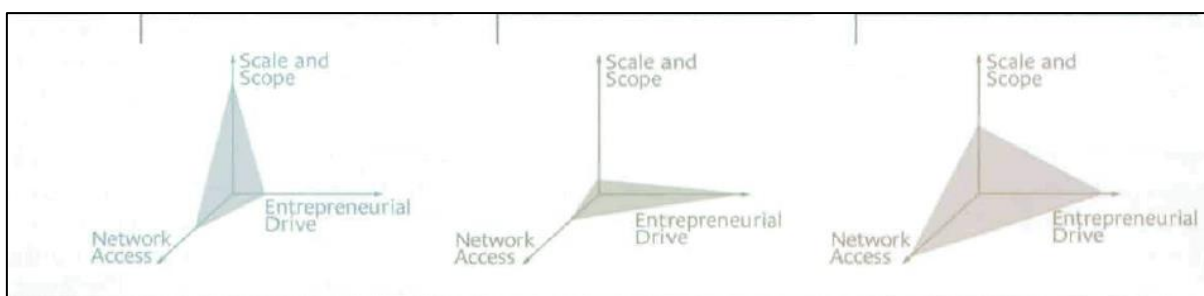


Figura 2.2: Grafico che rappresenta la possibilità per una startup di usufruire di economie di scala e scopo, del grado di imprenditorialità e del network quando si trovano all'interno, rispettivamente di grandi compagnie, dei fondi di VC, dei Network BI.

La capacità di creare quindi un buon Network, oltre ad avere rappresentato il risultato di un percorso evolutivo del BI in quanto le attività iniziali di questo erano legate solo al concessione di risorse prima solo materiali, poi immateriali (Aernoudt, 2004; Peters et al. 2004), da anche la possibilità di comunicare al meglio le caratteristiche di una startup. Questo avviene perché durante le relazioni che si attivano con il *networking* si danno informazioni sulle caratteristiche delle startup, anche quando esse sono in corso d'opera, eliminando anche un certo livello di selezione avversa, che di solito si crea. Inoltre tali relazioni, come già si è detto precedentemente, danno un grado di visibilità, reputazione e immagine, che va a giustificare un buon grado di affidabilità e possibilità di raggiungere ulteriori investimenti una volta che si è usciti dall'incubatore (Boschetti et al. 2011).

Successivamente ai servizi che i BI cedono alle startup che precedentemente selezionano, gli incubatori seguono diverse tipologie di strategie sia per aggiungere

valore alle startup, portando così in maniera riflessa valore per se e migliorando la loro reputazione e possibilità di creare network, permettendo quindi la sopravvivenza del BI stesso. La strategia da intraprendere viene ideata in base allo scopo principale che un BI ha nei confronti della startup che qui di seguito si ricorda: *il BI deve far nascere, crescere e sviluppare nuove imprese ad altissimo potenziale di redditività.*

Messo in chiaro lo scopo del BI, Lazzeri, all'interno del suo studio fatto per il "Centro Toqueville-Acton" del 2010, individua *7 fattori focali* per distinguere prima le caratteristiche di un BI e poi introdurre una strategia coerente.

Il primo di questi fattori è la *mission* del BI, che non dovrà confondersi con lo scopo. Essa prevede che l'incubatore svolga la sua attività per raggiungere un profitto (per BI legati a imprese o a fondi di VC), oppure sia alla ricerca di un maggior sviluppo sociale, in altre parole si tratta di un BI no-profit (incubatori nazionali o delle università). La logica coerente con la *mission* selezionata permette ovviamente delle scelte diverse non solo a livello strategico, ma anche su quali startup puntare, ad esempio un BI no-profit di origine governativo farà un maggior numero di scelte orientate a startup con uno scopo sociale rispetto ad un BI alla ricerca del profitto.

La *localizzazione* del BI, intende per prima cosa su che area esso si vuole concentrare e successivamente sull'ampiezza della zona individuata. In altre parole, prima il BI dovrà decidere se svolgere la sua attività in una zona economicamente depressa, oppure vicino ad un centro di ricerca piuttosto che un'università o un'area molto industrializzata, in un secondo tempo dovrà scegliere se concentrarsi sull'intera area regionale, nazionale o internazionale.

La *specializzazione* è un altro fattore importante per capire la strategia dell'incubatore e le startup su cui sarà disposto a investire, essa può essere *specialized*, se si concentrerà solo su un settore particolare, oppure *multi-purpose* se invece investirà su qualsiasi settore.

La strategia di un BI tende a modificarsi in base anche al *livello di intervento e di servizi offerti*, questo varierà se si vorrà seguire la startup per tutto la durata del business plan o solo per una sua parte, di conseguenza ciò comporterà livelli differenti di cessione di risorse materiali, immateriali e di network.

L'operato dipenderà anche dalle modalità di *selezione* delle startup su cui il BI vorrà investire. Come già si è detto poco sopra questo dipenderà dalla mission dell'incubatore, tuttavia la logica comune è quella di selezionare *business ideas* valide e sostenibili e che possiedano la caratteristica di economicità nel medio periodo.

Gli ultimi due punti di riferimento per definire la strategia sono dati dal *sistema di scambio tra incubatore e impresa* e *l'orizzonte temporale* del BI. Entrambe sono condizionati dalla mission del BI. Il sistema di scambio incubatore-impresa cerca di individuare cosa la startup dà in cambio all'incubatore per le attività di quest'ultimo; ci

sono generalmente tre possibilità: uno scambio *fee based*, *equity based* o *misto*. Nel primo caso l'incubatore si comporta esattamente come una società di consulenza la quale in cambio di servizi riceve un pagamento, questa soluzione è praticabile solo quando l'impresa si trova sul mercato è già competitiva e ha la possibilità di sostenere un costo di questo tipo, e quindi è alla ricerca di qualche servizio particolare che solo il BI può dare, ad esempio il suo network. L'*equity based* è la situazione nella quale la startup "paga" il supporto dell'incubatore con delle azioni. Questo è un caso che lega molto di più la startup con il BI rispetto al caso precedente, infatti quest'ultimo si introduce dentro la corporate governance dell'impresa, questo rapporto ha molte similitudini a quello tra fondo di VC e startup ed infatti a volte con l'*equity* che è nelle mani dei BI si riesce a creare un sostanzioso *capital gain*. Infine c'è il modello *misto* che prevede sia un pagamento tramite *fee* che tramite *equity* e risulta essere il preferito dalle startup poiché in questo modo non si incide troppo sui costi (come invece accade per il *fee based*) e allo stesso tempo si condivide il rischio con il BI.

L'*orizzonte temporale* fa riferimento a quanto tempo una startup debba rimanere all'interno di un incubatore e normalmente è ben definito precedentemente poiché deve coincidere con la mission del BI.

Una volta definiti le variabili che possono regolare la scelta di una strategia da parte del *board* di un BI, ci sono tre diverse tipologie di capitali che possono essere messe a disposizione:

- *separate investment fund*, l'incubatore crea un fondo che viene gestito da un soggetto terzo (come un fondo di VC) che fa da tramite tra BI e startup,
- *direct capital investment*, il BI ha delle risorse che investe direttamente sulle startup che ritiene più adatte, avendo così un'autonomia totale,
- *limited partnership/angel network*, l'incubatore reperisce risorse finanziarie di volta in volta tramite un network di finanziatori privati, spesso costituiti dai BA.

Sempre la Lazzeri (2010) ci indica quali siano all'interno di una strategia il *processo d'investimento* che un incubatore debba attuare. Questo si divide in più fasi, esattamente: la *deal origination*, identifica in quale settore o ambito territoriale un BI si vada a concentrare, solitamente viene delineato dalle esperienze dei fondatori dei BI (similmente a come accadeva per i BA) o da startup che possano generare sinergie con altre imprese già nel portafoglio degli incubatori stessi (migliorando così anche il valore dei network BI). Generalmente le scelte vengono fatte dopo un'attenta analisi dei business plan che vengono presentati, tuttavia molto spesso le migliori opportunità derivano proprio dal Network intorno ai BI, che fungono da vero e proprio filtro informale. Si nota una modifica degli interessi degli incubatori rispetto a qualche anno fa nell'interesse dei business *Internet based*, questo poiché si sono rilevati notevoli

limiti nei modelli classici di valutazione d'azienda portando a valori molto elevati e molto spesso poco realistici (Livian, 2000). A causa di tale motivo i BI si stanno interessando a business con un minor profilo di rischio, ad esempio i BI legati alle università ai settori tecnologici che possono creare un "valore importante", altrimenti verso quei business con *asset* stabili.

Successivamente, si parla della *permanenza in portafoglio*, in altre parole di quanto tempo la startup debba rimanere all'interno del portafoglio di un incubatore. Tale periodo dipende ovviamente dallo stadio del ciclo di vita in cui si trova e dalla complessità del progetto.

Infine si parla di *disinvestimento*, questo varia enormemente dal settore e dalla situazione in cui si trova la startup e dalla filosofia d'intervento dell'incubatore. Infatti se l'impresa sta raggiungendo i risultati prefissati attraverso una crescita forte si può far fuoriuscire dall'incubatore grazie all'investimento di uno o più fondi di VC, o di partner industriali o privati o addirittura tramite un IPO. Diversamente se la startup non è riuscita a crescere sarà necessario la messa in liquidazione della società.

Si può introdurre, per concludere, un esempio di strategia che un Network BI attua per evitare dei *pitfalls* (Hansen et al. 2000). Prima di tutto è necessario creare una *strategia di portafoglio*, ossia investire in settori diversamente correlati tra di loro, poiché in questo modo si può godere di un maggior numero di benefici rispetto ad agire in settori uguali, tramite il raggiungimento di sinergie. Risulta importante nel momento in cui si crea una strategia di portafoglio avere delle vere e proprie startup, che siano delle star per creare movimento intorno ad esse; in base al settore di riferimento delle star poi vengono scelte tutta una serie di nuove imprese in modo tale da poter creare partnership che creino valore. Queste pratiche permettono inoltre di avere un effetto apprendimento data dalla velocità di connessione a realtà diverse e quindi alla loro osservazione. In questa fattispecie i Network BI decidono di attuare delle politiche di investimento nelle startup che prevedono una relazione di lungo periodo con l'acquisizione di *equity* e di più posizioni nel board per poter decidere insieme le strategie della startup. Inoltre gli incubatori in queste situazioni tendono a non lasciare il contatto con l'impresa dopo la cessione ad un fondo di VC o nel caso di un'IPO poiché ne possono ancora trarre vantaggio, sia per se, sia per le altre startup incubate.

Il secondo step invece si sostanzia con la creazione del *Network Design*, ossia dando delle regole al network intorno all'incubatore. Lo scopo di questa regolamentazione è quella di creare relazioni e connessioni legate all'incubatore e non a degli individui singoli. Per raggiungere questo scopo ci sono più modalità quali: la formazione di link formali con esperti esterni (es: LUISS ENLABS utilizza moltissimi mentor che hanno riconosciute capacità manageriali e imprenditoriali per affiancare il lavoro delle startup selezionate), meeting regolari tra le startup e gli esperti, portare professionisti

nell'incubatore (il digital media campus ha introdotto dentro il suo incubatore rappresentanti di società affermate esterne), stabilimento di processi per scambiare informazioni e know-how tra imprese (*executives* che si siedono in board diversi o tramite servizi IT), incentivi economici (all'ideaEdge Ventures di San Diego, ogni membro ha un interesse finanziario su tutte le attività incubate), assunzione di *deal broker* specializzati (ossia persone formate a far incontrare persone diverse e fargli trovare punti in comune per poter stringere relazioni tra di loro).

Uno svantaggio che potrebbe venire da questa strategia di forte *networking* è che a volte si potrebbero creare relazioni che però non creano un vero e proprio vantaggio per nessuno, quindi è necessario che la partecipazione ai servizi e le conseguenti relazioni sia volontaria. Inoltre la partecipazione all'*equity* dei BI nelle startup deve essere sempre minoritaria, per evitare di condizionare la startup ad effettuare azioni che non hanno un valore positivo per la stessa (il BI deve influenzare le azioni non obbligarle). Infatti se è vero che il Network BI è vantaggioso in molti casi, in altri questo non lo è e quindi non è da utilizzare.

2.1.2 Tipologie di Business Incubator

La parola incubatore spesso viene utilizzata per situazioni assai differenti, questo è diventato un vero e proprio termine "ombrello" al di sotto del quale diverse tipologie di BI vengono incluse (Aernoudt, 2004), si cercherà di seguito di individuare una serie di logiche e caratteristiche per definire le varie tipologie di BI, riprendendo in parte quello che si è detto nel 2.1.1.

Si può iniziare ad affrontare il problema, facendo un excursus storico di come gli incubatori siano nati e quali fossero i loro scopi iniziali ed in seguito come questi si sono modificati. Il primo BI nasce negli Stati Uniti d'America negli anni '50 come risposta alla chiusura di una serie di imprese nella Batavia e nello stato di New York, lo scopo di questo, e di quelli subito seguenti che si stabilirono anche in Europa (il primo nel 1975 in Inghilterra il *British Steel Industry*), era quello di risollevarne zone geografiche economicamente in difficoltà, l'aiuto era indirizzato verso ogni tipologia d'impresa, sia per quelle a basso, che ad alto contenuto tecnologico. Tale incubatore prevedeva la cessione di risorse essenzialmente materiali come l'utilizzo di uffici e *facilities* di diverso genere (Aernoudt, 2004).

Il concetto di incubatore, insieme ai servizi offerti, successivamente si è evoluto ed è diventato uno strumento per promuovere una zona geografica che potesse essere più diversificata nelle tipologie di attività aziendali attivate e per fare ciò si sono cominciati a stringere accordi con università e centri di ricerca. Nel 1983 è stato creato in

Germania, a Berlino, il primo incubatore universitario che aveva lo scopo di indirizzare le idee provenienti dall'università all'industria, tramite questo particolare modello inoltre si introducevano all'interno delle startup risorse umane molto qualificate. Tale approccio successivamente si è ripetuto anche in altre zone del mondo.

Ultima evoluzione del BI si è avuta negli anni '90 che ha visto la creazione di incubatori in aree dove fossero presenti cluster tecnologici specifici (IT, biotech), in modo tale da approfondire introducendosi all'interno di essi cercando di sfruttare il network che il BI si riusciva a creare.

Aernoudt (2004) individua anche altre due tipologie di incubatori, che non sono collegati solamente all'innovazione e a prodotti innovativi, denominati i *Social Incubators*, ossia quegli incubatori che stimolano, supportano e sviluppano la crescita e la continuità d'impresa di quelle startup o imprese che assumono persone con scarse capacità; tale modello di incubatore si associa similmente al primo modello comparso, ma in questo caso il suo obiettivo è quello di ridurre il gap sociale e aumentare l'occupazione. Definisce anche il *Basic Research Incubators* il quale cerca di unire i diversi principi della ricerca e degli incubatori, un esempio per tutti è il laboratorio/incubatore del MIT, questo infatti include 70 scienziati di nazionalità diversa (28 paesi differenti), quindi con competenze ed esperienze diverse, che grazie a questa ampia varianza cognitiva, permettono di raggiungere risultati mediamente superiori.

Procedendo con l'analisi si possono identificare delle *differenze territoriali* per i BI: per gli incubatori americani, che godono di un mercato più maturo e di un ecosistema più consapevole, esiste una maggiore possibilità di ottenere l'intervento sia di un fondo di VC, piuttosto che di un fondo di diverso genere oltre al contributo di grandi compagnie; in Europa, invece, a causa di una tradizione e di un mercato meno maturo, gli incubatori vengono realizzati essenzialmente solo da soggetti privati e da alcune grandi imprese (Lazzeri, 2010).

La possibilità che un BI sia collegato ad un altro soggetto economico che gli concede dei fondi, è una caratteristica che può variare non solo la mission dell'incubatore, ma anche le sue scelte strategiche. Il caso in cui il BI sia collegato ad un soggetto esterno che gli concede dei fondi definisce un incubatore *affiliated* (o *limited*), altrimenti si tratta di un incubatore *independent* (*direct*). Le differenze tra questi due incubatori non è solo collegata agli scopi e alle mission (vedi 2.1.1) di questi, ma anche al grado di network che questi possono attivare, risulta infatti che gli *affiliated* possano usufruire di un network maggiore degli *independent*.

L'altra caratteristica che utilizzeremo per classificare gli incubatori è definita dal loro intento di essere un'attività *for profit* o *no-profit*. Nel primo caso, si tratta di privati che

tramite l'incubatore vogliono acquisire un profitto e per tale motivo attuano un modello di selezione assai arduo per le startup e successivamente alla concessione di risorse richiedono in cambio o una *fee* o una parte di *equity*, su cui poter creare un *capital gain* o un valore economico per l'incubatore (ad esempio sinergie). I *no-profit*, invece, hanno una matrice pubblica o universitaria e hanno lo scopo di sviluppare politiche sociali o lo sviluppo di nuova imprenditorialità, in cambio viene richiesta o una minima controprestazione o una piccola parte di *equity*.

Introducendo in una tabella (Figura 2.3) le possibilità fin qui esposte si identificano 4 tipologie di BI che sono molto utilizzati sia in Europa che negli Stati Uniti d'America (Boschetti et al.2011).

	No-profit	For profit
Indipendent	BIC	IPI
Affiliated	UBI	CBI

Figura 2.3: Le quattro tipologie di incubatori più utilizzate. BIC (Business Innovation Center), UBI (University Business Incubator), IPI (Indipendent Private Incubator), CBI (Corporate Business Incubator).

Individuiamo, quindi, 4 tipologie di incubatori in relazione se: essi sono alla ricerca di un profitto o se sono collegati o se sono collegati o meno a un soggetto terzo.

Il *Business Incubator Center* (BIC, da adesso in poi) è stato il primissimo modello di incubatore che si è manifestato sul mercato (vedi *supra*, caso Batavia e New York, anni '50), infatti esso nasce per cercare di rivitalizzare una zona geografica in difficoltà, tramite la concessione di alcuni servizi. Il BIC cede normalmente delle risorse tangibili (uffici, telefono, internet ecc.), competenze tecniche e accesso ai capitali pubblici, visibilità, orientando il suo orizzonte temporale al medio periodo. Questo supporto viene erogato non solo per le startup, ma anche per imprese già esistenti; tale modello di incubatore è stato molto incentivato negli anni passati dall'Unione Europea (del 1984), tanto da portare alla nascita di 150 BIC in 20 paesi europei, tuttavia la mancanza di un vero e proprio progetto al di sotto di questo da parte dell'EU, ha tolto risorse e importanza a questo tipo di BI (Aernoudt, 2004). Questa tipologia di incubatore, di origine pubblica, non si muove seguendo una logica di conto economico (trovandosi quindi nella situazione in cui i guadagni non riescono a sostenere i costi), ma ha come obiettivo il perseguimento dello sviluppo locale, di dove esso si trova, quindi la location

risulta fondamentale per individuare dove introdurre questo particolare BI (Lazzeri, 2010; Boschetti et al., 2011).

L'altro modello no-profit di incubatore è l'*University Business Incubator* (UBI, da adesso in poi). L'UBI, spesso di origine pubblica, viene creato in collaborazione con università e centri di ricerca nazionali e ha lo scopo di utilizzare la scienza e la tecnologia come veicolo per rivitalizzare o sostenere le economie locali e nazionali. Questo incubatore supporta le imprese specialmente con competenze di alto livello, network e capitale. All'interno di queste organizzazioni l'università ha un ruolo centrale, perché tramite le conoscenze e le competenze che vengono generate al suo interno, si possono creare dei *spin-off* accademici, delle innovazioni brevettabili unitamente a delle trasformazioni tecnologiche che con i BIC sono di più difficile attuazione (Lazzeri, 2010; Boschetti et al., 2011). Gli UBI spesso si sono attivati tramite i Parchi Scientifici, questa particolare fattispecie permette di creare delle vaste aree dove accademici, studenti e tessuto produttivo si incontrano al fine di traferire e generare sia nuove tecnologie che conoscenze e innovazione. Esistono molti casi di Parchi Scientifici, uno dei più famosi in Europa è il Cambridge Science Park, esso oltre a mettere a disposizione competenze, conoscenze e un buon network a cui attingere, concede una buona visibilità e reputazione a chi ne fa parte. Difatti questo Parco Scientifico riesce ad avere successo non solamente perché le nuove idee provenienti dall'università si trasformano in idee commerciali, ma anche perché il "nome" di questa istituzione riesce a calamitare molte eccellenze che non sono strettamente collegate con la *Cambridge University* (Aernoudt 2004).

Risulta tuttavia che gli incubatori no profit (che sono nella maggior parte dei casi pubblici) con il forte cambiamento del mercato e la sempre maggiore centralità di internet stiano perdendo importanza poiché risultano molto teorici ma poco pratici e necessiterebbero di fornire alle startup incubate una maggiore velocità nell'entrata sul mercato, un maggior numero di sinergie possibili e di relazioni.

Gli altri due modelli di incubatori, avendone scopo la ricerca del profitto, generalmente sono di tipo privato e non pubblico e si distinguono in *Independent Private Incubator* (IPI, da adesso in poi) e *Corporate Business Incubator* (CBI).

Il primo incubatore (IPI) è un modello nel quale un soggetto autonomo, o più di uno, tramite capitale proprio supportano delle startup acquisendo in cambio dell'*equity* (modello tradizionale), solitamente in questa fattispecie gli individui che attivano l'incubatore sono degli specialisti in un settore e tramite le loro conoscenze fanno sviluppare delle startup vicine al settore di cui sono esperti. Tale modello successivamente si è evoluto raggiungendo due diversi incubatori: il primo è il *venture accelerator*, che permette di entrare in possesso sia di competenze avanzate (tramite il network a loro disposizione) sia di acquisire capitale per le startup già in una fase successiva al *seed* (Chinsonmboom, 2000; Boschetti et al. 2011); il secondo modello è

quello dei *mentor capitalist*, che dà la possibilità di collaborare con dei mentor, i quali aiutano le startup a definire e raffinare il proprio modello di business oltre che a trovare risorse e competenze necessarie, provenienti dall'esterno (Leonard e Swap, 2000).

L'ultimo modello di incubatore affrontato, non per importanza, è il CBI. Questo si sviluppa prevalentemente nelle grandi imprese, ad esempio delle multinazionali, che decidono di creare degli incubatori interni per sviluppare l'imprenditorialità dei propri dipendenti (ma non solo), e sfruttando le competenze accumulate, in modo tale che esse generino innovazione e sviluppo per l'impresa. Una situazione simile, nella quale grandi imprese agevolavano lo sviluppo delle startup si era già citata nel 1.2 e nel 2.1.1, in quel contesto si erano individuati dei limiti come: la possibilità di ridurre l'impegno introdotto da parte dell'impresa (Coppola, 2014), oppure una scarsa imprenditorialità e quindi scarsa dinamicità dell'ambiente (Hansen et al. 2000). Tuttavia la creazione di un incubatore interno alla grande *co.* tende a superare entrambe i limiti poiché l'incubatore prevede un impegno di medio-lungo periodo, il mantenimento dei fondi, la riduzione della burocrazia interna e la limitazione di politiche gestionali non favorevoli. Questa tipologia di incubatore invece acquisisce dei vantaggi notevoli come la possibilità di creare economie di scala e scopo (per la grande impresa) oltre alle numerose competenze che la multinazionale può offrire alla startup.

Si può affermare che in entrambe i casi (IPI e CBI), essi si concentrano sullo sviluppo di startup nella loro fase *seed* e nelle fasi subito successive ed offrono attività quali: supporto allo sviluppo del modello di business (dove per supporto si intende attiva partecipazione alla sua definizione), sostegno alla gestione operativa attraverso uno staff esperto, *recruiting* del personale richiesto per il nuovo business, relazioni con attori strategici e accesso a competenze tecnologiche e manageriali (Boschetti et al., 2011).

La caratteristica distintiva che però contraddistingue gli incubatori privati è data proprio dal network che essi riescono ad attivare, infatti tramite questa "rete" si riescono a far sfruttare alle startup incubate risorse e servizi ad alto valore aggiunto (Gibson e Wiggins, 2003), a farle accedere a conoscenze e competenze tecnologiche e manageriali di alto livello, a creare alleanze strategiche e a concedergli una maggior reputazione e visibilità le quali fanno parte integrante della valutazione che un futuro investitore farà sul loro conto. Da queste esperienze inoltre le startup hanno un elevato effetto apprendimento oltre alla possibilità di attivare sinergie con startup complementari dell'incubatore (Hansen et al., 2000; Gibson e Wiggins, 2003). Infine tale tipologia di incubatore risulta più sostenibile economicamente (data la sua natura *for profit*) a differenza degli incubatori pubblici (*no profit*) che invece raggiungevano un tipo di vantaggio nel lungo periodo dell'intero sistema piuttosto che dell'incubatore per se.

Per concludere questa lunga dissertazione sulle tipologie di incubatori si può introdurre una matrice (vedi Figura 2.4) esposta da Boschetti e altri studiosi (ibis.) che riassume

come gli incubatori creano valore per le startup (tramite competenze o risorse) e dal tipo di controllo che su di esse le new co. possono esercitare.

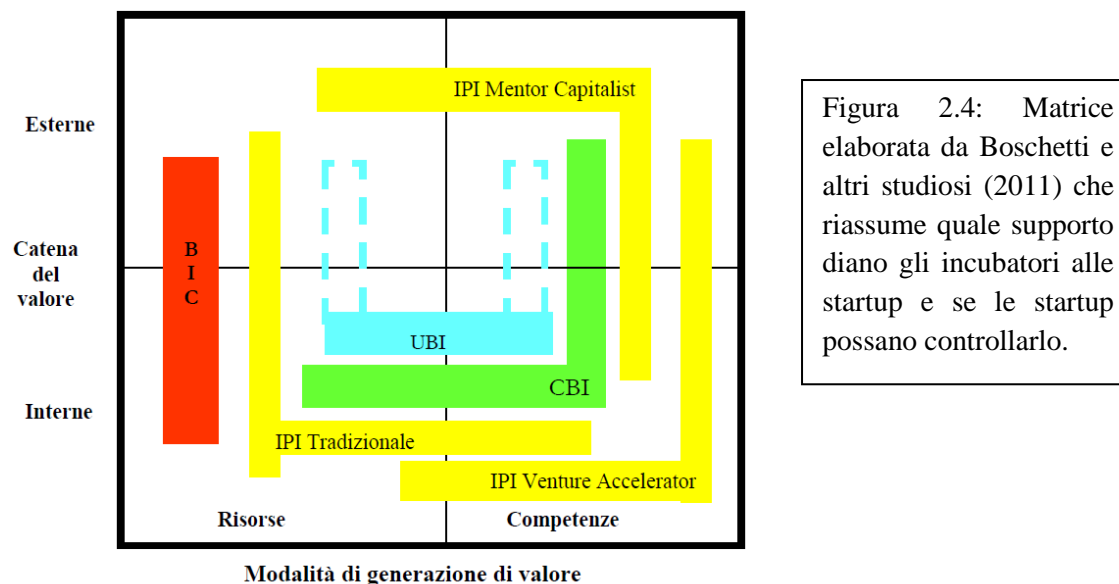


Figura 2.4: Matrice elaborata da Boschetti e altri studiosi (2011) che riassume quale supporto diano gli incubatori alle startup e se le startup possano controllarlo.

2.1.3 Riepilogo delle opportunità comunicative offerte dagli incubatori alle startup

Si sono descritte, finora le varie funzioni che i BI svolgono, le diverse tipologie esistenti e come queste creino valore per le startup (Peters et al., 2004). Dall'analisi effettuata si è manifestato un cambio delle condizioni del mercato le quali, hanno portato a una maggiore necessità di creazione di *networking* e ad un minor bisogno di risorse fisiche quali uffici, spazi ecc. Questa tendenza è confermata sia dal declino che i BIC hanno avuto negli ultimi anni, i quali basano molto del valore che creano per le startup e per le altre imprese sulle risorse di tipo tangibile che esse cedono, che dallo sviluppo continuo che stanno avendo i Networked BI (vedi *supra*). Risultati qualitativamente superiori di questa seconda tipologia di incubatore è stata inoltre dimostrata da più studi, che tramite analisi empiriche hanno certificato il loro maggior successo (Hansen et al. 2000; Aernoudt, 2004).

La possibilità di creare più facilmente relazioni e scambio di competenze sia con professionisti affermati, sia con altri *founder* o collaboratori di startup, dà delle ottime possibilità di far sviluppare al meglio la propria startup, introducendo sempre qualcosa di nuovo al suo interno (Aernoudt, 2004). Tuttavia, questo continuo rapporto con altri professionisti deve essere ben gestito dalle startup che altrimenti rischia di essere contro produttivo. Obiettivo primario dei *founder* deve essere quindi quello di progettare ed

eseguire una strategia sulle relazioni da creare all'interno di quest'ambiente, in altre parole di come sia meglio per loro farsi conoscere e cosa comunicare.

Il vantaggio che quindi dà un incubatore a una startup non è tanto la possibilità di migliorare le proprie capacità comunicative (che comunque possono essere potenziate anche con dei mentor appositi), ma esso permette di avere sempre un contatto diretto con le persone con cui si vorrebbe comunicare, specialmente con quei professionisti con cui sarebbe difficile entrare in contatto, se non si fosse all'interno di un BI (es Softbank, vedi *supra*). Nei paragrafi successivi (2.2) si introdurranno le pratiche che le maggiori imprese attuano, spesso con il supporto di uno specialista (Investor Relator Manager), per comunicare efficientemente con gli investitori.

Inoltre, come già si è detto, l'essere stati selezionati da un incubatore e aver lavorato a contatto con personaggi con esperienze riconosciute dal mercato aumenta la loro visibilità e reputazione (Lazzeri, 2010; Boschetti, 2011). Entrambe i vantaggi citati sono usufruibili, non solo durante il periodo di incubazione, ma anche successivamente e questo gli concede un vantaggio competitivo rispetto a tutte le altre startup a cui non è stato possibile usufruire del network di un incubatore.

2.2 Investor Relation

Le startup durante il loro percorso evolutivo hanno un bisogno costante nel mantenere un filo conduttore con gli investitori. La funzione di quest'ultimi è quella di concedere risorse finanziarie all'impresa la quale ne ha bisogno per vivere e progettare il suo futuro. Uno dei vari compiti che, quindi, ha l'impresa è quello di sviluppare rapporti con gli investitori attraverso lo scambio di informazioni e lo sviluppo di vere e proprie relazioni (vedi *infra*). Per lo svolgimento di tale funzione, sempre più spesso, si è individuata una figura che gestisce le comunicazioni e le relazioni con gli investitori e ne acquisisce quindi la responsabilità, l'Investor Relation Manager (IRM, da adesso in poi). Il ruolo di questa figura professionale è quello di gestire le Investor Relations (IR, da adesso in poi), ossia le relazioni con gli investitori. Relativamente a quale debba essere la sua posizione all'interno dell'organigramma aziendale, come si vedrà, ci sono diverse linee di pensiero.

Le relazioni con gli investitori hanno acquisito sempre maggiore importanza ed entità nel corso del tempo; l'origine di queste funzioni (IR) risale alla separazione che si crea tra la proprietà e il management (Yates, 1989), i quali devono informare i proprietari, tramite dei dati economico-finanziari, sulla performance dell'impresa e sulla loro attività svolta. L'attività di IR ha avuto un forte sviluppo specialmente in momenti

critici del mercato dei capitali o quando l'opinione pubblica ha manifestato di voler maggior trasparenza su tale argomento.

La necessità di adeguarsi alle richieste degli stakeholder è subito stata considerata come un obiettivo primario per i top management delle maggiori imprese, questo è dimostrato da un'indagine del NIRI (National Investor Relation Institute) del 1985 che aveva individuato che solo il 16% delle imprese della *Fortune 500* aveva un IRM tra i suoi manager, mentre la stessa ricerca svolta solo quattro anni dopo aveva segnalato che la percentuale era salita fino al 56% (risultati simili sono stati individuati anche in Giappone), tale sostanziosa variazione fu motivata dalle richieste dei movimenti sociali, che volevano conoscere una maggior numero di informazioni sulle condizioni economiche finanziarie delle imprese (Laskin, 2009). Successivamente a questo ci sono stati altri due momenti che hanno segnato in maniera molto netta il mercato dei capitali, come gli scandali della Enron e della Worldcom, oppure il più recente caso dei mutui *subprime*.

Questi eventi, oltre a far allontanare una parte di piccoli investitori, che hanno perso fiducia nel mercato e hanno perciò preferito usare i propri risparmi in altro modo, sono stata una vera e propria *wake-up call* per tutto il sistema, al quale è stata richiesta oltre a una normativa che potesse fornire più tutele (Thompson, 2013) anche una qualità di informazioni più dettagliate da parte delle imprese anche al fine di voler far riacquisire fiducia agli investitori (anche *retail*) nei mercati di capitali (Morgenson, 2002). Coerentemente a questa necessità è utile citare Minow (2002), il quale afferma che “i mercati non corrono sui soldi, ma sulla fiducia”, perciò le IR si devono basare sulla ricostruzione e sul mantenimento delle attuali relazioni di fiducia create.

Lo scopo principale dell'attività (che si vedranno nel paragrafo 2.2.2) di un buon IRM è quello di *minimizzare il rischio* degli investitori fornendo loro informazioni chiare e comprensibili dell'impresa, in modo tale da poter raggiungere una divulgazione completa e imparziale della stessa, così il minor rischio assunto dagli investitori comporterà anche un minor costo del capitale per le imprese. Quindi si può affermare, seguendo anche la linea di pensiero dei teorici Kennedy e Wilson (1980) e Laskin (2009), che l'obiettivo ultimo dell'IRM non è quello di migliorare il prezzo delle azioni delle società, in cui lavora, a spese degli investitori, ma quello di dare informazioni tempestive e affidabili al mercato dei capitali tali da poter far intendere la natura dell'impresa, i loro rischi gestionali e finanziari; conseguentemente tali pratiche potranno avere delle ripercussioni positive anche sul valore delle azioni oltre che sulla reputazione dell'impresa stessa.

All'interno di questo campo le IR si possono definire, seguendo ciò che il NIRI (2003) dice, come le attività di management strategico integrate all'aspetto finanziario, comunicativo, del marketing e della normativa che permette l'utilizzo della più

efficiente comunicazione tra l'impresa, la comunità finanziaria e altri soggetti economici con il fine di contribuire a far raggiungere il valore equo delle azioni.

Infine, citando lo slogan del NIRI, le IR hanno la funzione di: *“Enhancing corporate value through effective communication.”*

2.2.1 Competenze e posizione degli IRM

Le competenze che sono richieste ad un IRM per svolgere con successo il proprio compito sono di diverso tipo e non facilmente catalogabili in una sola macro-area. Diversi studiosi credono che il ruolo dell'IRM sia all'interno della funzione finanza, poiché è necessario che essi comprendano al meglio i dati economici finanziari da comunicare tramite dei report agli investitori, altrimenti con la mancanza di tali competenze sarebbe difficile redigere report credibili e completi per gli investitori e tutti gli altri stakeholder. Inoltre l'introduzione degli IRM in tale funzione avrebbe dato l'opportunità di aumentare la quantità (oltre alla qualità) della *disclosure* a disposizione degli investitori (Kelly et al., 2010; Bushee e Miller, 2012).

Un'altra scuola di pensiero presuppone invece che gli IRM debbano avere delle competenze più legate alle Pubbliche Relazioni (PR), in modo tale da poter comunicare al meglio in base alle diverse tipologie di investitori e di stakeholder le qualità dell'impresa, creando così una relazione con essi che riesce ad essere di lungo periodo (Silver, 2004).

Tuttavia dopo i recenti scandali che hanno pesantemente condizionato i mercati dei capitali, si è giunti alla conclusione che per un IRM le competenze di finanza e quelle comunicative debbano unirsi (Kelly et al. 2010). Risulta inoltre necessario integrare le competenze tipiche di un PR e di tipo finanziario con conoscenze relative alla comunicazione strategica (Laskin, 2009), tale necessità è stata confermata dall'istituzione da parte del NIRI di un centro per la comunicazione strategica, questo con il fine di far sviluppare delle competenze di *corporate communication* per gli IRM che fanno parte dell'associazione.

L'attività di IR deve essere predisposta e realizzata all'interno del confine organizzativo dell'impresa altrimenti si rischia di perdere la completezza delle informazioni che devono essere fornite (Morrill, 1995).

Il tipo di comunicazione che risulta essere migliore in tale fattispecie è la *“two way symmetrical”*, tale modello risulta essere superiore a tutti gli altri che vengono usati dalle PR, ossia: il *“press agency”*, che è una comunicazione *one-way*, di stile propagandistico e nel quale c'è un uso molto sbilanciato sui mass media con un forte interesse verso gli effetti che essa può avere a favore della società; poi c'è la *“public*

information model” anch’essa di tipo *one-way* che prevede un giornalista all’interno dell’organizzazione che dà informazioni veritiere, ma incomplete, sui mass media della società; infine, il “*two-way*” tradizionale, che analizzati i comportamenti dei soggetti esterni dell’impresa personalizza le informazioni e le comunicazioni in base a come questi varino (Kelly et al., 2010).

Il “*two way symmetrical*” si basa su una comunicazione bilaterale e include la necessità di comprendere sia le richieste degli investitori che del management, essa ha infatti come caratteristiche l’uso del dialogo e della negoziazione con gli investitori dell’impresa e può essere considerato il modello più etico in quanto è socialmente responsabile e questo è dimostrato dalle informazioni che vengono date dagli IRM che sono tutte vere, affidabili e complete. Questa tipologia di comunicazione si basa sulla reciproca comprensione tra le parti e risulta essere la base del modello che si deve usare per le IR (Grunig e Grunig, 1992).

Quindi si può affermare con certezza, che ad oggi, le *skills*, legate alla comunicazione, richieste per chi si occupa di IR sono: comprendere le necessità informative di ogni investitore e/o stakeholder dell’impresa e comunicare attraverso un’unicità espositiva (Favaro, 2001). Tali *skills* che sembrano quasi in controtendenza si basano sulla possibilità di usare più strumenti di comunicazione (vedi *infra*) differenti e si uniscono alle *skills* di tipo finanziario, ossia avere la capacità di comprendere cosa i risultati economico-finanziari comportino per l’impresa e per gli investitori.

La posizione dell’IRM, che risulta essere anche una delle più remunerative all’interno dell’impresa (Iacano, 2006), non ha nelle grandi compagnie sempre un dipartimento a lei strettamente dedicato. Infatti, seguendo i risultati del sondaggio di Laskin (2009) sulle imprese incluse nella *Fortune 500*, ben il 65% hanno un dipartimento dedicato a questa delicata funzione, il 27% di esse fanno rientrare l’IRM nel dipartimento finanza, mentre nell’8% dei casi, esso si trova nel *communication department*.

Per le imprese di dimensione inferiore, spesso una risorsa orientata solo all’IRM (nel 77% dei casi) non è presente nell’organigramma, sia se si tratta di una *mid-cap*, di un’impresa di più piccole dimensioni (Geddes, 2011) o di una startup (Kollmann e Kuckertz, 2006). Il compromesso che si è trovato per affrontare questa situazione è stato quello di introdurre le attività tipiche di IR nelle mansioni dei PR o della segreteria generale o divisa tra le due. In tutti i casi si perdono alcuni vantaggi: nel primo caso si ha una carenza di visione strategica e di conoscenze finanziarie, nel secondo di competenze comunicative, infine nell’ultimo caso ci possono essere situazioni di tensione tra le due parti a causa di duplicazione di responsabilità oppure ci può essere una mancata capacità di *execution* ed esperienza nella materia. Un esempio tipico di problematica che può provenire per le piccole imprese (quindi anche per le startup) è quella di non saper personalizzare le informazioni economico finanziarie in base

all'investitore o allo stakeholder che essa ha di fronte, questo comporta una potenziale perdita di tempo in quanto la controparte introduce dei filtri di base sui quali selezionerà le occasioni e le notizie che gli sono giunte (Geddes, 2011). Nel mercato delle startup, tale fattispecie succede ogni volta che una nuova impresa si rivolge all'investitore sbagliato, come ad esempio nella fase *seed* quando si è alla ricerca di un sostegno da parte di un fondo di VC, quando ancora non si è entrati in contatto con i BA o con gli incubatori.

Inoltre, per le imprese che non hanno un manager predisposto che svolge regolarmente attività di IR, si aggiungono dei costi monetari e non. Si stimano, infatti, che oltre alle spese necessarie per usufruire di consulenze esterne per tale materia, i CEO e i CFO spendano tempo per questo scopo una parte consistente del loro tempo, rispettivamente il 20% e il 50% (Bushee e Miller, 2012).

2.2.2 Attività tipiche di un IRM

Le IR che vengono svolte da un'impresa, come si è detto precedentemente, devono essere indirizzate verso stakeholder differenti che hanno richieste diverse. Per tale motivo il *two-way symmetrical* è un ottimo supporto per comunicare dati diversi in base alla varietà dei bisogni. Un esempio che ci può essere utile per comprendere l'ampiezza dei diversi stakeholder è dato dallo schema che Geddes (2011) propone nel suo lavoro (vedi Figura 2.5).

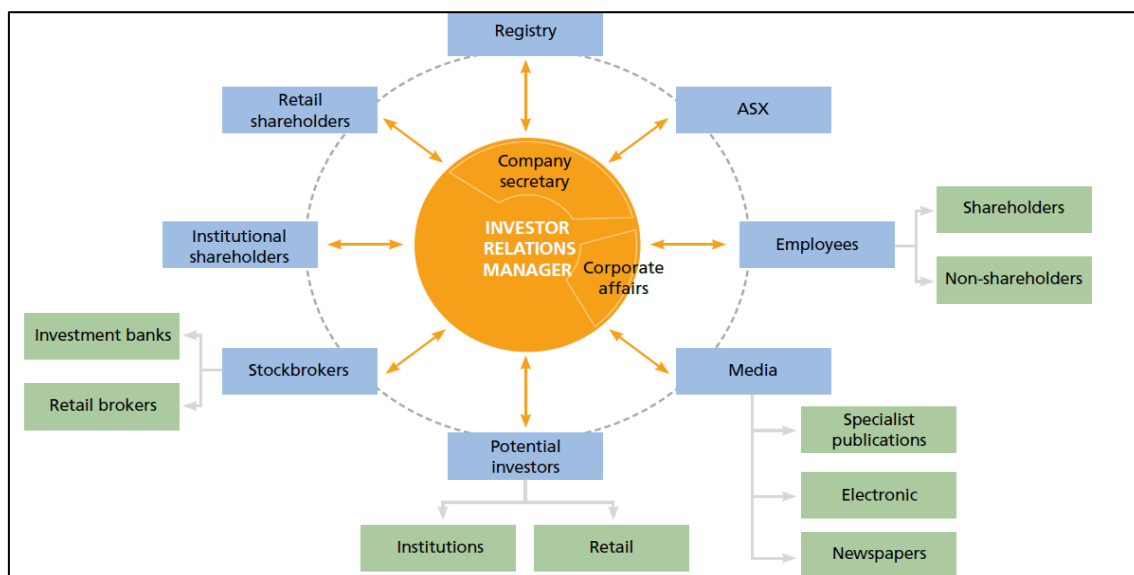


Figura 2.5: Relazioni e contatti che un IRM deve gestire. Tratto da Geddes (2011).

La rete di contatti per un IRM, elaborata da Geddes, permette di capire che non solo gli investitori hanno importanza per chi gestisce le IR ma anche altri stakeholder, come gli impiegati, i media, gli analisti.

Data l'ampiezza dell'azione che deve essere messa in campo dall'IRM, e contestualizzando l'analisi solo per le grandi imprese, è utile cercare di capire quale sia il programma e la strategia di azioni che deve essere attuata. Farragher e altri studiosi (2004) stilano un programma di azioni da attuare per eseguire un buona serie di IR.

Tale programma e l'atteggiamento di un IRM si forma di più parti tra cui: *spiegare il business* dell'impresa e l'ambiente in cui esso si trova, *enfaticizzare i prospetti futuri* piuttosto che le performance storiche, concentrarsi su una *strategia di lungo periodo* piuttosto che di breve, *spiegare gli sviluppi recenti* e il motivo per cui sono state prese delle decisioni data la strategia di lungo periodo, *evitare la creazione di aspettative troppo alte*, saper *affrontare notizie negative* apertamente e onestamente, *relazionarsi con il top management*, essere *proattivo* piuttosto che reattivo, essere coadiuvato da un *team che capisca il motivo per cui il valore del titolo dell'impresa si modifica* e sia in grado di spiegarlo alle domande degli analisti finanziari.

Lo scopo di questo piano è oltre a quello fondamentale di ridurre il rischio che si è citato precedentemente (paragrafo 2.2, Kennedy e Wilson, 1980; Laskin, 2009) anche di poter creare delle relazioni di lungo termine con gli investitori e tutti gli altri stakeholder per poter far aumentare la loro fiducia nell'impresa e non farli allontanare appena ci sono fluttuazioni negative nel prezzo delle azioni o nelle considerazioni degli analisti (Laskin, 2011) e conseguentemente di generare un vantaggio competitivo per l'impresa. Le attività pratiche, tipiche, che svolgono gli IRM per seguire il programma che abbiamo enunciato possono variare, in base allo scopo e al target di riferimento, e sono: lo sviluppo e l'organizzazione di *roadshow* (specialmente per le IPO), presentazioni e conferenze stampa dell'impresa, risposte alle richieste e alle domande di investitori, analisti finanziari e stakeholder (circa il 93% dei IRM svolge queste due attività secondo un sondaggio svolto sulle società appartenenti a *Fortune 500* da Laskin, 2009). Inoltre altre attività che vengono svolte dagli IRM sono: svolgimento ricerche sul mercato dei capitali, l'aggiornamento del top management sugli eventi esterni attraverso la redazione di report o incontri *one-on-one*, rispetto di tutte le norme che regolano l'informativa economico-finanziarie.

Negli ultimi anni anche l'uso dei social media ha avuto un fortissimo sviluppo come mezzo utilizzato dagli IRM per comunicare, questo oltre ad essere una modalità per raggiungere la maggior parte degli stakeholder in maniera diretta, veloce e trasparente ha permesso anche di usare supporti di tipo diversi (siti istituzionali, blog, social media, ecc.) per dare informazioni e creare maggiori relazioni, spesso anche a costi inferiori (Bollen et al., 2008; Thompson, 2013). Lo sviluppo dei social media, come mezzo comunicativo, è stato avvantaggiato negli USA anche grazie all'approvazione che la

SEC ha dato per effettuare annunci di tipo finanziari tramite questi mezzi, con lo scopo di far riavvicinare anche i piccoli risparmiatori ai mercati dei capitali (Thompson, 2013).

Bollen e altri studiosi (2008) hanno analizzato cosa gli stakeholder vogliono trovare sui social media e quali tipologie di fattori possono influenzare un buon uso di questi nuovi mezzi di comunicazione. Per il primo punto, risulta esserci una richiesta sempre maggiore di informazioni veloci e facilmente fruibili da parte di tutti, una buona strategia di comunicazione social su più piattaforme è fondamentale, poiché internet ti permette di fare questo in maniera rapida ed economica. Per il secondo punto, dallo studio di questi accademici olandesi, risulta che la qualità del sito internet può influenzare la qualità di un progetto e delle informazioni fornite; la qualità del sito istituzionale di un'impresa si basa su 7 fattori. Tre sono di tipo *hard* (ossia di base, più difficilmente modificabili), ossia: la *strategy*, cioè se la strategia dell'impresa è di breve o lungo periodo e conseguentemente la tipologia di informazioni espresse; la *structure*, ossia come è strutturata l'autorità in tale attività e il suo livello di coordinamento; il *systems*, la delimitazione delle procedure formali ed informali oltre alle linee guida da seguire durante l'attuazione del progetto. Invece le altre quattro sono di tipo *soft* (maggiormente modificabili in corso d'opera), ovvero: lo *style*, come si comunica all'esterno; lo *staff* di lavoro; le *skills*, inteso come conoscenze ed expertise a disposizione degli addetti a tale funzione; infine, gli *shared values*, cioè il *commitment* nei valori aziendali.

Inoltre il maggior sviluppo dei social media come mezzo di comunicazione è giustificato anche da un tipo diverso di comunicazione che viene richiesto dagli investitori e da tutti gli stakeholder. Infatti dopo i crolli delle borse per il caso Enron o per quello Worldcom e per i mutui *subprime* del 2008, le informazioni ricercate non sono solo di tipo strettamente economico-finanziario, ma anche su fattori di tipo "intangibile", ossia si cerca di capire come l'impresa si relazioni con i propri clienti e con la comunità nella quale essa si interfaccia, quale sia il capitale intellettuale che ha a disposizione e come è la reputazione del management. In altre parole si vuole dare una luce completa ai soggetti esterni sulle caratteristiche di chi gestisce l'impresa e su come esso la gestisce. (Lev, 2004). Questo risulta possibile solo grazie ad un aumento della quantità e della qualità delle informazioni e delle rivelazioni che gli IRM introducono sul mercato tanto da permettere un controllo quasi diretto delle attività che il top management mette in atto (Laskin, 2011). Lev (2004), inoltre, afferma che l'importanza di questi fattori non finanziari ha un'importanza sempre maggiore per investitori, analisti e gli altri stakeholder per determinare il valore equo delle azioni e si stima che questi indicatori incidano per circa il 50% del valore del capitale. A conferma di ciò, stanno prendendo piede sempre di più i cosiddetti fondi etici che investono solo su

quelle imprese che rispettano determinati livelli di eticità e di sostenibilità, essi infatti danno molta importanza alle azioni che l'impresa intraprendono a livello sociale ed ambientale (Regalli et al., 2005).

L'attività svolta dagli IRM nelle grandi imprese non deve però essere considerata a sé stante, senza contatti e senza continuità strategica rispetto al top management. Infatti secondo uno studio citato da Thompson (2013), effettuato da Mellon, il manager predisposto all'attività di IR ha una forte relazione con gli altri *executive* dell'impresa, ed infatti prende parte sempre alle riunioni con gli altri manager dell'impresa (*la cosiddetta C-suite*) e se negli USA il 35% degli IRM incontra il CEO o giornalmente o almeno una volta settimana, tale percentuale raggiunge il 50% degli IRM nel caso degli incontri con il CFO.

Le IR, come si è visto finora, hanno molti effetti per il mercato e per l'impresa. Esse infatti permettono: lo sviluppo di relazioni con gli investitori, l'individuazione di un prezzo equo per il valore del prezzo delle azioni grazie alla spiegazione del business model e del management team ed infine la possibilità di entrare in contatto con analisti e giornalisti che sono degli intermediari per raggiungere gli investitori. Un altro effetto che le IR hanno è quello di aumentare il trading delle azioni di quell'impresa, ossia far aumentare il movimento di acquisto e vendita delle azioni dell'impresa. Tuttavia sembra che gli IRM, in questo particolare periodo storico, abbiano come obiettivo primario il mantenimento dei propri investitori ossia stanno cercando di "fidelizzare" i propri attuali shareholder. Thompson (2013) ci conferma questa tendenza individuando che il 27% degli IRM ha questo obiettivo (nel 2012) e tale percentuale è in crescita rispetto all'anno precedente (18%, l'anno prima). Un altro obiettivo, proveniente dalla stessa indagine che Thompson cita, è che gli IRM (33% degli intervistati) hanno intenzione di trovare invece nuovi investitori in mercati lontani da dove l'impresa risiede. In particolare risulta che i più interessanti siano gli USA, la Gran Bretagna, la Cina e Hong Kong. Inoltre coerentemente alla necessità di creare relazioni di lungo periodo sia con i nuovi che con i "vecchi" investitori, gli incontri che l'IRM organizza sono diminuiti quantitativamente invece sono aumentati qualitativamente, ossia si studiano maggiormente le richieste e le caratteristiche degli investitori andando direttamente da chi ha l'autorità decisionale, riducendo quindi non solo i tempi ma anche le attività di contorno effettuate (Thompson, 2013).

Per concludere quest'analisi sugli IR risulta interessante notare che c'è una parte di studiosi che criticano aspramente questa funzione aziendale, reputandola di scarso impatto specialmente nel lungo periodo, consigliando perciò ai manager di destinare le risorse che vengono introdotte per le IR verso pratiche che fanno migliorare il valore del prezzo delle azioni in quanto questa tipologia di pratica avrebbe più effetto (Gillies e

Dennis, 1973). Tale critica verso le IR ha delle basi soprattutto perché risulta difficile valutare quantitativamente il valore che un buon IRM con la sua strategia può dare all'impresa (Laskin, 2011), si ritiene tuttavia che una tipologia di *disclosure* diversa (oltre che più ampia) rispetto al passato orientata non solo alle informazioni economiche-finanziarie ma anche verso informazioni *no-financial* e soprattutto orientata a creare delle relazioni con tutti gli stakeholder (non solo gli investitori) con un profilo di lungo periodo può essere una buona strategia per far riavvicinare anche i piccoli investitori al mercato dei capitali e far recuperare l'immagine di questo verso l'opinione pubblica.

2.2.3 Le attività di IR per le startup

Nel paragrafo precedente si è parlato di come le IR vengono gestite nelle grandi imprese (si è fatto riferimento alle imprese nella *Fortune500*, e di imprese quotate in borsa), in questo paragrafo invece si cercherà di capire come le IR possono essere gestite da una startup sia nell'acquisire notorietà nel mercato e quindi entrare in contatto con degli investitori sia successivamente come si gestisce il rapporto con fondi di VC che hanno investito sulla startup.

Su tale argomento sono stati effettuati pochi studi accademici in quanto non si ritiene che le IR possano avere un forte impatto sulle nuove imprese in rapida crescita. Tuttavia, nonostante questa limitazione è possibile analizzare quali fattori possano incidere positivamente o negativamente per una startup nella comunicazione che essa effettua sia con gli investitori che con gli altri stakeholder.

Nella fase pre-investimento, ogni startup ha quasi un'unica necessità: trovare delle risorse finanziarie per continuare il suo percorso di sviluppo. Per raggiungere tal fine è necessario non solo interfacciarsi con i possibili investitori ma anche con la stampa e gli analisti finanziari, che possono aiutare ad individuare il vero valore di una startup, riducendo così l'incertezza. Difatti, anche se le startup sviluppano una *disclosure* completa, queste risultano ancora poco visibili (Bushee e Miller, 2012), ma soprattutto caratterizzate ancora da un forte rischio (Kollmann e Kuckertz, 2006). Però attrarre queste ultime due categorie di stakeholder risulta particolarmente complesso per una startup poiché essa gode: di uno scarso interesse generale relativamente alle sue attività (dal punto di vista giornalistico) sia da delle basse commissioni che il trading derivante da questa attività potrebbe fruttare agli analisti (Bushee e Miller, 2012). Inoltre il numero crescente di startup comporta una vera e propria competizione per raggiungere l'attenzione dei giornalisti e degli analisti, che però una volta avvicinati fanno da *gatekeeper* per raggiungere gli investitori e per acquisire notorietà (Geddes, 2011).

Tuttavia da uno studio effettuato da Bushee e Miller (2012) sembra che fornire una *disclosure* molto ampia e formalizzata (che si aggiunga a una di base, già esistente) possa agevolare l'incontro con gli investitori poiché in tal modo si dà un accesso chiaro e ampio a quale sia il management della startup e come questo lavori oltre a una riduzione del rischio nell'investimento, ma soprattutto dà la possibilità di ampliare la provenienza territoriale degli investitori, riducendo qualsiasi tipo di bias di natura locale. Tuttavia questo è solo un inizio, infatti come si vedrà sono molto più ricercate le notizie non sul passato dell'impresa ma sul suo futuro (vedi *infra*).

Per cogliere l'interesse dei giornalisti da parte di una startup, bisogna saper comunicare solo alcune tipologie di informazioni. Da un sondaggio condotto su dei giornalisti europei dalla Worldcom PR Group Emea nel 2011, si sono individuate quale informazioni sulle startup interessano maggiormente ai giornalisti da comunicare al loro pubblico.

E' risultato che per il 62% dei giornalisti è importante focalizzarsi sulle storie personali dei *founder*, mentre per il 47% è d'interesse conoscere la strategia e la filosofia aziendale, al 43% dei giornalisti europei interessa anche conoscere i piani aziendali di lungo periodo. C'è scarso interesse, invece, sulla conoscenza di dati attuali finanziari. Relativamente ai mezzi con i quali i giornalisti vengono approcciati, si nota che gran parte dei cronisti acquisisce informazioni sui social media (Twitter, blog, ecc.), per il 61% dei casi invece tramite la classica comunicazione corporate (comunicati stampa e conferenze stampa) mentre il 56% dei giornalisti trova notizie sulle startup tramite il proprio *networking*.

Per svolgere questa serie di attività, sarebbe necessario avere un IRM che si possa dedicare solo a questo, ma come si è visto nel paragrafo precedente questa posizione nelle piccole società e in quelle di nuova costituzione non esiste e queste attività vengono svolte in maggior parte dal CEO o dal CFO.

Il *networking* nella fase pre-investimento, anche nella fase comunicativa risulta essere cruciale (vedi giornalisti) per le startup, una parte degli studiosi della materia (Kollmann e Kuckertz, 2006) notano che i contatti personali o acquisiti sono essenziali per raggiungere l'interesse di un investitore, forse anche maggiormente delle attività di cui si è discusso precedentemente. Da qui risulta chiaro che il ruolo dell'incubatore (di cui si è parlato nel 2.1) ha una importanza cruciale per la vita dell'impresa (vedi *supra*).

Nella fase post-investimento, ossia durante il periodo in cui startup e fondo di VC lavorano per far aumentare il valore dell'impresa, le attività di IR che devono essere fatte da una startup sono basate su uno scambio di informazioni di origine economico-finanziaria che serve per ridurre l'incertezza e il rischio per l'investitore (Krystek e

Mueller, 1993). Questa comunicazione è necessaria anche per poter creare una relazione che a sua volta porti cooperazione tra le parti. Infatti attraverso questa collaborazione tra startup e *capital investor* si può ridurre le possibilità di fallimento introducendo competenze nuove nel caso in cui ci siano degli scostamenti da quanto previsto con il fine di migliorare anche la strategia prevista (Kollmann e Kuckertz, 2006). Per fare ciò è necessario creare una relazione assai stretta tra le parti e questa è possibile solo se si comunica, tramite le IR, informazioni utili e con la giusta tempistica.

Le IR come analizzate nelle grandi imprese quotate sono di tipo differente poiché devono introdurre sia dei documenti richiesti per legge sia altre tipologie di documenti non obbligatori ma che sono richiesti da diverse tipologie di stakeholder. Per le startup a comunicazione obbligatoria è molto inferiore e la maggior parte delle informazioni richieste sono solo per gli investitori e quindi non sussiste la necessità di introdurre documenti diversi. Data la natura degli investitori di una startup (essenzialmente fondi di VC, BA o incubatori) le informazioni che essi ricevono, oltre ad essere altamente personalizzate, sono orientate verso i piani futuri dell'impresa e le corrispettive prospettive, mentre spesso le informazioni nelle grandi imprese quotate si basano molto di più sugli eventi passati.

All'interno dell'analisi effettuata da Kollmann e Kuckertz (2006) su quali informazioni sono richieste dai fondi di VC e su come queste dovessero essere esposte si individuano quattro diversi aspetti dell'informazione: il *character*, ossia il tipo di informazioni che vengono fornite agli investitori se queste sono solo definite per contratto (quantitative e finanziarie) o se ce ne sono di aggiuntive (qualitative), avendo quindi un atteggiamento proattivo;

il *cycle*, cioè ogni quanto periodicamente vengono fornite delle informazioni sulla startup (trimestralmente, semestralmente o annualmente) e se oltre a quella definita per contratto c'è uno scambio di informazioni continuo;

il *content*, ossia se si parla esclusivamente dei risultati passati oppure oltre a questi si introducono anche le prospettive future della startup;

il *relationship management*, cioè quale tipologia di relazione tra startup e fondo di VC si è creata che può essere distanziata e quindi caratterizzata solo da scambi di informazioni scritte, intensiva oppure confidenziale, la quale non è sempre programmata.

Dalle interviste raccolte dai due studiosi tedeschi su un campione di Venture Capitalist tedeschi si nota che la cosa che interessa di più questa categoria di investitori è data dal *content* delle informazioni che ricevono, il quale deve essere orientato non solo al passato ma anche e soprattutto ai piani futuri poiché gli investitori vogliono avere un ruolo attivo nelle decisioni da prendere per lo sviluppo del business e questo è coerente con i loro obiettivi (citati nel paragrafo 1.4). Successivamente è risultato che anche il *character* avesse un ruolo importante per la comunicazione, ed in particolare sembra che i *capital investors* prediligano le informazioni che non si limitino a quella stabilita

per contratto ma anche ad un'informazione di tipo proattivo che in questo modo permetta di creare una relazione maggiore tra le parti ma che soprattutto riduca al minimo l'incertezza data da eventi esterni. In seguito per il *cycle* sembra esserci una preferenza, ma non molto marcata, per un'informazione oltre che periodica anche continua e questo perché i fondi vogliono essere informati subito se ci sono situazioni non previste in modo tale da poterle affrontare nel momento giusto. Infine il *relationship management* che si preferisce instaurare con le startup dovrebbe essere di tipo intensivo, risultati inferiori sono stati individuati per la tipologia confidenziale, addirittura negativi per la relazione di tipo distanziata.

Riassumendo, quanto detto sinora, si può dire che le IR nelle startup non sono gestite da un manager apposito ma dal CEO o dal CFO. Nello svolgimento di questa attività è necessario prima di tutto usare bene il proprio network unitamente alla realizzazione di una completa *disclosure* per coinvolgere giornalisti e analisti finanziari sulla propria startup dandogli quindi notorietà e portandola a conoscenza degli investitori, i quali successivamente possono decidere di puntare su questa. Successivamente all'accordo di investimento nella startup è necessario impostare le IR con gli investitori in modo tale che gli si dia un'informazione della startup che sia molto indirizzata ai traguardi da raggiungere e che sia proattiva, andando quindi oltre gli accordi presi, informandoli sempre tempestivamente. In questo modo l'investitore riuscirà a creare un tipo di relazione intensiva con la startup, riducendo molto il suo grado di incertezza e rischio creando così un importante valore aggiunto.

Capitolo 3 Elementi di una startup rilevanti per gli investitori

I contributi teorici presentati nel primo Capitolo del presente elaborato di tesi sono intesi a definire il profilo degli attori operanti nel mercato delle startup (investitori e *startupper*) ed individuare quei loro tratti simili o diversi. Successivamente sono stati discussi gli incubatori, che costituiscono elementi rilevanti nello sviluppo delle startup (Van Osnabrugge, 2000). Le Investor Relation sono, invece, utilizzate come modelli organizzativi di riferimento della startup. In particolare, le Investor Relation svolgono un importante ruolo nell'ampliare e potenziare le attività di comunicazione e di relazione delle startup con gli investitori.

Tale scenario di riferimento teorico è stato sviluppato per avere una conoscenza approfondita del fenomeno startup nella sua complessità, tuttavia l'argomento nevralgico riguardante il fattore più rilevante per gli imprenditori non è stato ancora affrontato. In particolare:

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

La focalizzazione di tali elementi richiede una ricerca nel campo della teoria comportamentale che caratterizza i diversi investitori (come i BA e i fondi di VC). Le considerazioni di seguito presentate costituiscono il risultato complessivo dell'analisi bibliografica effettuata. Esse saranno successivamente confermate o confutate nel Capitolo 4 basandosi sui dati e le relative elaborazioni svolte in alcuni case history direttamente esaminati per la redazione del presente elaborato.

In particolare, dagli elementi della letteratura emergono due elementi fondamentali che incidono sulla possibilità di acquisire gli investimenti:

- **Il tempo (status evolutivo della startup);**
- **La qualità della proposta della startup.**

La letteratura, come già evidenziato e più estesamente descritto di seguito, indica la qualità della proposta della startup essere l'elemento percepito dagli investitori. Questa non risulta solo collegata ad alcune caratteristiche intrinseche definibili oggettive (come: il problema che la startup risolve, il team dei *founder*, le caratteristiche del servizio/prodotto, il modello di business ed il settore di riferimento), ma soprattutto è riconducibile a quelle peculiarità che sono riconosciute come discriminanti dagli

investitori in relazione al loro approccio. In tale contesto, le tecniche comunicative ed il network utilizzato dalla startup rappresentano elementi essenziali per la caratterizzazione della qualità percepita dagli investitori della proposta della startup. Essi sono i altri fattori emersi come i più rilevanti dall'esame della letteratura e dalla prassi utilizzata dai diversi investitori e incubatori.

Nei paragrafi che seguono sono illustrati gli elementi bibliografici raccolti che costituiscono la base di selezione dei fattori sopracitati.

3.1 Il ruolo del tempo

La startup, nel corso della sua evoluzione, ha la necessità di acquisire delle risorse finanziarie fondamentali per proseguire la sua crescita e la realizzazione degli obiettivi prefissati. Attraverso il White Paper (vedi 1.2), Goldberg (2012) ha mostrato gli step che caratterizzano tale percorso e la tipologia delle necessità associate ad ogni situazione. Quando una startup fallisce nell'acquisizione dell'investimento, il suo percorso è rallentato ed eventualmente interrotto.

In contrapposizione, quando la startup ha successo nell'acquisire degli investimenti, essa modifica il suo percorso di sviluppo. Tale evento comporta l'espansione delle sue funzioni e l'implementazione di attività prima non realizzate. Queste aumenteranno di conseguenza la complessità della startup. In particolare, risulta da degli studi teorici (Tyebiee e Bruno, 1984; Goldberg, 2012) che alcuni investitori si interessano a progetti d'investimento in determinate startup solo in un loro stage più avanzato (ad esempio i Venture Capitalist difficilmente investono quando una startup si trova nella fase *seed*).

Infatti, una più lunga permanenza della startup nel mercato determina un'espansione del numero delle sue attività implementate e dalla loro qualità (Goldberg, 2012). Inoltre l'elevata qualità della proposta della startup attrarrà l'interesse d'investimento del mercato in un lasso di tempo ridotto (Shepherd et al., 2000).

Conseguentemente a quanto sopra illustrato, il tempo è un indicatore fondamentale per parametrare il livello di finanziamento ricevuto. In tale ottica, l'analisi degli investimenti ricevuti in funzione del tempo rappresenta la chiave di lettura del fenomeno ed in particolare per prevedere il possibile futuro di una startup.

Il fattore tempo rappresenta inoltre la variabile indipendente rispetto al quale va effettuata l'analisi del fenomeno delle startup.

Da queste affermazioni deriva la considerazione che:

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

3.2 Il ruolo del problema da risolvere

L'oggetto della business idea dell'attività di una startup consiste in un problema irrisolto o deficitariamente risolto che coinvolge una pluralità di soggetti. La problematica è sempre connessa alla dimensione del potenziale mercato dei consumatori interessati alla proposta innovativa della startup. Questa consiste in una modalità innovativa di svolgimento di una attività o nella creazione di un prodotto nuovo o in un approccio al mercato realizzato in maniera differente rispetto allo *status quo* (Kleinschmidt e Cooper, 1991).

Tali soluzioni innovative si riferiscono ad un mercato preesistente e ad uno potenziale che potrebbe aprirsi grazie alla proposta innovativa della startup. Pertanto la qualità della proposta della startup, sotto il profilo del "problema da risolvere", va valutata su una stima dei potenziali utenti della *new venture* potenzialmente attratti dal servizio/prodotto offerto (Mason e Harrison, 1996; Maxwell et al. 2011). Per avere una conferma di tali stime è necessario effettuare, durante lo sviluppo del servizio/prodotto, ricerche di mercato che confermino o non tale interesse. Inoltre, queste ricerche devono esplorare se la *value proposition* della startup è allineata alle richieste dei clienti (Mason e Stark, 2004). La conclusione di tale indagine esplorativa è rilevante per la previsione di successo della startup. Questo è conseguente al maggiore numero di potenziali utenti identificati nonché più ampio interesse unitamente ad una più intensa attrazione degli investitori.

Si può concludere che:

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

3.3 Il ruolo del team dei *founder*

La creazione e lo sviluppo di una startup, nei suoi primi momenti di vita, è connessa principalmente al lavoro che viene svolto dai fondatori della stessa. Infatti, lo sviluppo dei primi business plan e dei primi modelli di business è implementato dai *founder* della startup che, attraverso di essi, stabiliscono un primo contatto con il mercato. Da diversi

studi emerge il ruolo critico della composizione del team dei *founder* nella possibilità di acquisire degli investimenti (Myzuka et al., 1996). In particolare Mac Millan ed altri studiosi (1986), in seguito ad un'analisi dei criteri usati da alcuni Venture Capitalist statunitensi nella selezione degli investimenti, affermano che è necessaria la realizzazione di un team bilanciato, in altre parole eterogeneo nella sua composizione (Vanaelst et al., 2006). Il carattere di eterogeneità deve essere contenuto entro limiti numerici, il cui massimo è stabilito nel valore di sette (Clarysse e Moray, 2004). L'eterogeneità richiesta dagli investitori, esclude che quest'ultimi preferiscano degli imprenditori che da soli sviluppino la propria startup. Tale dato ci è confermato anche dallo scarso numero di startup di questo genere, rinvenute dallo studio di "Mind the Bridge" (2012) su un campione italiano.

Un'ulteriore caratteristica che Mac Millan e gli altri studiosi (1986) individuano come privilegiata da parte dei Venture Capitalist, è la conoscenza che i *founder* hanno del mercato in cui essi si trovano e di come questo si evolve. In altre parole, la loro esperienza è importante sia da un punto di vista lavorativo (Hall e Hofer, 1993) che accademico. Tale concetto è confermato anche da altri studiosi (Roure e Maidique, 1986; Shepherd et al. 2000), i quali sostengono che le startup di successo, cioè quelle con maggiore crescita relativa e più ampia attenzione degli investitori per la loro profittabilità, sono quelle caratterizzate da *founder* con un vastissimo know-how in un determinato settore date le loro passate esperienze. Ulteriormente è stata riscontrato che è più facile attrarre degli investitori verso una startup se i fondatori di essa hanno già avuto esperienze nella costituzione di altre startup di successo (Clarysse e Moray, 2004).

Infine gli investitori apprezzano lo sforzo effettuato dai fondatori della startup giornalmente, in particolare esso è un fattore positivo nel momento in cui si trovano di fronte a una scelta di investimento (Coppola, 2014). Per tanto in rapporto a quanto sopra discusso si può ipotizzare che:

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

3.4 Caratteristiche del servizio/prodotto

Il servizio/prodotto che una startup offre al mercato si può sviluppare in base ad alcune caratteristiche che lo contraddistinguono e determinare il suo successo. Seguendo un filone di ricerca (Tyebiee e Bruno, 1984; Cooper e Klimeschmidt, 1987; Gompers, 2002;

Yongwook e Woo, 2014), confermato anche dalla Legge Italiana che regola le startup (n.221/2012), l'innovatività che una startup riesce ad introdurre sul mercato è un valore aggiunto e gli investitori considerino positivamente tale elemento nella selezione d'investimento verso le startup. Tale situazione è confermata anche dagli *“investment focus”* di molti incubatori, che individuano nell'innovatività dei progetti un requisito fondamentale da soddisfare per entrare nei loro processi di incubazione (es. LUISS ENLABS, Unicredit Start Lab ecc.). Inoltre parte degli studiosi confermano che l'innovazione introdotta da un nuovo servizio/prodotto permette di raggiungere un vantaggio rispetto agli altri prodotti già presenti sul mercato (Cooper e Klimschmidt, 1987). Vari contributi della letteratura economico-scientifica indicano che oltre all'innovatività anche la completezza del servizio/prodotto (Mason e Stark, 2004; Conti et al., 2013) e del suo potenziale di sviluppo, inteso come servizi/prodotti complementari introducibili sul mercato, sono importanti per esprimere una valutazione completa su tale fattore (Shepherd, 2000; Maxwell et al. 2011). Questa affermazione è confermata dalla possibilità di allargare il vantaggio competitivo già acquisito dalla startup con la sua innovatività. Questo vantaggio in alcuni casi, può comportare un innalzamento delle barriere all'ingresso per nuovi *incumbent*, determinando un ulteriore valore per la startup (Landstrom, 1998). Le caratteristiche del servizio/prodotto che si sono esplicitate (un alto grado d'innovatività insieme alla possibilità di introdurre ulteriori servizi/prodotti complementari a quello più importante, se già non lo si è introdotto) risultano essere le fondamenta per raggiungere una crescita importante della startup e quindi incontrare l'interesse degli investitori (vedi *infra*). Si può quindi ipotizzare che:

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

3.5 Modello di Business

Il modello di business di una startup coincide con la struttura scelta per sviluppare la *new venture*, da parte dei *founder*, dei loro collaboratori e degli investitori per articolare un'impresa di successo. L'elemento più importante all'interno del modello di business è il potenziale di crescita dell'impresa. Tale affermazione è confermata dai riferimenti scientifici presentati nel Capitolo 1 (Mac Millan et al, 1986; Prowse, 1998; Wright e Robbie, 1998; Mason e Harrison, 2002) nonché dalle richieste che si possono trovare sul web da moltissimi incubatori (ad esempio LUISS ENLABS). La scalabilità è un

fattore ricercato da ogni tipologia di investitore nei progetti a lui proposti. In assenza di tale parametro all'interno del proprio *time horizon* di riferimento l'investitore rifiuterà di finanziare tale progetto. (Feeney et al., 1999; Mason & Stark, 2004; Maxwell et al. 2011). La scalabilità associata al modello di business è valutata dagli investitori, non solo relativamente al mercato attuale in cui l'impresa lavora in quel momento, ma anche su altri mercati correlati e attaccabili (Coppola, 2014). Tuttavia se il business model della startup ha un elevato potenziale di crescita esso comporterà anche un alto rischio per lo sviluppo della startup stessa. Tale rischio è relativo alle caratteristiche del mercato in cui opera la startup (Wright e Robbie, 1998; Mason e Harrison, 2002). In particolare, si fa riferimento al caso di un mercato complesso. Per le caratteristiche strutturali del mercato, i piani di sviluppo progettati dalla startup possono essere resi più complicati (vedi 3.6). Inoltre i cambiamenti correlati all'elevata obsolescenza tecnologica possono modificare in tempi assai ristretti il mercato di riferimento (Tyebiee e Bruno, 1984).

Infine da uno studio, condotto nel 2011 da Maxwell e altri esperti, è risultato fondamentale per attrarre gli investitori la coerenza del business model sviluppato dall'impresa con le caratteristiche del mercato target. In altre parole questi studiosi affermano che il piano di entrata nel proprio mercato di riferimento e lo sviluppo di una posizione in esso, attraverso un piano di marketing e di distribuzione, è realistico ed effettivamente implementabile.

Riepilogando, il modello di business di una startup è d'interesse per gli investitori se dotato di un'ampia scalabilità (esso è confermato anche dai requisiti di ricerca di molti incubatori), a mercati connessi a quello in cui l'impresa già opera, ma che comporti un rischio legato al mercato il più possibile ridotto, inoltre esso si deve caratterizzare di una vasta coerenza con il mercato di riferimento. Si può quindi ipotizzare che:

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

3.6 Il settore di riferimento

Un altro fattore di elevata importanza della startup per gli investitori, nella loro valutazione, è il settore di riferimento in cui essa si colloca. In particolare una parte degli studiosi afferma che l'interesse degli investitori verso una startup aumenta se il mercato in cui essa opera è il più ampio possibile (Maxwell et al., 2011), mostra un

trend orientato alla crescita (Mason e Stark, 2004) e ci permette di entrare facilmente in contatto con il cliente finale (Tyebiee e Bruno, 1984).

Un altro aspetto considerato nella valutazione del settore di riferimento della *new venture* è il grado di competitività contraddistinto (Shepherd et al., 2000). In particolare è importante capire per l'investitore, qual è la concentrazione e l'importanza dei competitor della startup. Numerosi studi trovano una relazione positiva tra una scarsa competizione in un settore, ossia la mancanza di un competitor molto potente e riconosciuto come tale dai clienti finali sul mercato o l'assenza di molti competitor da un lato e la possibilità di ricevere un maggiore interesse da parte degli investitori dall'altro (Mason e Stark, 2004; Clark, 2008; Maxwell et al, 2011). Da quanto detto, si può ipotizzare:

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

3.7 Il network

Il network di una startup è un fattore che ha un effetto rilevante sullo sviluppo di quest'ultima e, come di seguito discusso, la sua "ampiezza" può aumentare le possibilità di raggiungere dei risultati da parte dell'impresa. Dal paragrafo 2.1 e seguenti è stato individuato che un incubatore, che permette di sviluppare un ampio network alle proprie startup incubate concede ad esso di creare un maggior valore (Lazzeri, 2010). L'esempio specifico del Networked BI ha dimostrato che questa rete di contatti e conoscenze sviluppata a favore della *new venture*, le conferisce la possibilità di entrare in contatto con professionisti con una funzione di mentor per la stessa (ruolo che viene sviluppato negli IPI Mentor Capitalist. Leonard e Swap, 2000; Boschetti et al., 2011), di migliorare la loro *value proposition* e modello di business, di accrescere la propria reputazione, visibilità ed immagine amplificando il contatto con un numero maggiore di investitori e di clienti finali (Boschetti et al., 2011), di creare delle *partnership* con altre startup o imprese con cui si trovano in contatto (come ricorda l'esempio di Softbank, paragrafo 2.1.1; Baum et., 2000).

Tuttavia la possibilità di creare un network a supporto di una startup non è collegato solo dall'eventualità di usufruire dei servizi di un BI. Una serie di studi svolti da alcuni teorici individuano nella pregressa esperienza dei fondatori della startup la possibilità di attrarre con maggior probabilità di successo l'interesse degli investitori (Shepherd et al., 2000). A tal proposito lo stesso gruppo di studiosi affermano che gli investitori sono più

attratti da chi ha una maggiore esperienza passata sia nel settore in cui la startup si colloca sia nel mondo delle startup (Clarysse e Moray, 2004). Questo indica che è possibile costruire un ampio network anche personalmente, network che ci permetterà di entrare in contatto con gli investitori e gli altri attori appartenenti a questo mondo.

Un esempio esplicativo della potenza di questo strumento è fornito dal BAN (vedi paragrafo 1.3 e seguenti) che mette in relazione diversi BA. Attraverso questa rete di contatti possono essere individuati progetti alternativi che risultano più attraenti in quanto vicini a settori che li interessano (Mason e Harrison, 1997; San Josè et al., 2005). Pertanto la possibilità di relazionarsi anche solo con alcuni BA offre l'opportunità di presentare la propria idea anche ad una rete molto più ampia di investitori.

Da quanto sopra espresso e nei precedenti paragrafi emerge la disponibilità di un network costituito da ampie relazioni permette alla startup uno sviluppo qualitativamente migliore, più veloce e più efficiente. Da qui deriva la considerazione che:

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

3.8 La comunicazione verso l'esterno

La startup nel corso della sua evoluzione ha la necessità di relazionarsi con molti stakeholder esterni. Tale connessione deve crescere parallelamente alla sua evoluzione. I soggetti con cui la startup deve comunicare sono di diverso tipo e variano dai clienti alle diverse tipologie di investitori.

Il rapporto che viene sviluppato con i clienti può essere veicolato su strumenti come il sito istituzionale della startup e i social media (Bollen et al., 2008; Thompson, 2013), attraverso i quali si riesce a mantenere con i clienti un rapporto oltre ad ottenere un aggiornamento sull'evoluzione della startup nonché sulle caratteristiche servizio/prodotto offerto. Con tale modalità di comunicazione si sviluppa anche un tipo di comunicazione "intangibile" (Lev, 2004).

La relazione iniziale tra startup ed investitori è volta ad attrarre quest'ultimi per acquisire un investimento. Successivamente siglato un *deal* tra le parti, questa relazione iniziale si trasforma in un rapporto di più ampio respiro (Wright e Robbie, 1998). Infatti, è interesse di entrambe le parti la riduzione dei rischi associati al rapporto *principal-agent* (Van Osnabrugge, 2000) e curare i rapporti tra le parti al fine di sviluppare un maggior valore aggiunto finale (Benjamin e Margulis, 1996; Paul et al., 2007). Gli strumenti solitamente utilizzati dagli *startupper* per relazionarsi con gli

investitori, nella fase iniziale del rapporto, sono delle presentazioni (o pitch) che sono caratterizzate da dei contenuti variabili. In rapporto alle peculiarità caratterizzanti l'investitore, esse sono personalizzate in accordo al profilo di quest'ultimo (Mason e Stark, 2004; Clark 2008). Le presentazioni, accanto ad alcuni cambiamenti introdotti di volta in volta per adattarsi al profilo dell'investitore, devono contenere delle informazioni fisse che caratterizzano in modo tipico e netto la startup. Queste informazioni consistono: nel team che compone le persone che lavorano per la startup, nel settore in cui essa opera, nel suo modello di business e un business plan che, in base all'interlocutore, varia nei dettagli presentati e nell'ampiezza temporale (Hall e Hofer, 1993). Inoltre, è necessario specificare che la presentazione dell'idea, attraverso il pitch, è solamente un primo passaggio considerato dall'investitore nella valutazione della startup. Non risulta decisivo per concludere l'accordo di investimento. Infatti, un numero eccessivo di informazioni fornite con questo strumento può addirittura ridurre la comprensione iniziale del progetto e quindi far allontanare l'investitore (Zacharis e Meyer, 1998). In altri termini il pitch per l'investitore ha lo scopo di capire se "il gioco vale la candela" (Chwolka e Raith, 2012).

Successivamente al primo approccio, esiste la relazione che i *founder* della startup riescono a sviluppare sia con i clienti che con gli investitori, questa relazione può portare un valore aggiunto alla startup (Benjamin e Margulis, 1996). Infatti, se da un lato alcuni rapporti ex-post con gli investitori sono definiti da contratto, la possibilità di lavorare insieme e creare una sinergia tra le parti può potenziare lo sviluppo della startup (Mason e Harrison, 2002).

Da quanto sopra discusso deriva che la comunicazione verso l'esterno per la startup è di fondamentale importanza sia per relazionarsi con i propri utenti finali ma anche e soprattutto per interloquire con gli investitori. Quest'ultimi, attraverso gli strumenti che fanno parte della comunicazione, riusciranno a notare e valutare tutti gli altri fattori di cui si è discusso precedentemente. Dunque sembra di fondamentale importanza sviluppare questo fattore al fine di far giungere tutte le informazioni nel modo e nel momento giusto agli investitori. Si può quindi ipotizzare che:

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

In conclusione di questa serie di considerazioni, è possibile notare che per ogni elemento individuato per ogni macro categoria di elementi (tempo e qualità) esiste una relazione positiva tra le variabili considerate. Per questo motivo perciò si è sviluppata

un'ulteriore considerazioni che collega la possibilità di acquisire investimenti, il tempo e la qualità, ossia che la possibilità di acquisire degli investimenti da parte di una startup sono funzione crescente sia del tempo di attività della startup sia della qualità delle attività effettuate da essa. In particolare si può affermare:

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

Capitolo 4 Analisi, confronto e studio dei dati provenienti dai case history

4.1 Introduzione

In questo capitolo, si analizzeranno alcuni casi di startup che si trovano in fasi diverse della loro vita. I case history sono stati elaborati grazie al supporto di i-lab LUISS che ha permesso di entrare in contatto direttamente con i *founder* delle startup.

Il processo utilizzato per acquisire le informazioni, presentate di seguito, è articolato in quattro step successivi di ricerca:

- una prima fase basata sulla diffusione di un questionario online (vedi Allegato 1), che è stato sottoposto ad un *founder* della startup,
- come secondo step è stata svolta un'analisi su internet del sito istituzionale della startup e una ricerca web (inteso come social-media, stampa specializzata e non, ecc.) di tutte le informazioni e notizie relative alla startup,
- successivamente è stata effettuata un'intervista *one-to-one* con uno o più fondatori dell'impresa per permettere di capire in maniera più profonda la fase di evoluzione della startup, le loro modalità di comunicazione e di organizzazione ed altri dettagli tecnici,
- infine è stata chiesta una *revision* del caso ai *founder* della startup stessa per poter ottenere una liberatoria al fine di divulgare il caso.

Analizzando in maniera più specifica ogni step che ha caratterizzato la ricerca, il questionario online (il primo passaggio) prevedeva dieci domande, nelle quali veniva chiesta la composizione del team dei *founder*, specificando anche il background accademico dei partecipanti. Successivamente si è cercato di individuare il range d'età degli stessi, e la durata della loro esperienza lavorativa precedente alla presentazione della startup. Nella seconda parte della *survey* si richiedeva quanto fosse stato il tempo impiegato per preparare la presentazione e si richiedeva di inserire il pitch per poter valutare da quali parti fosse composto e quali informazioni fosse stato possibile acquisire da questo. Di seguito è stato richiesto a quale tipologia di investitore fosse stato presentato il pitch in questione e quale fosse stato il feedback ricevuto, in caso positivo si richiedeva quante risorse finanziarie fossero riusciti ad ottenere. Va ricordato che le startup che hanno risposto alla *survey* sono state contattate grazie a i-lab LUISS ed in alcuni casi questi sono state supportate in un primo periodo proprio da quest'ultimo, quindi parte delle domande sono state elaborate (come si vede nell'Allegato 1) facendo riferimento all'aiuto che hanno ricevuto da i-lab LUISS. Inoltre la distribuzione del questionario di ricerca ha permesso di entrare in contatto con

almeno un *founder* e di sviluppare un canale diretto per acquisire informazioni più specifiche, mettendo i presupposti per lo sviluppo del terzo step.

La composizione dei case history è continuata con la ricerca di ulteriori informazioni sulle startup su internet attraverso mezzi ufficiali (come il sito istituzionale della startup o le pagine ufficiali sui vari social media) e non ufficiali (blog, stampa, youtube, ecc.), in modo da disporre di tutte le principali informazioni pubbliche dell'iniziativa.

La terza fase è stata svolta con delle interviste *one-to-one* con almeno un *founder* a startup, attraverso le quali si è cercato di entrare più nello specifico della storia e nella descrizione delle caratteristiche delle startup e di come hanno attratto l'interesse degli investitori.

Infine con la *revision* del case history da parte dei *founder* è stata richiesta la loro liberatoria per l'esposizione del caso.

Di seguito sono riportati quattro casi che sono esposti non seguendo gli step che sono stati illustrati, ma si è cercato di dare una lettura completa e integrata della startup, dell'evoluzione della stessa da un punto di vista storico del servizio e/o prodotto offerto, del team che ha sviluppato la business idea, delle tecniche comunicative e di qualsiasi altro fattore o attore che ha influenzato il suo evoluzione.

Una caratteristica che accomuna tre dei quattro casi che saranno analizzati di seguito è la presenza delle startup all'interno dell'incubatore LUISS ENLABS. Questo incubatore dal 2012 è sviluppato in collaborazione tra LVenture Group, società di Capital Venture quotata alla borsa di Milano, e l'Università romana LUISS "Guido Carli". Tale incubatore, punto di riferimento nella capitale per le startup, investe principalmente su startup del mondo digitale e riesce a dare notevoli risorse di diverso genere alle startup, infatti alle imprese selezionate, ed incluse nel processo di incubazione, concede servizi e capitali per un totale pari a 60 mila euro in un periodo di cinque mesi, durante il quale l'impresa si deve sviluppare e preparare la sua entrata sul proprio mercato. Inoltre, all'interno di questo incubatore, ci sono anche delle startup che decidono di affittare dei *desk* (postazioni di lavoro) dove fanno sviluppare la loro impresa. Tale scelta è motivata per la gran parte dei casi dal network (ad esempio tramite la collaborazione con uno o più mentor e specialisti di settore) che si riesce attivare all'interno di questo spazio, l'attenzione mediatica che riesce a calamitare su di sé, la possibilità di seguire e realizzare workshop e conferenze su determinati argomenti oltre a quella di incontrare studenti di diversi atenei, differenti startup, BA ed imprenditori. Quindi si ritroveranno per alcuni dei case history di seguito dei vantaggi comuni dati appunto dal collegamento con LUISS ENLABS che verranno citati velocemente e ai quali si potrà fare riferimento a quanto scritto qui in questa introduzione.

Similmente a LUISS ENLABS, c'è un'ulteriore caratteristica che accomuna tre su quattro startup, ossia l'aver seguito dei corsi orientati allo sviluppo dell'imprenditorialità e che hanno permesso agli *startupper* di relazionarsi con gli investitori, sapendo le loro caratteristiche necessità. Il corso che ha caratterizzato due delle quattro startup è InnovactionLab, mentre per un'altra è stato il LED (simile al primo e che successivamente si è trasformato in i-lab LUISS).

InnovactionLab è un corso gratuito organizzato in Italia da alcuni professori di Economia di diverse università (Paolo Merialdo e Carlo Alberto Pratesi) e da alcuni Venture Capitalist (Augusto Coppola e Roberto Magnifico) con il supporto di importanti *player* finanziari mondiali ed italiani (come J.P. Morgan, Fondazione Cariplo ecc.). Questo corso ha, appunto, lo scopo di aiutare ed insegnare ai giovani universitari l'acquisizione delle capacità necessarie a comprendere il potenziale del mercato di un progetto innovativo e di come presentarlo in modo efficace ai Venture Capitalist. Questo corso permette, quindi, di conseguire delle profonde capacità di *execution* nello sviluppare un'impresa che sono di completamento alle conoscenze più teoriche apprese durante l'università. Inoltre, alla fine di questo percorso c'è una competizione finale che permette di presentare tutte le startup a degli investitori e ricevere dei feedback sulla propria idea. Perciò, di seguito, come per LUISS ENLABS, InnovactionLab verrà citato se la startup ne ha preso parte, ma non verrà spiegato di nuovo cos'è e il suo funzionamento, ma si farà riferimento a quanto scritto sopra.

Successivamente all'esposizione dei casi (dal 4.2 al 4.5), negli ultimi tre paragrafi del Capitolo (4.6 e seguenti), verranno verificate le considerazioni che sono state sviluppate nel Capitolo 3.

Tale processo di verifica per essere espletato ha richiesto una valutazione delle azioni effettuate dalle startup, descritte nei case history in forma qualitativa, mediante un criterio quantitativo.

Gli elementi raccolti, trasformati in elementi quantitativi secondo un processo tracciabile (vedi *infra*), sono stati restituiti in forma grafica (grafici a dispersione) al fine di riscontare se le relazioni eventualmente esistenti tra Investimenti raccolti (I), Tempo (T) e qualità della proposta della startup (Q), confermino o meno le considerazioni effettuate.

Tutto ciò è stato implementato al fine anche di comprendere se sussiste la possibilità di disporre di un approccio analitico per individuare i fattori che abbiano contribuito a catturare l'attenzione degli investitori da parte delle startup.

La valutazione degli elementi raccolti è proseguita infine mediante delle specifiche considerazioni relative al ruolo degli incubatori e alle analogie esistenti con le Investor Relation e quanto messo in atto dalle startup per la comunicazione.

4.2 Wallet Saver



Wallet Saver è una startup innovativa che si è costituita legalmente nel Dicembre del 2013 in una Società a Responsabilità Limitata, essa nasce dall'idea di due studenti dell'Università romana LUISS "Guido Carli" e si trova attualmente nella fase di *seed stage*.

I *founder* iniziali di Wallet Saver (che successivamente, come si vedrà, sono cambiati) erano Giacomo Putignano (CEO anche oggi della startup) e Leonardo Quattrucci, i quali hanno avuto l'idea da cui è stata sviluppata la startup, mentre si trovavano a Fudan (Cina) per un progetto di Double Degree tra la loro università e la Fudan University School of Management.

I due studenti avevano la necessità di trovare un piano tariffario per il loro telefono, che gli consentisse un uso adeguato del loro smartphone, data la loro permanenza di circa un anno in Cina. Tuttavia, mentre erano alla ricerca della migliore offerta in relazione all'utilizzo che normalmente facevano del loro telefono, la complessità della lingua cinese li aveva messi in forte difficoltà nella scelta. Anche una volta tornati in Italia dal progetto Double Degree avevano avuta una problematica simile data l'elevatissima mole di offerte degli operatori telefonici (circa 250.000 possibili combinazioni), nel capire quale fosse la migliore per loro.

Questa particolare esigenza li ha spinti a ideare un servizio alternativo ed innovativo per ottimizzare la scelta dell'utente rispetto alle offerte di mercato relative alla telefonia mobile.

Infatti l'idea su cui si basa il modello di business di Wallet Saver è quello di estrapolare direttamente dallo smartphone dell'utente le informazioni relative all'uso che ne fa e successivamente utilizzarle per poter individuare e conseguentemente consigliare il piano tariffario migliore per esso, basandosi su un database di offerte proposte dai vari operatori telefonici del paese di riferimento.

Inoltre riesce anche a valutare la copertura del segnale nelle zone in cui maggiormente viene usato il telefono, introducendo questa come una variabile. L'attività di Wallet Saver permette quindi in maniera altamente personalizzata di individuare il piano tariffario migliore per il proprio smartphone in base all'utilizzo fatto.

Tale idea di business, che successivamente verrà analizzata in maniera più completa e articolata, è stata subito apprezzata e veicolata all'interno delle università di appartenenza dei due ideatori, sia la Fudan University che la LUISS "Guido Carli", specialmente dai professori dei *founder*. In particolare questa idea fu presentata come

progetto innovativo nell'ambito di due corsi di esami differenti uno in Cina e l'altro per il corso di "Entrepreneurship e Venture Capital" del Prof. Luigi Capello in LUISS; questo progetto riuscì a raggiungere un ampio riconoscimento da parte dei docenti, in particolare il Prof. Capello propose anche di presentare il progetto, pochi giorni dopo, ad una platea di Venture Capitalist per ricevere dei feedback su quest'idea che era sembrata subito vincente (vedi *infra*).

Tuttavia, nonostante i feedback positivi ricevuti fino a quel momento, erano emersi alcuni fattori negativi per il futuro della startup:

- prima di tutto, la composizione del *team*, il quale si era potenziato ed era, in quel momento, formato da cinque studenti di Economia (che avevano realizzato il *business plan* e il modello di business per l'esame del Prof. Capello), ma non risultava sostenibile per lo sviluppo della startup stessa, in quanto mancante del necessario mix di conoscenze eterogenee (vedi *supra*);
- in secondo luogo, le incertezze sulla continuità del *commitment* sulla startup, i *founder* iniziali si trovavano infatti di fronte alla scelta se concentrarsi completamente sulla startup, oppure perseguire obiettivi diversi, come la ricerca di un *internship* o concentrarsi maggiormente sugli studi universitari dato che tutti frequentavano l'ultimo anno del loro corso di laurea specialistica e dovevano perciò concludere il loro percorso di studi, andando contro i bisogni di una startup che si sta formando.

Valutate le criticità del progetto, il team di Wallet Saver si è costituito di due dei cinque studenti di economia, i due promotori iniziali entrambi laureati magistrali in finanza presso l'Università LUISS "Guido Carli". Nella primissima fase (*pre-seed stage*) i due *founder* hanno deciso di sviluppare la loro idea attraverso l'utilizzo delle risorse messe a disposizione dalla loro università. In particolare a tal fine, la LUISS "Guido Carli" offre gli spazi di i-lab LUISS, struttura dedicata a dare delle consulenze e delle occasioni di apprendimento, grazie ad eventi e workshop, a beneficio degli studenti dell'università che vogliono portare avanti nuove idee di startup.

Successivamente, i *founder* per sviluppare la loro idea si sono iscritti a InnovationLab al fine di aumentare le loro capacità di *execution* nel creare un'impresa e acquisire nuove nozioni relative alle startup (vedi 3.1).

Durante questa esperienza formativa, molto intensa da un punto di vista dell'impegno richiesto, il team dei *founder* si è arricchito di una terza risorsa, ossia un ingegnere elettronico che ha sviluppato la parte tecnica dell'idea su cui si basa Wallet Saver. Il team così fondato supera le problematiche citate precedentemente sulla mancata eterogeneità delle competenze dei componenti del team, riuscendo a sviluppare in maniera completa il modello di business, non solo a livello economico, ma anche

tecnico, e riescono a classificarsi secondi alla Gran Finale di InnovactionLab del 2013, avendo la possibilità di integrare il loro background grazie ad un viaggio in Israele, che gli permetterà di ampliare anche il loro network di conoscenze.

Tuttavia, dopo il successo di InnovactionLab, il team per motivi legati a diversità di obiettivi professionali e motivi personali dei membri si è sciolto e solo Giacomo Putignano, il CEO di Wallet Saver, è rimasto e con caparbia ha deciso di ricostruire il team di *founder* per sviluppare questa idea che continuava a ricevere moltissimi feedback positivi. Quindi tramite il suo network di conoscenze sviluppate sia all'università, sia attraverso InnovactionLab, ha convinto Jacopo Soria, laureato magistrale LUISS in Economia dell'Innovazione e attuale CMO di Wallet Saver a seguirlo nel suo progetto e successivamente Antonio Davoli, che ha conseguito il dottorato in Informatica presso l'Università "Sapienza" e ora CTO della startup.

Uniti ai tre *co-founder* il team della startup è composto da altre tre persone, tutte acquisite attraverso il network, creato dai soci della startup, ossia: un ingegnere per software, di nazionalità tedesca, specializzato nel data analysis; uno sviluppatore cinese, che sta conseguendo un PhD in Computer Science alla New York University e che sta elaborando l'applicazione della startup per il sistema operativo Android, ed infine uno sviluppatore laureato all'Università "Sapienza" in Informatica, già *co-founder* di un'altra startup.

L'età del team è compresa tra i 26 e i 35 anni e la maggior parte dei componenti ha avuto esperienze internazionali durante la loro carriera accademica e professionale, ad esempio il CTO ha lavorato per una startup nella Silicon Valley. Il team di Wallet Saver risulta essere molto eterogeneo, sia da un punto di vista della formazione dei componenti, sia dal punto di vista culturale, portando così un valore aggiunto al lavoro della startup; unitamente alla natura internazionale della startup legata alle esperienze lavorative trascorse hanno permesso di pensare ad un servizio innovativo che nel nostro paese ancora non era stato introdotto e conseguentemente realizzarlo.

Il passo successivo che decidono di fare i membri del team di Wallet Saver è quello di mettere in pratica la loro idea e per fare ciò, avevano la necessità di acquisire risorse finanziarie. Nella ricerca di queste, il progetto riesce a vincere un bando della Filas (Finanziaria Laziale di Sviluppo), che ha lo scopo di svolgere un'azione di traino e di indirizzo dell'economia del territorio laziale per attività innovative, con un finanziamento di 93 mila Euro, oltre al supporto di un BA che anticipa monetariamente le somme che il progetto Filas concede a Wallet Saver, che infatti vengono erogate a rendicontazione. Tale bando di origine regionale ha previsto la redazione di un business plan e introduceva una serie di condizioni relative al finanziamento, alle decisioni più importanti da prendere in comune alla Filas.

Il BA, invece, già conosciuto da uno dei *founder* durante un'esperienza lavorativa a Shangai, ha rintracciato direttamente l'ideatore di Wallet Saver successivamente al secondo posto di InnovationLab e attraverso la spiegazione del progetto, delle necessità e delle possibili evoluzioni future della startup, ha deciso di investire su questa.

Queste risorse sono state investite sia per lo sviluppo dell'applicazione di Wallet Saver su diverse piattaforme, sia per altri importanti passaggi necessari per lo sviluppo della startup, tra cui l'affitto di due *desk* nell'incubatore LUISS ENLABS di Roma. Tale scelta ha consentito ai *founder* di poter lavorare in uno spazio intellettualmente vivace e dinamico, aperto ad altre iniziative, tutte volte all'innovatività e all'imprenditorialità.

L'idea che ha generato Wallet Saver si è tradotta sul mercato in un'applicazione che deve essere scaricata sul proprio smartphone. L'app una volta installata, identifica e registra quanto e verso chi si usa il telefono in termini di: telefonate effettuate, messaggi inviati e traffico di dati internet. Inoltre l'applicazione tramite la geo-localizzazione permette anche di individuare in quali zone viene prevalentemente usato lo smartphone, per poter identificare la qualità del segnale con il suo attuale gestore telefonico oltre a quelle dei competitor. Tale raccolta di dati viene acquisita, analizzata e sintetizzata, successivamente si attua una comparazione delle offerte telefoniche presenti sul mercato in base all'uso che viene fatto del telefono e viene così consigliata l'offerta più conveniente da attivare sul telefono. Tale servizio, quindi, permette non solo di comparare la migliore offerta per il cliente in base all'uso dello smartphone, ma anche di individuare la compagnia che ha il miglior segnale nelle zone in cui, solitamente viene utilizzato il telefono. Per cercare di proteggere questa idea su cui si basa la startup, essa ha intrapreso un percorso che porterà a una certificazione dell'Autorità delle Garanzie della Comunicazione (AGCOM).

Anche il modello di business ha subito un'evoluzione; all'inizio esso prevedeva che Wallet Saver si relazionasse nel mercato B2B e in particolare stringesse accordi direttamente con le Telco. L'app infatti avrebbe portato i clienti verso le compagnie telefoniche più convenienti in base all'uso che veniva fatto del telefono da parte dell'utente, permettendo agli operatori telefonici degli ingenti risparmi sulle spese di marketing e di acquisizione di nuovi clienti. Però a causa del forte potere contrattuale degli operatori telefonici tale soluzione non risultava particolarmente vantaggiosa per la startup, perciò i fondatori decisero di seguire un altro modello di business. Il modello attuale prevede che l'applicazione da scaricare per l'utente sia gratuita e che i ricavi provengano, successivamente alla segnalazione dell'offerta migliore, dall'attivazione del piano tariffario direttamente dall'app, andando così a sostituire e *bypassare* il ruolo che i punti vendita delle compagnie telefoniche svolgono "sulla strada", acquisendo

come ricavo la commissione sull'attivazione. Tuttavia questa scelta sembra essere seguita solamente nel primo periodo di esistenza di Wallet Saver. Per il futuro l'ambizione dei *founder* è quella, una volta raggiunta una certa massa critica di clienti, di creare le maggiori *revenue* nella vendita dei dati che essi gestiscono verso i nuovi entranti nel mercato della telefonia (l'esempio principe è il colosso americano WhatsApp che è entrato da pochissimo nel mercato tedesco della telefonia mobile).

Il nome della startup, Wallet Saver, potrebbe risultare avere una scarsa connessione con l'attività che attualmente essa svolge, questo tuttavia non è un errore di comunicazione e di *branding* dell'impresa, in quanto gli obiettivi prefissati dai *founder* riguardano, nel prossimo futuro, anche l'entrata in altri mercati, come comparatori che acquisiscono direttamente le informazioni dell'abitudini degli utenti.

Questa startup, quindi, si colloca nel settore dei *Big Data*, in quanto acquisisce i dati direttamente dal consumatore (i propri utenti) per poterli successivamente analizzare e fornire in base a questi un servizio. In maniera più specifica si inserisce nella competizione di quelle imprese che agiscono come "comparatori", ossia coloro che utilizzano dei siti internet o altre piattaforme per accumulare dati sul proprio utente (attraverso un inserimento manuale, es. www.kayak.it per i viaggi) per poter successivamente proporre una serie di possibilità, ordinate secondo le necessità (anche queste inserite manualmente) del consumatore. La peculiarità del processo di Wallet Saver è quella di riuscire a superare una problematica fondamentale dei suoi competitor, ossia l'inserimento manuale delle informazioni. Infatti questa startup riesce ad acquisire le informazioni in maniera diretta ed istantanea a differenza degli altri *player* orizzontali, il cui processo può determinare sui risultati incompletezze ed errori. Inoltre, come ben comunicato sul sito della startup (www.walletsaver.com) i valori che la contraddistinguono sono: la facilità (*easy*) d'uso dell'applicazione a fronte di un complesso calcolo e analisi retrostante a essa per consigliare l'offerta migliore; la precisione (*precise*) dei risultati che Wallet Saver produce, è assoluta proprio perché si basa su dati rilevati direttamente; l'imparzialità (*impartial*) in quanto Wallet Saver è pensata a favore degli utenti e non delle compagnie telefoniche le quali non hanno una connessione con la startup; infine, la riservatezza (*confidential*) dei dati è assolutamente rispettata infatti essi vengono analizzati solo in maniera aggregata senza introdursi nella privacy degli utenti.

Altre startup, che si basano su un'idea simile, stanno cercando di introdursi sul mercato, nello specifico esse si localizzano in Svezia e in Spagna e si trovano ancora a una fase *seed* della loro esistenza.

Come si è detto precedentemente nell'esposizione della storia di Wallet Saver, essa ha avuto l'opportunità di presentarsi di fronte a molte tipologie di pubblico i quali avendo interessi e strutture differenti li ponevano in posizioni assai diverse.

La prima presentazione della startup fu esposta da Giacomo Putignano, l'unico dei tre *founder* sin dalla sua fase iniziale (l'idea nasce proprio dalla sua esperienza cinese), attraverso un pitch all'evento "Startuppriamo", data la natura dell'evento esso era indirizzato verso un gruppo di investitori, rappresentanti di grandi corporation, consulenti, stampa e appassionati del mondo delle startup. Per organizzare il pitch da poter presentare per tale evento, si rese necessario un lavoro di circa un mese e fu di grande aiuto il supporto che i-lab LUISS diede ai *founder*, la presentazione si basò, data la natura embrionale della startup, quasi esclusivamente sul carattere di elevatissima innovatività che l'idea rappresentava e su come fosse nata, non specificando in maniera particolareggiata l'aspetto finanziario. Dai numerosi feedback positivi ricevuti dai presenti alla manifestazione, i *founder* decisero di perseguire il sogno di sviluppare la loro startup.

Le loro capacità di presentazione della startup attraverso il pitch si sono sviluppate e affinate con l'evento di InnovactionLab. Infatti durante questo corso il team dei fondatori, a seguito degli insegnamenti e del monitoraggio continuo di Venture Capitalist e di professori universitari, è riuscito ad integrare la presentazione con una parte finanziaria e di analisi del mercato maggiormente sviluppata; inoltre, attraverso questo *training* continuo e attento ad ogni dettaglio, è stato possibile sviluppare il pitch acquisendo le modalità di presentazione che più sono apprezzate dagli investitori. Tali nuove competenze hanno permesso alla startup di qualificarsi al secondo posto durante la Gran Finale di InnovactionLab del 2013 e di farsi conoscere in maniera significativa agli investitori.

Di seguito i fondatori della startup si sono confrontati con Enti pubblici, come nel caso del Filas (Finanziaria Laziale di Sviluppo), ossia un investitore regionale che utilizza fondi europei per finanziare nuove imprese, con il quale fu possibile entrarci in contatto grazie a i-lab LUISS e fu presentata la startup inizialmente con un pitch e dopo questo primo step successivamente fu necessario redigere un piano business plan redatto in ogni suo dettaglio relativamente alle parti economico finanziarie.

Successivamente ci fu il contatto con un BA, che ha avuto caratteristiche differenti, poiché esso già conosceva l'idea sulla quale si fondava la startup (in quanto all'interno del network dei *founder*), le qualità dei fondatori e la presentazione del progetto. In questo caso particolare l'evoluzione della startup è stata impostata cercando di sfruttare le positive conoscenze dell'investitore non istituzionale unitamente al "rimbalzo" che la notizia del secondo posto alla Gran Finale di InnovactionLab aveva avuto. Tali fattori combinati con la creazione di proiezioni di crescita e valore della startup assolutamente reali, con percentuali di crescita alte, ma credibili. Difatti tutte le presentazioni di Wallet

Saver hanno un punto in comune, ossia i pitch realizzati verso i suoi possibili investitori e stakeholder non hanno mai cercato di attirare la loro attenzione con cifre di crescita molto elevate ma non praticabili, ma anzi hanno puntato sulla bontà che caratterizzava l'idea, il team, oltre che l'innovatività del progetto e dei piani futuri tipici della startup, facendo così trasparire la scalabilità dell'impresa stessa.

Un altro fattore importante che ha permesso a Wallet Saver di farsi conoscere e di conseguenza apprezzare nel mondo delle startup, oltre al network che è stato già citato in più occasioni, è stata la grande attenzione mediatica che i professionisti del settore, blogger e stampa concedono giornalmente all'incubatore LUISS ENLABS. Esso di conseguenza traina tale attenzione verso le sue startup incubate. Tale interesse è fondamentale per il sistema, perché permette in questo modo sia di far crescere l'*awareness* sulla singola startup al fine di spiegare le sue caratteristiche, sia di indicare quale percorso evolutivo stia seguendo.

Anche InnovactionLab, insieme alla LUISS e i-lab LUISS hanno permesso di ottenere un'iniziale copertura mediatica, tramite articoli di riviste specializzate ed economiche, interviste su *youtube* o su altri supporti multimediali, che hanno permesso di far conoscere la startup e ha attratto l'attenzione degli investitori e di tutti gli altri stakeholder.

La comunicazione diretta che viene eseguita dalla startup si basa: sul sito istituzionale, sui maggiori social media (Facebook, Twitter, LinkedIn e Google Plus) e sulla *newsletter*. Il sito istituzionale (<http://www.walletsaver.com/>) è completamente in inglese, tale caratteristica riprende il forte grado di internazionalità che caratterizza la startup e si basa sul modello assai innovativo del "*Single Page Website*", ossia un modello di sito internet a scorrimento che ha come vantaggio di dare un'impressione di unicità e di semplicità al sito. Anche tali caratteristiche riprendono i valori su cui si basa Wallet Saver. All'interno del sito si può trovare la spiegazione di quale sia l'attività dell'impresa (*What we do*), i valori che la startup segue (i già citati: *easy, precise, impartial, confidential*), la presentazione dei membri del team con i collegamenti diretti ai loro profili personali su Facebook, Twitter, LinkedIn e Google Plus, la storia della startup (*Our journey*), i contatti dell'impresa (*Contact Us*) e l'iscrizione alla newsletter e per avere a disposizione la Beta Privata del servizio. Inoltre è stato progettato e verrà messo a breve in funzione un blog che possa permettere di avere dei continui feedback degli utenti e la possibilità di attingere a nuove idee per miglioramenti, oltre all'intenzione di continuare a far parlare di sé.

L'approccio che Wallet Saver utilizza nei social media, prevede che la comunicazione della startup sia sviluppata su tutte le maggiori piattaforme come: una fan-page su Facebook, un profilo su Twitter, uno su LinkedIn e uno su Google Plus. Essi sono collegati tra di loro nella pubblicazione dei post, in altre parole è possibile trovare gli stessi contenuti pubblicati su ognuno di questi social media. Attraverso questi mezzi

Wallet Saver pubblica mediamente tre, quattro contributi alla settimana sull'evoluzione della startup, sui membri del team e sulle novità che riguardano i nuovi trend della comunicazione mobile. Non è stato fatto uso per ora utilizzo di pubblicità nè sui social media nè su internet dalla startup.

Infine è possibile aderire a una newsletter, tramite il sito per rimanere appunto aggiornati sulle maggiori novità che la startup sta introducendo per il servizio che offre e usufruire, per ora, anche della Beta Privata.

Tale strategia di comunicazione su più piattaforme e con diversità di contenuti è stata ideata sia per attrarre l'attenzione della stampa e di altri stakeholder (come gli investitori) sia per mantenere aggiornati tutti coloro che sono entrati già a conoscenza di Wallet Saver.

4.3 Le cicogne



Le Cicogne è una startup innovativa nata a Roma e costituitasi legalmente nell'Aprile del 2013 in una Società a Responsabilità Limitata e ad oggi si trova in una fase di *early stage*.

L'idea di sviluppare il servizio su cui si basa questa nuova impresa è sbocciata da un'attività che già una delle *founder* della startup, Monica Archibugi, svolgeva durante il suo tempo libero come *hobbie*, ossia la babysitter. Mentre svolgeva tale attività, le venne "affidato" anche il compito di accompagnare la bambina, di cui la fondatrice si prendeva cura, ad un'attività sportiva per tre volte alla settimana. Tale servizio risultò, da un lato, molto profittevole per la babysitter (che di fronte a un periodo di tempo contenuto, aveva un buon guadagno), dall'altro molto utile per il genitore, che aveva risolto così una propria esigenza. Conseguentemente ad un intenso passaparola alimentato dalle parti interessate, in poco tempo Monica era "sommersa" dalle richieste di altri genitori e aveva provato a far fronte alle stesse tramite le sue amicizie disponibili a svolgere questa tipologia di lavoro.

Da questa sua esperienza nel trovare soluzioni di babysitting per tutti i genitori, riuscì ad intravedere la potenzialità che questa operazione di "*matching*", poteva dare anche su una maggiore scala.

Perciò l'ideatrice de Le Cicogne per sviluppare questa sua idea di business, decise di partecipare al corso InnovactionLab (vedi 3.1) del 2012, durante il quale,

successivamente ad aver creato il suo team e aver sviluppato il suo iniziale modello di business, riuscì a raggiungere il terzo posto della Gran Finale di InnovactionLab del 2012 sulle quaranta startup partecipanti, e ad acquisire una buona dose di feedback positivi e negativi, tali da fargli decidere di continuare nello sviluppo della startup.

Il team che riuscì a raggiungere il terzo posto alla finale di InnovactionLab era composto da: Monica Archibugi, ideatrice, *co-founder* e CEO della startup, laureata magistrale alla Università Cattolica del Sacro Cuore in Economia e Gestione delle Imprese Sanitarie. Giulia Gazzelloni, *co-founder* e COO delle Cicogne, laureata magistrale in General Management all'Università LUISS "Guido Carli", che si occupa del reparto Marketing e del rapporto con gli investitori. Inoltre il gruppo era formato da altri due ragazzi che sono stati sostituiti subito dopo da Valentina Tibaldo, laureata all'Università Sapienza in Informatica, attuale CTO della startup e programmatrice per Le Cicogne. Successivamente il team delle fondatrici della startup si è arricchito e completato di altre cinque unità, tra cui: un *web developer* della startup con numerose esperienze nello sviluppo di applicazioni per smartphone, due *graphic designer*, un marketing manager e una customer relationship manager. Unitamente al team così formato, esso risulta affiancato anche da un *advisor*, Luca La Mesa, specialista dei Social Media e della comunicazione su questi.

L'età media delle *co-founder* è pari a 26 anni e la loro preparazione accademica è arricchita da alcune esperienze internazionali tra cui, successivamente a InnovactionLab, un periodo in Israele per sviluppare il loro grado di internazionalità oltre che per acquisire nuove competenze e ampliare il loro network di conoscenze. Questa composizione del team (si riferisce a quelle delle tre *founder*) è stata sempre particolarmente apprezzata da tutti gli investitori con cui si è confrontata startup, diventando un elemento di forza per la startup stessa.

Dato il successo avuto durante InnovactionLab, che aveva permesso di migliorare l'*execution* delle fondatrici nello sviluppo della startup, si rese necessario andare alla ricerca di un primo *round* di finanziamento, per permettere così a Le Cicogne di cominciare effettivamente l'attività. Perciò le fondatrici decisero di partecipare alla selezione nel progetto di accelerazione di LUISS ENLABS e, dopo un lungo periodo, nel Gennaio del 2013 furono selezionate nel processo di incubazione, acquisendo inoltre un investimento *microseed* pari a 50 mila euro da parte del fondo di VC, LVenture Group, ossia il gestore dell'incubatore in questione.

Successivamente a questa fase di acquisizione di capitale e durante il periodo di incubazione, è stato attivato il sito internet della startup e un elevato numero di utenti, provenienti da Roma (prima città in cui Le Cicogne hanno iniziato a lavorare), hanno cominciato ad utilizzare il servizio; l'interesse del pubblico verso l'iniziativa veicolato

attraverso un notevole passaparola e un'ampia copertura mediatica ha consentito l'avvio delle attività, nell'Ottobre 2013, anche a Milano, un cospicuo numero di utenti sta utilizzando il servizio.

Per perseguire lo sviluppo della startup, ampliando il numero dei servizi offerti il team ha deciso di partecipare al bando della Filas, "Spin off", riuscendo ad ottenere un finanziamento per un valore pari a circa 88 mila euro.

Di seguito, per rendere il servizio ancora più semplice da utilizzare per una parte degli utenti, è stata sviluppata un'applicazione per smartphone, questa è stata realizzata grazie ad un'attività di *crowdfunding* su Eppela.com, per un valore di circa 3 mila euro.

Tuttavia, l'evoluzione della startup è stata segnata anche da alcuni feedback negativi, come quello ricevuto durante l'evento internazionale rivolto alle startup, BLOOM Italy, organizzato da U-Start, che vedeva un *contest* finale tra le startup partecipanti. A causa di alcune negatività riscontrate sul modello di business della startup, più specificatamente nella *retention* dell'utente, Le Cicogne, pur arrivando in finale, non riuscirono ad ottenere la vittoria al *contest*, la conseguenza di questi feedback ha comportato una riflessione alla quale è conseguita una riformulazione del loro *business model*.

Ad oggi Le Cicogne hanno chiuso un secondo *round* di finanziamento di 85 mila euro, al fine di aumentare il numero di clienti nelle città già servite; sviluppare maggiormente il sito istituzionale oltre che l'applicazione.

Il servizio della startup nasce da due particolari situazioni che una delle *founder* percepiva come proprie, ma che sono comuni a molti giovani, ossia: da un lato la passione per i bambini, dall'altro lato la necessità di avere un piccolo lavoro. Tale situazione si caratterizzava, inoltre, dalla congiunta consapevolezza da parte della *founder* che l'attività di babysitting, aveva un mercato di riferimento ampio e soprattutto già esistente e che esiste un elevato numero di giovani alla ricerca di un lavoro casuale; tali fattori hanno dato la possibilità di far nascere e sviluppare la startup de Le Cicogne.

Le Cicogne forniscono non solo un servizio di babysitting, ma anche altri servizi che possano essere di supporto ai genitori di bambini e ragazzi dai zero ai 17 anni, come: il *Baby&Teen Taxi*, che prevede il trasporto dei bambini o ragazzi in macchina, mezzi pubblici o a piedi; *Baby&Teen Tutoring*, che consiste nel supportare i bambini e i ragazzi in attività scolastiche; il *BabyParty* che è un servizio che organizza feste per bambini. Inoltre la startup ha stipulato degli di tipo B2B, ossia con hotel, B&B e imprese per poter portare le proprie attività anche all'interno di queste realtà.

Le attività menzionate vengono svolte dalle cosiddette cicogne: ragazzi o ragazze di età compresa tra i 18 e i 30 anni, che in base ai loro impegni danno una certa disponibilità per essere contattati dai genitori. L'ideatrice delle startup incontra direttamente i ragazzi e le ragazze che si candidano per svolgere il lavoro, durante l'incontro vengono

trasmessi i valori che sono alla base de Le Cicogne per finalizzare l'iscrizione per tale attività. Inoltre viene organizzato un corso di formazione, che diventerà obbligatorio, che permetterà così di “certificare” chi lavora per Le Cicogne, essendo tale certificazione una garanzia per i genitori che usano il servizio.

Il principio, infatti, sui cui si basa lo sviluppo de Le Cicogne è: “incrociare ore di lavoro flessibili e offerte di lavoro temporanee”. Difatti attraverso il sito i genitori che necessitano di un servizio offerto da Le Cicogne individuano dei ragazzi che sono disponibili in una certa zona della loro città di appartenenza e in determinati giorni e orari.

Infatti chi è alla ricerca del servizio (il genitore) richiede una cicogna attraverso il sito della startup analizzando le schede dei ragazzi che si rendono disponibili per la richiesta di lavoro, chi invece ricerca lavoro (il babysitter/la cicogna) una volta che è stato individuato tramite il sito si mette in contatto con la controparte (il genitore) per potersi conoscere e solo successivamente, se la cicogna ha ricevuto un feedback positivo, inizierà la relazione di lavoro temporanea la startup. La startup offre al genitore attraverso il sito una scheda sulla babysitter nella quale si riassumono elementi qualificanti come: esperienza, referenze e qualità. In questo modo Le Cicogne riescono a connettere domanda ed offerta di lavoro relativamente all'attività di babysitting e le altre attività che la startup offre.

Il modello di business di seguito descritto è il più attuale ed è frutto di un'evoluzione che nasce dall'attività svolta direttamente Monica Archibugi e che si è sviluppato, basandosi sui feedback positivi e negativi che ha ricevuto.

Tale modello di business sul quale si basa l'attività de Le Cicogne è un business model capovolto che, unitamente ad altri fattori, gli permettono di avere un vantaggio competitivo sul mercato. Infatti questo particolare modello di business si basa sulla responsabilizzazione delle cicogne, in quanto essi per iscriversi al sito devono pagare una *fee* di iscrizione fissa, più una cifra mensile, inoltre per utilizzare determinati strumenti che la startup offre loro, come il *software rental* dell'app, devono sostenere un altro costo. Mentre i genitori godono di un modello *freemium*, ossia non pagano Le Cicogne per usufruire del servizio, ma pagano solamente la tariffa per l'attività che la babysitter svolge, che oltre a non essere predeterminata (ma solamente consigliata, in quanto ogni cicogna decide la sua tariffa), va direttamente e unicamente a chi svolge l'attività. La logica che sorregge questa particolare impostazione si basa appunto sulla responsabilizzazione che così viene attuata sulle cicogne, che in questo modo aumentano il loro *commitment* e si rendono effettivamente disponibili a contattare il genitore e a potersi incontrare una prima volta per ricevere il lavoro o meno.

In questo modo il servizio offerto riesce ad essere sicuro ed affidabile, creando un vero e proprio vantaggio competitivo sul mercato per Le Cicogne. Inoltre, risulta disponibile

anche un account *premium* per i genitori, i quali pagando una *fee* possono riservarsi alcuni vantaggi nella prenotazione del servizio, come ad esempio: la possibilità di far sostenere l'incontro a più cicogne alla volta, tempistiche per la prenotazione più flessibili, un'assistenza telefonica 24h su 24 e la possibilità di sfruttare degli sconti con i partner della startup.

Un altro fattore che ha contribuito a introdurre un vantaggio per Le Cicogne, è dato dalla forte esperienza sul campo che già una delle *founder* ha, tanto che le ha permesso di sviluppare e vero e proprio pensiero laterale su come impostare il servizio, di come arricchirlo al fine di poter essere sia un supporto utile per i genitori che ne usufruiscono e sia per i ragazzi che cercano lavori temporanei.

Infine l'ultimo fattore che ha sempre contraddistinto la startup, fonte anche questo di vantaggio per Le Cicogne, è dato dalla possibilità di avere immediatamente delle entrate da parte del business. Infatti, anche se queste *revenue* non sono sufficienti a coprire tutti i costi, per lo meno nei primi anni di vita della startup, esse danno l'opportunità di capire che tale attività è un qualcosa di reale che ha anche dei riscontri immediati nei ricavi.

Il mercato di cui Le Cicogne operano risulta essere molto ampio e con un numero particolarmente alto di competitor (i maggiori sono: Oltre Tata, Sitterlandia, Stella Cadente e Mytata) che sono presenti sul mercato da più tempo e su un numero maggiore di città. Questi competitor hanno un modello di business opposto rispetto a Le Cicogne, basato sulla richiesta di un costo d'iscrizione nel sito da parte del genitore.

Il settore nel quale opera la startup è caratterizzato da numeri assai consistenti e costanti nel tempo che riguardano i due attori che essi interfacciano; infatti secondo dati Istat l'11% delle 11 milioni di famiglie italiane sono alla ricerca di un servizio come quello che offrono Le Cicogne o i suoi competitor, mentre dall'altro lato il 13% di 7 milioni di ragazzi e ragazze dai 18 ai 30 anni è alla ricerca di un lavoro anche temporaneo. Nonostante quanto detto, il mercato italiano risulta essere ancora scarsamente presidiato rispetto ai mercati stranieri. Comunque il particolare business model rovesciato che contraddistingue la startup, oltre l'importante *experience* sul campo delle *founder*, riesce a dare a loro un vantaggio competitivo che unitamente al previsto sviluppo futuro della società in tutta Italia e anche a livello internazionale riuscirà ad incrementarsi.

Le Cicogne svolgono la loro attività attraverso il proprio sito internet (www.lecicogne.net), che si trova a una fase beta e lavora su due città (Roma e Milano) e si divide in quattro parti:

- la *Homepage*, nella quale oltre a trovarsi le domande tipiche (F.A.Q.) che vengono fatte sia dai genitori, che dai ragazzi. per capire come il servizio funziona, c'è anche la descrizione di quali sono i servizi che Le Cicogne offrono

e tutta una serie di commenti che indicano quali siano state le esperienze sia da parte dei genitori che da parte delle cicogne (al di sotto della sezione Esperienze), inoltre sono presenti delle sezioni relative alle News sull'evoluzione del servizio che Le Cicogne sta sviluppando insieme a dei collegamenti ai *social media*, ossia sulla *fan page* di Facebook e sul profilo Twitter.

- il “Trova Lavoro” che è il form necessario da compilare da parte dei ragazzi che cercano lavoro nel quale gli si chiede le proprie generalità.
- il “Richiedi babysitter” che è, invece, il form da compilare da parte del genitore.
- la sezione “Accedi” nel quale sia genitori, che le cicogne attraverso la registrazione precedente (vedi i due punti sopra) hanno un primo “incontro” secondo le loro necessità e disponibilità.

Inoltre il sito riporta la copertura mediatica ricevuta dalla startup che gli è stata consentita attraverso l'ampio network di collegamenti generato da LUISS ENLABS. Infatti nel giro di poco meno di due anni, giornalisti, *bloggers*, televisioni, radio sia di settore che non, sia nazionali che regionali hanno parlato della startup attraverso o interviste o esposizione del caso e questo gli ha permesso non solo di farsi conoscere tra gli investitori, ma anche e soprattutto tra gli utenti del servizio, che ad oggi risultano essere circa 1200 tra i genitori e 800 tra le babysitter e un totale di 55 mila visitatori sul sito.

Da un punto di vista dei *social media*, Le Cicogne è presente su tre social media: Facebook, nel quale gestisce una fan page, Twitter, Instagram e LinkedIn. La maggiore attività da parte de Le Cicogne viene sviluppata sui primi tre social media citati, nei quale c'è un collegamento nei contenuti pubblicati, in essi vengono postati contenuti relativamente alle esperienze dirette delle proprie cicogne attraverso video e foto, inoltre vengono anche inseriti le tappe che contraddistinguono l'evoluzione della startup unitamente agli eventi che la startup organizza per conoscere i ragazzi che diventeranno dopo l'incontro effettivamente delle cicogne. Su LinkedIn invece c'è un tipo di approccio più limitato. A livello di *advertising* ancora nulla è stato fatto in quanto si sta aspettando di completare il sito in maniera definitiva e ad oggi gli utenti che si sono rivolti alla startup ne sono venuti a conoscenza solamente grazie al passaparola.

Durante la sua evoluzione, la startup ha utilizzato diverse modalità di comunicazione nei confronti dei potenziali investitori. Riepilogano in senso cronologico, il team delle fondatrici ha chiuso più *deal* di finanziamento, in due *round* totali, rispettivamente con: un fondo di VC che gestisce l'incubatore LUISS ENLABS, una finanziaria regionale che nasce per lo sviluppo dell'imprenditorialità giovanile attraverso fondi europei, un'attività di *crowdfunding* ed infine attraverso una piattaforma dedicata

all'agevolazione del rapporto tra startup innovative e investitori. Ognuno di questi casi si è usato un approccio differente che ha comportato selezioni che richiedevano informazioni di natura diversa e di conseguenza presentazioni attraverso pitch radicalmente modificati.

Ad esempio per chiudere il primo *deal* con LVenture Group e il relativo periodo di incubazione in LUISS ENLABS fu necessario un processo lungo e articolato con i Venture Capitalist; in cui la startup in più fasi cercò di illustrare come avesse strutturato il business, come avrebbe affrontato determinate difficoltà e l'esistenza di caratteristiche necessarie per essere scalabile o meno. Gli immediati incassi del servizio, l'elevato numero di utenti già conquistati, il passaparola che era stato attivato, insieme al team che fondava la startup, furono fattori determinati per poter essere incubate e ricevere un iniziale *microseed investment* di 50 mila euro.

Successivamente nella vittoria del bando Filas (Finanziaria Laziale per lo Sviluppo) "Spin off", fu invece necessario svolgere una serie di altre attività. Infatti per essere conseguito tale finanziamento, ha richiesto la redazione di un'ampia documentazione contenente differenti elementi della startup, tra cui: la composizione del team, l'idea innovativa di business, i possibili ostacoli che si sarebbero affrontati, le caratteristiche del mercato di riferimento, un business plan di tre anni, le spese materiali ed immateriali a cui erano destinati i fondi acquisiti. Tale serie di documenti non venivano presentati tramite un pitch ma attraverso una serie di documenti scritti.

Anche la modalità del *crowdfunding* è stata approcciata da parte della startup con modalità comunicative più dirette, attraverso Eppela.com, piattaforma online per il "finanziamento dal basso". Il finanziamento acquisito di 3 mila euro è stato sviluppato per lo sviluppo dell'applicazione utilizzata dalle proprie cicogne. Tale modalità ha permesso non di approcciare medi o grandi investitori, ma di attrarre micro-investitori, che spesso sono anche gli stessi utenti della startup stessa.

Infine attraverso un'altra piattaforma che mette in contatto startup innovative con investitori istituzionali e non, ossia siamosoci.com, Le Cicogne sta richiedendo un secondo *round* di finanziamento pari a 125 mila euro, attraverso il supporto di una serie di BA e di due fondi di VC (tra cui uno di essi LVenture Group, che ha confermato così l'investimento). Tale piattaforma permette di mettere in contatto investitori o anche solo curiosi con le necessità finanziarie della startup, che in un determinato periodo di tempo deve ottenere quanto richiesto. Attraverso questa piattaforma vengono pubblicate alcune informazioni iniziali della startup, come quelle che generalmente si trovano in un pitch: i servizi svolti, il business model, il mercato di riferimento, la composizione del team. Inoltre si trovano anche supporti video e documenti dell'impresa che servono a far capire l'attività svolta dall'impresa.

Numerose inoltre grazie al periodo di incubazione in LUISS ENLABS sono stati i concorsi a cui Le Cicogne hanno partecipato, come l'ultimissimo Start Tel Aviv,

Reso chiaro, ormai, che ogni presentazione si caratterizza di informazioni e supporti differenti in base a chi si rivolge, i pitch de Le Cicogne, tuttavia, è possibile suddividerlo in nove macro aree:

- il problema che la startup risolve;
- i servizi che sono offerti dalle startup;
- le caratteristiche del mercato di riferimento;
- i competitor italiani;
- la storia della startup;
- la definizione della quantità di risorse finanziarie necessarie e per quali fini verranno utilizzate;
- il business model;
- il trend mondiale del settore;
- il team della startup;
- la copertura dei media;
- perché investire in noi, con dei casi di successo derivanti da alcuni paesi stranieri.

4.4 Veracious



Veracious è una startup che si trova nell'*e-commerce* del *food* di prodotti artigianali e nasce dall'idea di Federico Baldelli, dopo aver frequentato il master LED (LUISS Entrepreneurship for Development) organizzato dall'Università LUISS "Guido Carli".

Ad oggi la startup si trova nella fase *seed*, in quanto ha concluso alcuni primi *deal* di finanziamento inferiori a duecento mila euro totali.

Veracious è una piattaforma di *e-commerce* di beni alimentari (cibo, vino e altri prodotti) che collega una serie di piccoli produttori artigianali italiani, che producono quantità limitate e con alti livelli di qualità, rivolto ad una parte del mercato europeo (vedi *infra*).

L'idea di sviluppare tale startup fu di Federico Baldelli, in quanto aveva riscontrato una scarsa qualità, e di conseguenza scarse prestazioni, dei siti di commercio online operanti nel settore alimentare. Per tale motivo, unitamente alla volontà di andare a coprire una

nicchia di mercato ancora non servita da nessun sito di *e-commerce* (vedi *infra*), decise di intraprendere lo sviluppo di tale nuova impresa.

In altre parole, questa startup non punta su un elevato grado di innovatività, ma sul miglioramento dello status-quo del mercato *e-commerce* del cibo Made In Italy.

Tale idea venne formalizzata per la prima volta dal *founder* di Veracious mentre seguiva il Master LED, alla sua prima edizione; questo Master, organizzato dalla LUISS “Guido Carli”, era dedicato all’apprendimento e allo sviluppo dei pitch e dei business plan di future startup destinate a conquistare l’attenzione di potenziali investitori. Tale corso prevedeva inoltre un modulo di *advisory* e assistenza finalizzato allo startup *contest* finale che appunto avrebbe permesso alla startup giudicata migliore di essere incubata per un periodo di sei settimane in Enlabs (ossia l’attuale LUISS-ENLABS). Tale Master, che ad oggi non esiste più, è stato in parte sostituito da i-lab LUISS.

Successivamente a tale corso, il *founder* Federico Baldelli, dottorando in Management alla LUISS “Guido Carli” e oggi responsabile di i-lab LUISS insieme a Chiara Lo Cascio ha inserito anche il progetto Veracious tra le idee presenti nel laboratorio i-lab LUISS. Al team si è quindi aggiunta Chiara Lo Cascio, anch’essa partecipante del master LED, laureanda magistrale LUISS in “Management of Innovation” e attuale CEO di Veracious, Alessio Raccaglia, Filippo Scolari Lodovichi e Angelo Mazzetti, studenti magistrali in Scienze Politiche alla LUISS, che si occupano della parte relativa al contatto con i piccoli produttori locali italiani. Gli studenti in Scienze Politiche hanno deciso di prendere parte a questa startup in relazione sia al loro background lavorativo, che, per una parte di loro, li aveva visti impegnati in stage presso “Assocamere all’Estero per la promozione del Made in Italy”, sia per il loro background culturale che nella maggior parte dei casi li aveva messi già in contatto con artigiani e tradizioni popolari.

Tale gruppo di *founder* risulta essere eterogeneo per il tipo di esperienze che li caratterizza, infatti se i primi due citati (Federico Baldelli e Chiara Lo Cascio) hanno già esperienza nel mondo delle startup, per aver già collaborato nello sviluppo di almeno una startup oltre che per essere responsabili di i-lab LUISS, gli altri tre componenti, che stanno completando il loro percorso accademico (anche mediante un’esperienza all’estero nei prossimi mesi per un progetto Erasmus) avendo meno *skills* sulla programmazione economica, si concentrano maggiormente sul lato delle vendite e delle relazioni con i fornitori. Elementi che accomunano tutti i cofondatori di Veracious sono connessi alla loro formazione caratterizzata dall’aver svolto esperienze internazionali, oltre alla loro avanzata conoscenza delle lingue (Inglese, Tedesco, Spagnolo e Francese) che sono di fondamentale importanza per il modello di business di Veracious.

Tuttavia, nonostante l’eterogeneità della composizione del team da un punto di vista accademico, essa manca di alcune figure, come un *art director* ed un programmatore.

Queste due professionalità, sono state ingaggiate esternamente al team dei *founder* da Veracious. Tale soluzione anche se non è la più efficiente economicamente per una startup, è comunque una soluzione perseguibile in una buona parte dei casi.

In sintesi si può affermare che il team di Veracious ha un'età media che va dai 18 ai 25 anni e che una parte di essi ha un'esperienza lavorativa che va da 1 ai 4 anni.

Tale particolare composizione del team ha dato anche alcuni feedback negativi, come quello rilevato da LUISS ENLABS, che rilevato:

- la mancanza di uno sviluppatore nel team iniziale;
- l'impossibilità dei componenti di lavorare a tempo pieno per la startup, in quanto i responsabili di i-lab LUISS sono a disposizione per aiutare gli studenti della LUISS a sviluppare i propri progetti, mentre l'altra parte del team, essendo degli studenti universitari, hanno degli impegni accademici che devono rispettare.

Un altro feedback negativo sulla startup fornito dai responsabili dell'incubatore, è la mancata possibilità di produrre dei potenziali *capital gain* pari ad *almeno* 10x. Infatti essendo l'attività di *e-commerce* giudicata non particolarmente rischiosa, la startup risulta meno remunerativa da un punto di vista del *capital gain* atteso da un fondo di VC. A causa di tali riscontri negativi, Veracious, come si vedrà, non è stata incubata all'interno di LUISS ENLABS.

Relativamente all'evoluzione avuta dalla startup si è iniziato con la registrazione del proprio marchio, rendendolo così "protetto", successivamente si è intrapresa la fase Alfa, ossia la prova di mercato, che ha dato esiti molto positivi, cominciando a ricevere e consegnare i primi ordini.

Successivamente a tale fase, l'interesse da parte dei produttori artigianali con cui Veracious si interfaccia si è intensificato. Di seguito ancora nell'Ottobre del 2013, Veracious è riuscita a vincere il bando "spin-off" della Filas (Finanziaria Laziale di Sviluppo), che ha lo scopo di svolgere un'azione di traino e di indirizzo dell'economia del territorio laziale per attività innovative, per un finanziamento di 100 mila euro (a rendicontazione) erogati grazie ai fondi europei. Successivamente a questo Veracious è riuscita ad attrarre a sé due finanziamenti di 10 mila euro da due BA, uno di questi è una persona fisica e l'altro, è una società, i quali hanno acquisito una piccola percentuale della startup. Un fattore che ha caratterizzato la storia di Veracious è stato quello che tutti i *founder* hanno dovuto introdurre delle risorse finanziarie proprie per attivare il progetto e per essere più credibili nel momento in cui cercavano altri finanziamenti.

Tali risorse finanziarie sono state e saranno utilizzate per lo sviluppo del sito internet, piattaforma su cui si basa il business model di Veracious, per l'attività di marketing e per le spese di natura amministrativa e legale.

Il progetto della startup nell'ultimo periodo è rallentato, in quanto nessuno dei *founder* al momento può lavorare a tempo pieno per la startup, e i produttori (fornitori) stanno adempiendo con lentezza a produrre la documentazione che devono fornire per contratto sulla merce (vedi *infra*). Inoltre il rapporto con Filas ha la necessità di essere curato obbligatoriamente sotto alcuni punti di vista (ad esempio, la rendicontazione delle spese, la redazione delle relazioni tecniche, la stesura dei vari contratti con i collaboratori, la gestione dei vari pagamenti e del conto aziendale), occupando così molto tempo al CEO della startup impedendogli di concentrarsi solamente sull'evoluzione della stessa. Tuttavia queste circostanze non gli stanno comunque impedendo di raggiungere dei buoni risultati da un punto di vista di programmazione e di interesse da parte degli investitori,

Analizzando in maniera più approfondita il modello di business di Veracious, esso si basa su un sito internet che ha la funzione di essere una piattaforma che connette direttamente i migliori produttori artigiani di prodotti alimentari italiani, provenienti da tutte le parti della penisola, che producono ogni anno meno di cento mila unità di prodotti, con il mercato estero, il quale si contraddistingue per una domanda molto ampia, specialmente in alcuni paesi. In particolare, i paesi a cui vuole riferirsi la startup sono quelli che hanno come lingua di riferimento il tedesco, ossia: la Germania, l'Austria e, dazi permettendo, la Svizzera. Tale connessione con questa tipologia di paesi è motivata dal background culturale e di esperienze che una parte dei *founder* ha o ha avuto in questi territori. Tuttavia anche l'Italia rappresenta un mercato che Veracious ha intenzione di servire attraverso il suo sito internet.

Dunque tale piattaforma mettendo direttamente in contatto da un lato i produttori artigianali, e dall'altro i consumatori, riesce a ridurre le difficoltà degli artigiani a crearsi uno spazio nell'ampio mercato che esiste su internet, rimanendo altrimenti troppo connesso solamente al mercato locale. Dall'altro lato riesce invece a soddisfare un'ampia domanda di mercato estera che richiede cibo e vino italiani di alta qualità e legata alla tradizione, che attualmente non è soddisfatta dal mercato attuale. Veracious si introduce proprio tra questi due soggetti che non sono messi in comunicazione in maniera efficiente dall'attuale mercato *e-commerce*, puntando in maniera particolare sulla nicchia degli artigiani del cibo Made in Italy che producono piccole quantità. Grazie allo sfruttamento di una filiera corta, nonostante l'alta qualità, i prodotti riescono a mantenere prezzi relativamente bassi.

La *mission* che contraddistingue Veracious è la valorizzazione della qualità dei prodotti, della loro genuinità e della loro provenienza italiana; per garantire il conseguimento di tali obiettivi nei confronti dei propri clienti stranieri ed italiani, Veracious accerta che i prodotti venduti sulla piattaforma abbiano un certo numero di certificazioni di qualità.

Inoltre tale approccio è supportato dai maggiori enti italiani del settore primario come Confagricoltura e Coldiretti, le quali hanno fornito alla startup delle *letters of interest*.

Un'altra particolarità che caratterizza il business model di Veracious è data dall'estrema semplicità che contraddistingue la connessione tra cliente e produttore. Infatti quest'ultimo avrà sulla piattaforma una pagina personale (showroom) con le foto e le descrizioni dei prodotti in vendita unitamente a video ed immagini relative al processo di produzione degli stessi, in modo tale da poter portare, per il momento solo "virtualmente", il cliente direttamente presso il produttore. Una volta che i clienti hanno selezionato i prodotti e le relative quantità, il produttore, ne controlla la disponibilità e li invia direttamente con un corriere al cliente. In altre parole, Veracious non vuole e non ha intenzione nei primi anni di utilizzare dei magazzini di stoccaggio per trasferire i prodotti che vende, Veracious opera in qualche modo in *dropshipping*, questa sua struttura *lean* è anche un vantaggio competitivo rispetto agli altri suoi competitor.

Le *revenues* in questo modello di business, provengono da una determinata percentuale che Veracious acquisisce da ogni vendita che i produttori perfezionano verso i clienti finali, lasciando così gratuita l'iscrizione al sito sia ai clienti che ai produttori; quest'ultimi però si impegnano per contratto fornire delle foto e delle descrizioni particolareggiate dei propri prodotti (si ricorda, che la lentezza di questa pratica sta rallentando in parte il lancio definitivo del sito della startup).

Il sito, che ad oggi, si trova in una fase di prova e che sarà operativo al 100% entro Ottobre 2014, è solo il primo step del piano di business di Veracious. Infatti un secondo step prevedrà anche l'offerta ai clienti di tour enogastronomici presso i produttori a cui la piattaforma fa riferimento, riuscendo attraverso queste iniziative ad acquisire completamente come *revenue* i ricavi dei servizi turistici, creando ulteriore occasione di business per i produttori attraverso vendite dirette.

L'iniziativa si posiziona in una nicchia di mercato caratterizzata dalla forte crescita, in controtendenza rispetto all'andamento dell'economia generale. Infatti Veracious riporta sia le stime dell'ISTAT del 2012 che vede l'aumento dell'export italiano del cibo del 21%, sia le stime dello studio di Casaleggio del 2013 che considera un aumento dell'*e-commerce* del food del 18% e che si attesta a 253 milioni di Euro nel 2013.

Tali cifre particolarmente positive per il mercato agro-alimentare, sia di tipo online che offline, comportano sul mercato l'introduzione di moltissimi concorrenti di dimensioni diverse tra di loro. Il più grande, fortemente conosciuto nel mondo grazie al suo brand, è Eataly, che non è solo un *retailer* online ed offline, ma svolge attività diverse come ristorazione e tour presso i produttori; la differenza che Veracious ha relativamente a Eataly è data dal carattere artigianale che contraddistingue i suoi produttori, mentre Eataly fa riferimento ad aziende medio-grandi. Altri competitor che utilizzano l'*e-*

commerce sono Esperya che serve solo il mercato italiano, igourmet.com che però non vende solo cibo italiano, Italian Food Shop che vende solo prodotti del Nord Italia, oppure NifeisLife che lavora solamente nel mercato inglese. Differenti sono le caratteristiche che distinguono ogni competitor di Veracious ed altri se ne aggiungeranno nel futuro, in quanto il mercato agro-alimentare risulta essere in crescita e le vendite online ormai acquisiscono sempre più importanza all'interno della nostra economia.

La piattaforma su cui si basa Veracious, come si è detto, è un sito internet che sarà attivo in maniera ufficiale entro Ottobre 2014, e che ad oggi è visionabile solamente in una versione di prova (<http://veracious.azurewebsites.net>). Sul sito oltre la sezione dedicata ai produttori, di cui abbiamo già parlato, è possibile trovare una descrizione del *modus operandi* della startup (*about*), delle modalità di selezione dei produttori e della *mission* della startup stessa. Per fare degli acquisti sulla piattaforma è necessario registrarsi, quindi è possibile trovare la sezione in cui è possibile loggarsi e registrarsi al sito. Infine c'è una sezione *social* che ricollega cosa dicono della startup gli utenti collegati su Facebook sulla fan page di Veracious, su Twitter e su Instagram. L'attività di Veracious sui *social media* fino ad oggi è stata limitata, in quanto l'attività di *e-commerce* non è ancora ufficialmente partita, tuttavia si prevede l'inserimento del materiale foto, video e testuale, sui propri profili social, in modo tale da poter aumentare l'*experience* legata all'acquisto sul sito. Inoltre sono previste ulteriori attività di *advertising* sui maggiori social network della piattaforma, oltre all'*email marketing* e all'inserimento nei maggiori blog di cibo Made in Italy.

Da quanto analizzato fin qui, il team di Veracious si è trovato di fronte differenti tipologie di investitori. Da ognuno di essi hanno ricevuto feedback di tipo diverso che hanno permesso alla startup di perseguire logiche di sviluppo altrettanto diverse. Come si è già detto, Veracious ha ricevuto un feedback negativo da LUISS ENLABS, relativamente a tre caratteristiche negative che essa aveva, e che quindi non le permetteva di essere una startup accettabile secondo gli orientamenti di quel particolare incubatore.

Successivamente Veracious è riuscita ad attrarre ed ottenere l'interesse di Filas nel bando "Spin off", per un investimento di cento mila euro. Detto finanziamento per essere conseguito ha richiesto la redazione di un'ampia documentazione contenente differenti elementi della startup, tra cui: la composizione del team, l'idea innovativa di business, i possibili ostacoli che si sarebbero affrontati, le caratteristiche del mercato di riferimento, un business plan di tre anni, le spese materiali ed immateriali a cui erano destinati i fondi acquisiti. Il rapporto in essere che Veracious intrattiene con la finanziaria laziale per lo sviluppo (Filas) prevede la redazione di rapporti tecnici

seguenti, nei quali la startup deve sintetizzare il lavoro che sta attuando, evidenziando gli eventuali scostamenti dal progetto iniziale e le relative conseguenze. Si evidenzia che il rapporto che la startup intrattiene con il suo maggior investitore, non è solo finalizzato alla fase iniziale di acquisizione fondi, ma anche alle successive fasi di sviluppo dei progetti.

Oltre il finanziamento erogato da Filas, sono stati attratti anche due BA, attraverso una serie di attività veicolate anche con l'ausilio di un pitch, che si basava su un powerpoint organizzato in otto parti:

- il problema che la startup riesce a risolvere;
- la soluzione che Veracious dà al problema;
- i servizi offerti dalla startup attraverso la sua attività;
- come il modello di business è organizzato (quali sono le *revenues stream*) e conseguentemente l'acquisizione dei clienti da parte dell'impresa;
- il trend di mercato dove essa opera e un'analisi generale dei maggiori competitor;
- i passaggi storici dello sviluppo della startup e quelli relativi al suo futuro;
- l'uso che verrà fatto dei fondi acquisiti;
- infine, il team della startup e i loro contatti.

I contatti con questi investitori con i quali Veracious è riuscita a concludere gli accordi (i due BA), sono stati possibili grazie al network di conoscenze che due dei *founder* della startup (i responsabili di i-lab LUISS) hanno a disposizione.

Tale network è stato sviluppato anche attraverso le collaborazioni che i responsabili di i-lab LUISS hanno con InnovactionLab, LUISS ENLABS, Italia Camp, la LUISS "Guido Carli" stessa e altre istituzioni ancora; questo consentirà di attrarre non solo investitori, ma anche stampa, studenti e altri professionisti del settore, superando così la limitazione connessa all'operare al di fuori di un incubatore.

L'efficienza del network potrà portare ulteriori vantaggi di diversa natura alla startup, sia a livello mediatico e di conseguente conoscenza del mercato della piattaforma, sia attraverso la possibile definizione di futuri *deal* destinati ad un secondo *round* di investimenti.

4.5 Qurami



Qurami è una startup innovativa che si è costituita legalmente nel Febbraio del 2011 in Società a Responsabilità Limitata, da un'idea di Roberto Macina. Ad oggi si trova in una fase di sviluppo più avanzata rispetto alle startup fin qui analizzate in termini di fatturato, è classificabile infatti come una micro-impresa e per quanto riguarda il processo di sviluppo delle startup (vedi 1.2) si trova nello *startup stage*.

L'idea di Qurami si è sviluppata da un'esigenza del suo ideatore e *founder*, Roberto Macina che trovandosi in fila per consegnare la sua domanda di laurea, dopo circa un'ora di estenuante attesa, si chiedeva come fosse possibile che tra le migliaia di applicazioni per smartphone esistenti, non ce ne fosse almeno una che gli permettesse di fare la fila per lui. Perciò dopo la laurea e una serie di ricerche relativamente all'esistenza di qualche applicazione per *mobile* che già svolgesse tale attività, decise di intraprendere lo sviluppo di tale idea di business in collaborazione con un suo collega universitario. L'opportunità per presentare quest'idea e ricevere dei consigli relativamente alla sua idea da una platea di esperti, gli si presentò in occasione dello Startup Weekend del 2010, durante il quale attraverso un primo pitch fu presentata la sua iniziativa e riuscì ad acquisire una serie di feedback positivi tanto da raggiungere il terzo posto tra tutte i progetti/startup presentati in quell'evento. Tuttavia, il vero valore aggiunto che i due *co-founder* riuscirono ad acquisire dalla partecipazione a questa manifestazione, fu l'incontro con una serie di professionalità che ancora oggi hanno un'importanza fondamentale per la startup.

Infatti proprio in tale occasione, Qurami ha dato vita al suo team di *founder* che ancora oggi è formato da: Roberto Macina, ideatore e CEO di Qurami, laureato in Informatica presso l'Università Roma Tre, il quale attualmente ha una funzione di *supervisor* per tutto il team Qurami; Alessio Palaferri, COO della startup e laureato anche lui all'Università Roma Tre ma in Ingegneria delle Telecomunicazioni; infine, Manolo Abrignani, responsabile commerciale laureato alla European School of Economics. Successivamente a questo trio di *founder* si è aggiunto come socio operativo Bruno Bellissimo, CTO di Qurami ed esperto di startup. Due dei tre fondatori avevano già avuto delle esperienze, precedentemente a Qurami, nel mondo delle startup.

Il team che collabora con i *co-founder* è composto da altri 10 tra ragazzi e ragazze, i quali sono di vitale importanza per Qurami e per il suo sviluppo. Queste risorse sono specializzate in vari campi, dal marketing allo sviluppo di software e applicazioni per smartphone, tutto il gruppo di lavoro è caratterizzato da un forte orientamento verso l'innovazione. In particolare a disposizione del CTO ci sono quattro programmatori e un sistemista, inoltre il team si compone anche di un *art director*, di due risorse impegnate nella comunicazione e di un'altra risorsa legata alle pratiche commerciali in unione con uno dei *founder*. Infine è presente anche un *freelance* che si occupa dell'ufficio stampa della startup. Il team di Qurami allo stato attuale risulta avere un mix abbastanza ampio di competenze ed ha un'età media di circa 26 anni. Quasi tutti i membri del team hanno avuto almeno un'esperienza lavorativa precedente, molti di essi (specialmente i fondatori) hanno scelto di lavorare a tempo pieno per questa startup riconoscendo la valenza dell'idea innovativa che ne è alla base.

Qurami, successivamente allo Startup Weekend, ha cominciato a sviluppare la sua attività autofinanziandosi e registrando immediatamente il proprio dominio su internet. La storia di Qurami, come si vedrà, è diversa nell'evoluzione dei rapporti con gli investitori rispetto i casi fin qui analizzati (vedi *infra*).

La prima opportunità che ricevettero per sviluppare la propria startup, in termini di risorse finanziarie, fu fornita dall'incubatore Enlabs (oggi LUISS ENLABS), il quale era ancora in fase di definizione, in particolare i Venture Capitalist di quest'incubatore andarono direttamente a cercare i *founder* successivamente allo Startup Weekend. In questo primo accordo venne fornito un investimento alla startup, in cambio di una partecipazione per un valore, di 40 mila euro, ma tale somma di denaro non rientrava nel processo di accelerazione in quanto ancora non era stato messo in funzione dal fondo di VC, LVenture Group. Successivamente a questo primo investimento ricevuto da parte dello stesso fondo di VC ne sono stati siglati ulteriori due, uno da 100 mila euro che ha permesso a Qurami di continuare a sviluppare il suo servizio e successivamente un prestito convertibile (completamente convertito) di 70 mila euro.

Tali fonti hanno permesso lo sviluppo su diversi dispositivi *mobile* dell'applicazione della startup, inoltre Qurami ha deciso durante tutto il suo percorso di vita di rimanere all'interno di LUISS ENLABS, affittando dei desk, per poter sfruttare l'ampio network che questa struttura "garantisce", oltre alla possibilità di confrontarsi in maniera costante con nuove idee di altre startup. L'acquisizione di questi ulteriori finanziamenti tuttavia non derivano da una serie di presentazioni che il *pitcher* di Qurami ha svolto di fronte ai Venture Capitalist, ma diversamente sono stati quasi un'unione di intenti che li hanno caratterizzati con il fine ultimo di far sviluppare ancora la startup.

Successivamente a questi *deal* con il fondo di VC, che hanno determinato più *round* di finanziamento, Qurami ha tentato di acquisire nuovi finanziatori tramite l'utilizzo di

piattaforme che mettono di mettere in contatto investitori con le startup. Tuttavia questa modalità di connessione non ha convinto fino in fondo i *founder* che hanno deciso di abbandonare tali piattaforme per andare alla ricerca personale di particolari BA, seguendo la logica dello “*smart money*”. Tale strategia permette di far entrare nel capitale sociale dell’impresa non solo investitori in senso stretto, ma anche professionalità che possono arricchire il know-how dell’impresa, oltre che il suo network. Questa particolare tipologia di investitori è stata attratta da Qurami tramite l’ampio network che ormai la startup si era riuscita a creare. Mediante tale modalità “alternativa” di finanziamento sono stati chiusi altri accordi per ulteriori 90 mila euro, che complessivamente hanno permesso alla startup di raccogliere 300 mila euro totali dall’inizio della sua attività.

Si rileva che una criticità del modello di business di Qurami (vedi *infra*) evidenziata dai Venture Capitalist veniva individuata nella scarsa scalabilità, che rappresentava un vero e proprio freno alla conclusione di un *deal* di finanziamento. Tale oggettiva complessità è stata ridimensionata attraverso un ottimo lavoro svolto dai *founder* tramite la chiusura di contratti importanti, che ad oggi vedono 14 collaborazioni industriali e *partnership*, oltre a 30 clienti solo nel mercato italiano con 50 strutture.

Il grande numero di eventi a cui essi hanno partecipato ha contribuito a suscitare l’interesse per Qurami sia da parte della stampa (vedi *infra*) che da parte degli investitori. Se infatti alcuni di questi eventi svolgono solo una funzione di presentazione dell’impresa e di stimolo per l’imprenditorialità giovanile, altri invece hanno dato vantaggi particolarmente consistenti alla startup. Uno dei maggiori e più recente evento a cui hanno partecipato, ha visto la vittoria del premio UK-Italy Springboard, organizzato dal Consolato Generale Britannico di Milano, UK Trade & Investment e Intesa Sanpaolo, esso gli ha concesso la possibilità di essere ammesso all’acceleratore d’impresa SETSquared Partnership nel Regno Unito e di conseguenza gli ha consentito di accedere ai servizi di *mentoring* dell’acceleratore oltre che al mercato inglese (nel quale sono state chiusi importanti contratti tra cui con Post Office UK). Un altro importante riconoscimento è stato dato dalla testata americana TechCrunch che ha introdotto Qurami tra le quaranta migliori startup italiane.

Un altro vantaggio che il network ha fornito alla startup, oltre al raggiungimento di un’elevata copertura di stampa (vedi *infra*) e, come si era detto precedentemente, di incontrare i BA per l’ultimo *deal* di finanziamento (vedi *supra*) ha avuto anche altre funzioni come l’acquisizione dei primi clienti. Ad esempio l’Università LUISS “Guido Carli” è stata la prima struttura che ha richiesto i suoi servizi, una volta che la startup è entrata in questa “galassia” gli è stato possibile acquisire delle referenze che gli hanno

permesso sia di attivare delle partnership commerciali sia la chiusura di altri importanti contratti.

Inoltre Qurami grazie alla vittoria del primo premio *UK-Italy Springboard* gli è stato possibile affacciarsi sul mercato britannico, ma anche verso altri paesi stranieri come Francia, Panama e Messico. Data l'espansione in più paesi, per rendere proteggibile l'idea e il logo di Qurami, essi sono stati rispettivamente brevettati internazionalmente (PCT) e registrati.

Il servizio che offre Qurami, come si è in parte accennato, permette di non perdere tempo in fila nei vari uffici pubblici, banche ecc., potendo prendere il proprio "numeretto virtuale" attraverso un'applicazione per smartphone. Il vero obiettivo che Qurami ha, è quello di "restituire il tempo" alle persone, permettendogli di migliorare l'efficienza nelle attività di tutti i giorni. Dato l'assioma "il tempo è denaro" questa applicazione riesce a restituire non solo il tempo alle persone, ma di conseguenza anche del denaro (almeno sotto un punto di vista di costo opportunità), comportando quindi anche un aumento della felicità delle persone che utilizzano il servizio.

Il modello quindi su cui si basa la startup permette proprio di migliorare la vita degli utenti di Qurami, in quanto il suo funzionamento parte scaricando un'app per smartphone gratuita, che successivamente ad avverti geo-localizzato ti dice in quale ufficio di tuo interesse c'è meno coda e qual è il più vicino a te, di seguito ti permette di prendere il tuo posto in fila, di monitorare in tempo reale come la fila si sta sviluppando e di avvertirti poco prima del tuo turno di recarti all'ufficio di riferimento.

La semplicità, l'innovatività, la grande utilità del servizio oltre al costo zero dello stesso per l'utente finale ha calamitato un forte interesse per la startup, che gli ha permesso un elevatissimo uso tra gli utenti, tanto che l'applicazione è stata scaricata per 120 mila volte e 55 mila "biglietti virtuali" sono stati staccati, così da diventare un punto di riferimento per tutto il mercato.

Tuttavia, la difficoltà che caratterizza la strategia della startup e del conseguente modello di business (che verrà qui di seguito presentato) è data dagli accordi B2B che la startup deve chiudere per poter svolgere la sua attività, tale criticità venne rilevata, come già detto, anche dai vari investitori, traducendosi quindi in una scarsa scalabilità dell'impresa. La scelta nel ricercare una relazione di tipo B2B nasce dalla consapevolezza che per l'utente risulta essere scomodo, oltre che di difficile attuazione, avere un'app "salta code" diversa per ogni ufficio. Quindi l'obiettivo sin da subito individuato era quello di siglare accordi con quante più possibili strutture che fossero disposte ad usare questa applicazione ed essere gli unici *player* sul mercato. Oltre a questi accordi diretti che Qurami ha già siglato con importanti strutture private e pubbliche (come Trenitalia, Samsung, strutture ospedaliere ecc.) oltre che con

Università, la startup ha sviluppato delle strategie commerciali insieme ai *player* mondiali che producono e gestiscono le macchine “eliminacode”, infatti con esse è possibile sviluppare delle strategie di *upselling*, che quindi aumentano il valore finale che esse offrono ai loro clienti.

Il modello di business permette quindi di acquisire le *revenue* direttamente dalle strutture che utilizzano tale servizio, ricevendo da esse una *fee* annuale, rimanendo quindi completamente gratuita per gli utenti. Dal 2015, i piani di Qurami prevedono inoltre altri modelli in via di definizione per incrementare le *revenues*.

I competitor di Qurami sono tre e provengono dagli Stati Uniti d’America e dall’Estonia, mentre solo uno è italiano. Essi rispetto a Qurami risultano avere un grado di innovatività simile (come *qmindr*) o inferiore (vedi *qless* o addirittura *uquido*) ma soprattutto devono recuperare un netto gap relativamente alla semplicità d’uso di Qurami. Tale semplicità non proviene solo dalla facilità d’uso del servizio da parte dell’utente (semplice uso in remoto dell’applicazione) ma anche e soprattutto dalla semplicità dell’installazione sulla macchinetta erogatrice di biglietti elettronica e sulla possibilità di installarlo su ogni tipologia presente sul mercato.

Tuttavia il vero vantaggio competitivo della startup deriva dalla possibilità di acquisire e successivamente analizzare i dati che provengono dall’utilizzo dell’applicazione. Infatti il sistema operativo su cui si basa il servizio di Qurami è di proprietà della startup e quindi tutti i dati vengono raccolti, studiati in maniera privata e possono essere rivenduti all’esterno successivamente. Quindi anche se una struttura decidesse di non usufruire più del servizio offerto da Qurami, essa avrebbe comunque fornito dei dati utili alla startup da commercializzare. Un ulteriore vantaggio è rappresentato dall’orientamento verso l’utente, infatti risulta essere *customer driven*, in quanto ha un contatto diretto con il proprio pubblico che può comunicare direttamente con la startup, attraverso il sito, indicando in quale struttura applicare il servizio offerto da Qurami. Le segnalazioni, che provengono dai clienti, permettono alla startup di avere anche un forte potere contrattuale con i potenziali clienti.

Il mercato di riferimento (B2B) a cui la startup si rivolge, risulta essere particolarmente ampio in Italia, dove esistono oltre 20 mila strutture che possono necessitare di questo servizio, tra cui le Università, gli uffici della Pubblica Amministrazione, le strutture sanitarie ed altre ancora, le quali hanno tra le varie motivazioni nell’attivare il servizio di Qurami il miglioramento della *customer satisfaction* verso del loro servizio.

Oltre all’applicazione, disponibile per i maggiori *app store* di smartphone (Apple, Android, Windows Phone, Blackberry), che è lo strumento fondamentale per l’operatività di Qurami, la startup si interfaccia all’esterno anche attraverso due diverse modalità, ossia il suo sito istituzionale (www.qurami.com) e i social media.

Il sito istituzionale, consultabile sia in italiano che in inglese, si divide in tre parti:

- la Homepage, nella quale è possibile trovare delle informazioni generiche relativamente all'attività dell'impresa e le partnership attivate;
- i Servizi, con la descrizione dei vantaggi che l'attività della startup concede unitamente a dove è possibile scaricare l'app;
- i Contatti e l'area Press, ossia come è possibile entrare in contatto con Qurami e tutte le interviste televisive, giornalistiche e altro ancora che i *founder* di Qurami hanno rilasciato.

Quest'ultima parte del sito risulta essere particolarmente ampia, difatti Qurami ha avuto numerosissime occasioni di farsi conoscere per mezzo dei suoi *founder* attraverso interviste televisive, radiofoniche e giornalistiche di testate specialistiche o meno, che così gli hanno permesso di accrescere enormemente l'*awareness* del servizio, sia da parte degli utenti, che da parte delle strutture che usano il servizio. Tale opportunità gli è stata concessa dal network che i fondatori della startup sono riusciti a creare intorno a loro e risulta avere una discreta importanza per la startup che ha un membro del suo staff dedicato a tale funzione. In particolare LUISS ENLABS unitamente alle altre strutture che hanno influito alla partenza della startup oltre ai vari concorsi a cui ha partecipato Qurami hanno sicuramente influito in tal senso.

L'altro mezzo che Qurami utilizza per comunicare sia con i propri utenti, che con le strutture con cui stringe accordi sono i *social media*. In particolare vengono usati: Facebook attraverso una fan page, un profilo Twitter, un profilo su Google+ e LinkedIn. Sui primi tre social media, citati, vengono svolte le maggiori attività di comunicazione e risultano collegati tra di loro, in particolare vengono pubblicati post su come Qurami si sta sviluppando e in quali strutture si può trovare il servizio.

Come si è già detto, i rapporti con gli investitori da parte di Qurami sono nati e si sono evoluti diversamente rispetto alle startup presentate nei paragrafi precedenti. Infatti la startup è stata inizialmente contattata da un fondo di VC per un primo *deal*, comportando quindi una situazione opposta rispetto alla prassi; successivamente attraverso il rapporto continuo che i *founder* hanno instaurato con i Venture Capitalist e la visione condivisa delle necessità dell'impresa gli hanno permesso di raggiungere una serie di altri finanziamenti. Relativamente ai *deal* siglati con i BA, gli investitori non istituzionali sono stati contattati grazie al network dei *founder*, in base al loro know-how (strategia *smart money*); in un primo momento essi sono stati approcciati in maniera più informale, mentre successivamente con un atteggiamento più tecnico attraverso la presentazione del progetto di investimento.

Infine si può analizzare il pitch che ha caratterizzato le varie presentazioni di Qurami in diversi contesti, cercando di identificare le parti da cui esso è composto. In esso sono presenti non solo dati numerici ma anche contributi video ed in particolare si identificano 9 sezioni differenti:

- quale problematica la startup risolve;
- come funziona il servizio offerto dalla startup e le sue caratteristiche;
- il team della startup e le partnership attivate da quest'ultima;
- una *overview* societaria;
- quale sia il mercato di riferimento e i suoi competitor;
- il business model e i dati economici finanziari attesi della startup;
- i clienti con cui la startup ha già stretto degli accordi;
- informazioni relativamente ai premi acquisiti dalla startup oltre che sulla “protezione” del brand e dell'idea (attraverso brevetti, ...);
- gli investimenti necessari per lo sviluppo della startup e il motivo per cui è vantaggioso investire nella startup.

4.6 Elementi rilevanti per l'attrazione degli investimenti: analisi e confronti

I case history delle startup presentate, sono stati revisionati e confermati dagli stessi *startupper* e rappresentano la base di dati, principalmente di natura qualitativa, per poter individuare: quali azioni esse abbiano implementato, quali caratteristiche le contraddistinguano e quanti investimenti esse sono riuscite ad attirare.

Al fine di verificare se le considerazioni che sono state espresse nel Capitolo 3 siano confermate o rigettate è necessario tuttavia valutare in modo quantitativo gli elementi suddetti raccolti. Conseguentemente, tenuto conto di quanto emerso dalla ricerca bibliografica, relativamente ai fattori ritenuti determinanti per lo sviluppo di una startup, si è proceduto a definire dei criteri oggettivi (Allegato 2) attraverso i quali potessero essere valutati in modo quantitativo le informazioni raccolte sulle startup.

Detti criteri oggettivi riguardano ogni fattore individuato dalla ricerca bibliografica, eventualmente articolato in sub fattori per meglio cogliere la complessità del fenomeno delle startup, in aggiunta a questi, sulla base di quanto emerso dai colloqui avuti con gli *startupper*, è stato aggiunto un ulteriore parametro che riguarda l'attitudine delle startup a seguire i feedback ricevuti dagli investitori nel corso dei loro rapporti con essi.

La valutazione adottata è basata su una scala numerica che va da 1 a 5 (dove per 1 si intende che il fattore è stato poco sviluppato dall'impresa o incide negativamente sulla sua attività, mentre 5 ha il significato opposto, vedi il dettaglio nell'Allegato 2), ed è

stata sviluppata sulla base di giudizi soggettivi formulati, tuttavia, su elementi oggettivi e riscontrabili:

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

In altre parole si è tentato, coerentemente a quanto riportato nei case history, di quantificare un indice di qualità per ciascuno dei fattori individuati e ritenuti rilevanti per una startup, usando in maniera particolare quello che la letteratura economica afferma, al fine di verificare le considerazioni effettuate.

Di seguito si inserisce la tabella 4.1 che sintetizza la valutazione di ogni fattore e relativi sub-fattori per ciascuna startup analizzata nel terzo capitolo.

Categoria tempo	Fattori	Subfattori	Wallet Saver		Le Cicogne		Veracious		Qurami		
			Seed Stage	Early Stage	Early Stage	Seed Stage	Seed Stage	Startup Stage	Startup Stage		
Categoria qualità intrinseca della startup	Status stage										
	Mesi di attività			8	16	8	2	8	42	4	
	Problema che la startup risolve			4	3	4	2	3,75	3,5	4	
	Team dei <i>founder</i>	Media:		4	3,67	3,33	4,33				
		Background accademico		5	4	5	4				
		Background lavorativo		3	3	4	4				
		Commitment		5	5	3	3				
		Eterogeneità		3	3	2	3				
	Caratteristiche del servizio/prodotto	Media:		4	3,67	3,33	4,33				
		Completezza		3	5	3	4				
		Innovatività		5	2	3	5				
		Potenzialità		4	4	4	4				
		Media:		3,5	4	3,75	3,5				
	Modello di business	Potenziale di crescita		4	4	3	4				
		Estendibilità		4	2	3	4				
Riduzione rischiosità			2	5	5	2					
Coerenza con il mercato target			4	5	4	4					
Media:			5	3	4	2,5					
Settore di riferimento	Mercato		5	3	5	3					
	Competitor		5	3	3	2					
	Media:		4	5	2	3					
Categoria qualità della capacità di presentazione/relazionale della startup	Propensione di risposta ai feedback		4	4	5	2	3				
	Network	Valore Max:	4	4	4	5	4				
		Connesso al contesto	4	4	4	2	4				
		Connesso al team	4	4	3	5	4				
	Media:	3,50	4,33	3,67	4,50						
	Strumenti di comunicazione:	3,33	4,33	4	4						
	Sito istituzionale	4	4	5	4						
	Pitch	2	5	4	4						
	Social media	4	4	3	4						
	Capacità relazionali:	3,67	4,33	3,33	5						
Categoria qualità della capacità di comunicazione verso l'esterno	Relazione con gli investitori		4	3	5	5					
	Partecipazione ad eventi per startup		4	5	3	5					
	Stampa		3	5	2	5					
	Indice Globale di Qualità		4,00	3,84	3,41	3,73					
	Investimenti (in migliaia di Euro)		93	141	120	300					

Tabella 4.1: Tabella con le valutazioni di tutti i fattori e rispettivi sub fattore per ciascuna startup.

Come si nota dalla tabella 4.1, ogni fattore è caratterizzato da una valutazione finale, essa può essere stata determinata o dalla media dei sub-fattori che lo contraddistinguono o dal suo valore singolo (se non ha sub-fattori) oppure dal valore massimo dei suoi sub-fattori (vedi fattore “network”). Tenuto conto che la qualità complessiva della startup è rappresentata dall’insieme dei fattori individuati dai dati di cui sopra è stato calcolato l’Indice Globale di Qualità che è la media delle valutazioni effettuate su tutti i fattori.

Di seguito verranno spiegati ogni singolo fattore nello specifico per capire cosa esso rappresenta in maniera pratica e da quali sub-fattori è composto (nel caso in cui siano presenti) e quale relazione è stata individuata tra essi e l’interesse ricevuto dagli investitori (sia BA, fondi di VC, incubatori ecc.), manifestato con un investimento sulla startup, verificando inoltre se la considerazione espressa è stata confermata o meno.

In conclusione le valutazioni effettuate permettono di definire tre variabili, per ciascuno dei case history, rappresentate da: I (Investimenti), Q (Indice Globale di Qualità) e T (Tempo).

Categoria tempo

Il fattore tempo assume un ruolo fondamentale nel rapporto startup-investitori, infatti detta relazione si svolge all’interno di un intervallo limitato (48 mesi, vedi definizione startup nel 1.1) che copre il periodo che intercorre fra la nascita della startup da un lato e la sua trasformazione in una vera e propria impresa ovvero la sua fine. In tale contesto si è fatto riferimento ai due fattori che seguono.

- **Status stage:**

questo fattore rappresenta in quale fase di vita la startup si trova, la definizione di tale classificazione temporale è stata fatta seguendo sia quanto riportato nel Capitolo 1 sia quanto affermato dai *founder* delle startup. Questo elemento (insieme al prossimo) non è stato oggetto di una valutazione ma è un dato di fatto che è necessario documentare.

- **Mesi di attività:**

quest’altro elemento di natura temporale rappresenta da quanti mesi la startup è formalmente iscritta sul Registro delle Imprese e cerca di quantificare meglio per gli scopi del presente elaborato il profilo temporale della startup. Si precisa che le elaborazioni che seguono si riferiscono al 31 Luglio 2014 (investimenti ricevuti e contrattualizzati a tale data).

Esaminata la proiezione dei dati sul piano I (Investimenti) - T (Tempo), la loro dispersione (vedi il grafico 4.1) evidenzia l’esistenza di una correlazione crescente tra le variabili in questione; tale risultato ci permette di asserire che: il tempo incide sulla

quantità totale di investimenti ricevuti dalla startup. Tale correlazione è interpretabile con una retta passante per l'origine e possiede un coefficiente angolare pari a 0,1246 e un robusto R^2 che ci conferma la solidità della relazione. L'esistenza di questa correlazione ci permette di confermare la *CI*, ossia: *Il tempo incide positivamente sulla quantità totale di investimenti ricevuti dalla startup.*

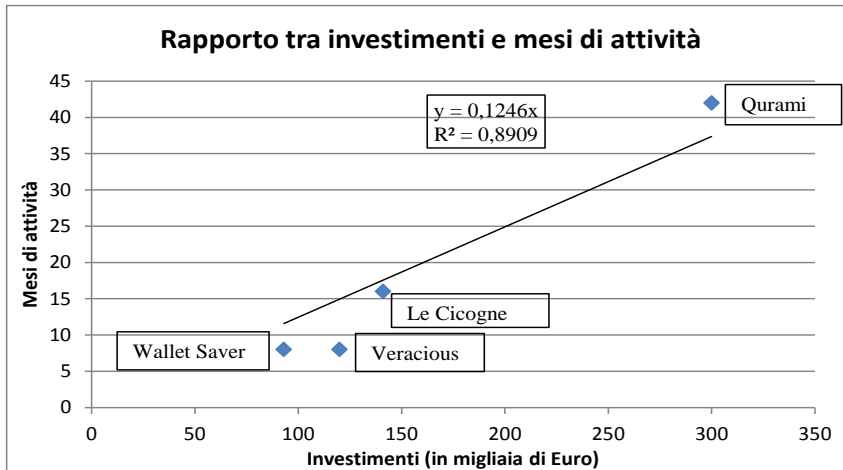


Grafico 4.1:
Rapporto tra
investimenti e
mesi di
attività.

Si giunge quindi alla conclusione che esiste una relazione crescente tra investimenti ottenuti e tempo che può essere formulata analiticamente in questo modo:

$$I = \alpha_2 \times T \quad (1)$$

Dove I sono gli investimenti ottenuti, α_2 il coefficiente angolare, e T i mesi di attività della startup.

Categoria qualità

Anche il fattore qualità assume un ruolo importante nel rapporto startup-investitori. Tuttavia esaminando la proiezione dei dati sul piano I (Investimenti) - Q (Indice Globale di Qualità), la dispersione dei punti, che rappresentano le startup dei paragrafi precedenti, non è caratterizzata da particolari correlazioni crescenti (Investimenti maggiori a fronte di Indice di Qualità Globale maggiore, vedi Grafico 4.2) ne tantomeno da un R^2 elevato.

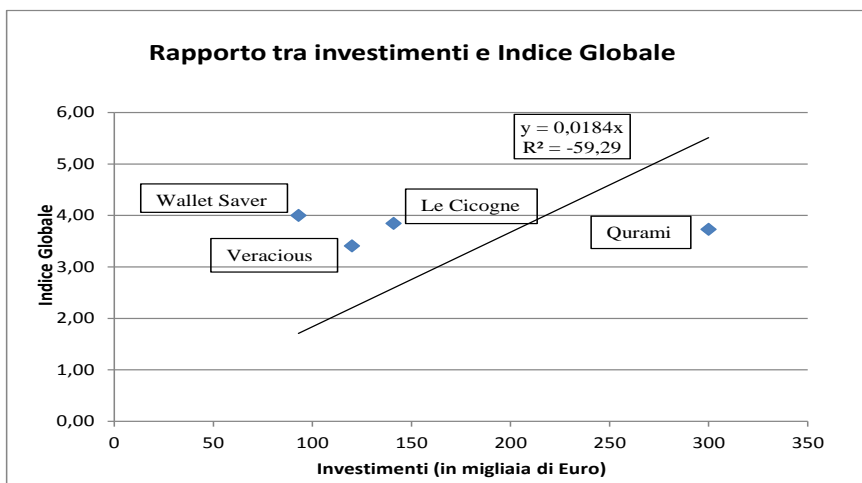


Grafico 4.2:
Rapporto tra
investimenti e
l'Indice
Globale.

Tenuto conto di questa osservazione e dato quanto già evidenziato nel Grafico 4.1, questo risultato non è in conflitto con quanto affermato precedentemente con la *CI*, ma anzi ci conferma che il tempo ha un'elevata importanza e che è necessario tenerlo in considerazione quando si considera la relazione tra qualità e capacità di attrarre investimenti.

Pertanto tenuta conto della relazione (1) risulterebbe non corretto scientificamente effettuare un'analisi relativa alla qualità delle diverse startup che si trovano in momenti di vita differenti, senza considerare il fattore tempo.

Approfondendo il significato delle relazioni tra *I* - *T* - *Q*, si è ipotizzato che esistesse un legame funzionale:

$$I = \alpha_1(Q \times T) \quad (2)$$

dove *I* sono gli investimenti attratti, α_1 il coefficiente angolare della relazione, *Q* la qualità espressa nell'Indice Globale di Qualità e *T* i mesi di attività. Tale funzione garantisce che gli investimenti attratti siano crescenti con la qualità e con il tempo.

Per confermare la funzione (2) (disegnata nel Grafico 4.3) si sono riportati una serie di punti aventi per ascisse il valore dell'investimento che le startup studiate hanno ricevuto mentre nelle ordinate è stato individuato il prodotto dell'Indice Globale di Qualità per il tempo di esistenza delle startup; l'osservazione di questo grafico ci permette di individuare l'esistenza di una funzione crescente fra investimenti ricevuti ed il prodotto dell'indice di qualità e tempo d'esistenza della startup, in particolare la correlazione di tipo lineare tra le ascisse e le ordinate presenta un parametro di attendibilità R^2 di 0,8846 che assicura sulla ragionevolezza di ipotizzare una correlazione lineare passante per l'origine degli assi ($T = 0; I = 0$) che nel caso specifico è caratterizzata da un coefficiente angolare pari a 0,4657. L'esistenza di questa correlazione ci permette di confermare la *C9*, ossia: *Gli investimenti ricevuti da una startup sono correlati*

positivamente con il tempo di esistenza della stessa per la qualità delle attività svolte dall'impresa.

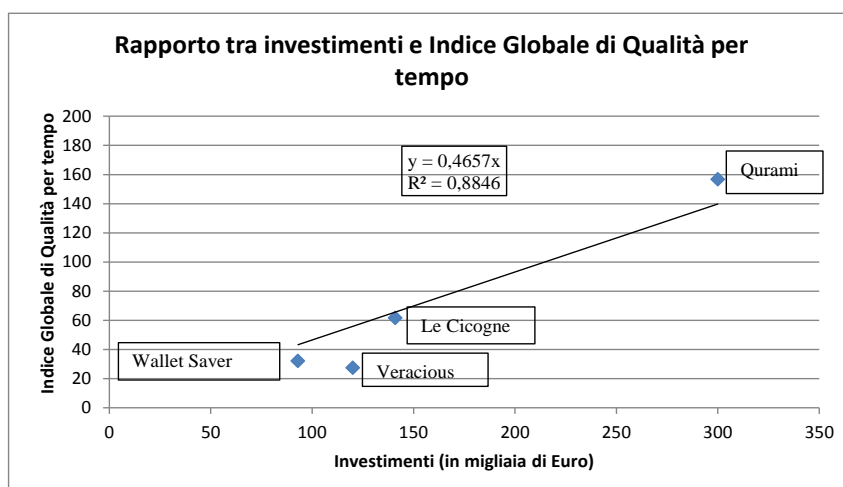


Grafico 4.3:
Rapporto tra gli investimenti e l'Indice Globale di Qualità per il tempo.

Rispetto alla relazione individuata nel primo Grafico presentato (il 4.1), nel grafico 4.3 è possibile notare che la relazione è maggiormente crescente (dato che il coefficiente angolare è maggiore) e che tale effetto sia da attribuire al nuovo fattore che è stato considerato, ossia l'Indice Globale di Qualità, dato che tutte le altre variabili (I e T) sono rimaste invariate.

Sapendo che l'Indice Globale di Qualità è la media delle valutazioni su tutti i fattori considerati e che quindi considera e valuta la qualità delle azioni implementate dalle startup, tale indice si presuppone sia apprezzato dagli investitori e ne ricerchino il valore più alto possibile.

Dunque rispetto al grafico 4.1 tale maggior valore del coefficiente angolare è frutto dell'Indice Globale di Qualità (Q), che come detto risulta essere di interesse per gli investitori della startup. Si può quindi affermare in conclusione che l'aumento del coefficiente angolare comporti una maggiore possibilità di ottenere l'interesse degli investitori. In altre parole, *tanto più la linea di tendenza rappresentante la correlazione lineare tra le variabili è pendente verso l'asse y tanto più c'è la possibilità che vengano attratti gli investitori*. Inoltre si può rilevare che la funzione (2) è coerente con un approccio probabilistico in termini di probabilità composte di Q e T, ossia la probabilità di acquisire investimento è funzione della probabilità composta che la proposta della startup sia riconosciuta di qualità (Q) e del tempo in cui questa idea viene esposta agli investitori (T), confermando nuovamente la C9.

Dato che l'C9 individua una relazione crescente tra l'acquisizione un investimento I e il prodotto del tempo T con Q, cioè l'insieme dei fattori che caratterizzano la qualità della proposta delle startup, si può ritenere per analogia che per tutte le altre considerazioni espresse (vedi 3.8) possa sussistere una relazione simile. Conseguentemente il valore che contraddistingue la correlazione positiva (0,4657) relativa all'indice globale di

Qualità sarà preso come punto di riferimento per valutare in maniera relativa quanto ogni singolo fattore contribuisce sulla possibilità di attrarre l'interesse dell'investitore e successivamente creare un ordinamento di priorità degli stessi.

Categoria qualità intrinseca della startup

La qualità intrinseca della startup è connessa all'idea e allo sviluppo dell'idea mediante l'organizzazione che concretizza l'operatività della stessa all'interno di un'attività imprenditoriale. Conseguentemente sono stati individuati in questa categoria i seguenti fattori:

- **Problema che la startup risolve;**
- **Team dei *founder*;**
- **Caratteristiche del servizio/prodotto;**
- **Modello di business;**
- **Settore di riferimento**
- **Propensione di risposta al feedback**

Di seguito sono descritti i fattori e i criteri per l'assegnazione di un parametro numerico rappresentativo degli stessi in un scala che va da 1 a 5 (vedi il dettaglio nell'Allegato 2).

- **Problema che la startup risolve:**

tale fattore va a dare una valutazione alla startup relativamente a quanti sono gli utenti potenzialmente interessati al servizio o al prodotto che la startup offre seguendo quanto la teoria economico-scientifica riporta (vedi paragrafo 3.2). Un punteggio basso è stato assegnato, quindi, a chi risulta avere un pubblico potenziale ridotto, nel caso opposto sarà invece fornito un punteggio elevato (vedi Allegato 2). Questo fattore, che non è composto da sub-elementi, risulta avere un coefficiente angolare (fornitoci dalla linea di tendenza del grafico a dispersione) leggermente inferiore al rapporto tra gli investimenti e l'Indice Globale di Qualità per il tempo, che risulta essere il nostro punto di riferimento, quindi questo ci fa capire che risulta avere un'importanza minore (seppur limitatamente) nell'acquisire l'interesse degli investitori, e quindi i loro investimenti. Il Grafico 4.4 permette di vedere quanto detto e ci dice che tale affermazione può essere abbastanza solida poiché ha un R^2 appena superiore a 0,8 e quindi abbastanza elevato.

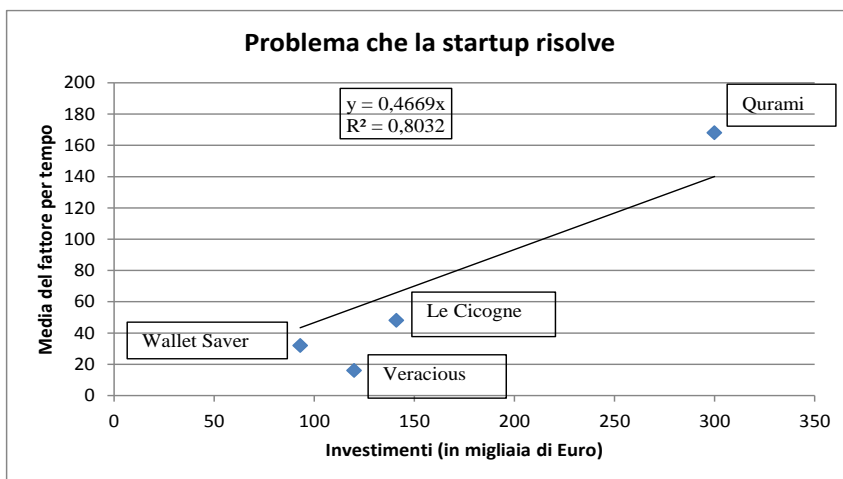


Grafico 4.4: Rappresentazione grafica relativa al fattore "Problema che la startup risolve".

Si può quindi confermare la C2, ossia: *maggiore è il numero di potenziali utenti che il servizio o il prodotto della startup è in grado di raggiungere, maggiore è l'interesse che gli investitori attribuiscono alla startup.*

- **Team dei founder:**

questo fattore va a considerare come si compone il team dei *founder* della startup e di alcune caratteristiche connesse alla stessa, seguendo quanto ci è stato espresso dalla teoria, nel 3.3. Per *founder* si intendono solamente coloro che lavorano per la startup e hanno una quota in essa e non tutto il team di riferimento della startup. Tale scelta è stata presa poiché il tempo di attività avrebbe avuto un'influenza difficile da eliminare, infatti una startup da più tempo presente sul mercato e più sviluppata ha un team necessariamente più ampio e più eterogeneo (es. Qurami). I sub-fattori che caratterizzano tale fattore sono: il background accademico dei *founder*, determinato in base ai titoli accademici acquisiti dai fondatori della startup; il background lavorativo valutato in base alle precedenti esperienze lavorative in grandi imprese o nelle startup; il commitment determinato in funzione dell'impegno diretto profuso dai fondatori verso la startup e se esso è condizionato da altri impegni; l'eterogeneità, valutata in relazione alle diverse competenze professionali, accademiche, lavorative possedute dal team in diversi campi tecnico scientifici. L'indice qualitativo assegnato al team, utilizzato per le analisi, è stato ottenuto come media degli indici assegnati al team con riferimento a soprarichiamati sub-fattori. Dal grafico 4.5 è possibile notare che la relazione fra il prodotto del parametro preso in esame ed il tempo di attività dell'impresa e gli investimenti ottenuti dalle startup risulta essere crescente l'interpretazione lineare della relazione e superiore alla media, inoltre presenta un elevato grado di solidità del dato ($R^2 = 0,8716$), quindi si può affermare che un buon background accademico e lavorativo insieme ad un *commitment* elevato sulla startup ed un'ampia eterogeneità delle competenze e delle conoscenze a disposizione della startup risultano avere

un'importanza relativa più che maggiore della media sulla possibilità di attrarre gli investimenti, a parità di altre componenti.

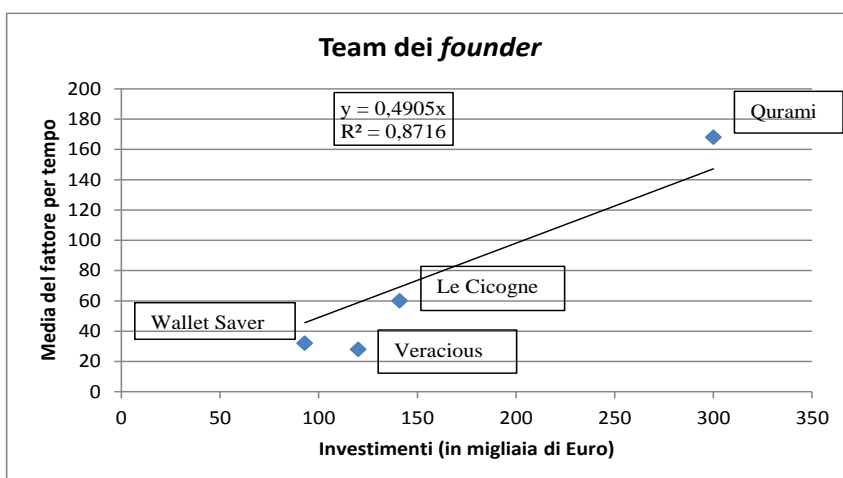


Grafico 4.5: Rappresentazione grafica relativa al fattore "Team dei founder".

Si può quindi asserire che la C3 è confermata, ossia: *Se le caratteristiche del team dei founder di una startup sono di alta qualità l'interesse da parte degli investitori nella startup è maggiore.*

Questo fattore ha un'importanza sopra la media nell'attrazione degli investimenti.

- **Caratteristiche del servizio/prodotto:**

tale elemento intende analizzare il servizio o il prodotto che la startup offre, in particolare si sono studiate 3 sub-elementi che potessero considerare meglio ogni aspetto di esso, ricorrendo a quanto esplicitato dai maggiori studiosi nel 3.4, tra cui: la completezza, ossia il grado di attenzione a tutti i dettagli che il servizio/prodotto offre; l'innovatività, cioè quanto risulta innovativo il servizio/prodotto offerto dalla startup o quanto è innovativo il modo in cui esso lo si offre; la potenzialità, intesa come possibilità di aggiungere servizi/prodotti integrativi in connessione a quello che rappresenta allo stato attuale il core business della startup. Anche in questo caso la media di questi 3 sub-elementi ci fornisce la valutazione per questo fattore e analizzando il grafico a dispersione (Grafico 4.6) è possibile notare che il coefficiente angolare della linea di tendenza è superiore rispetto alla media (0,5194 contro la media di 0,4657) e con un elevato R^2 che ci garantisce della solidità della relazione.

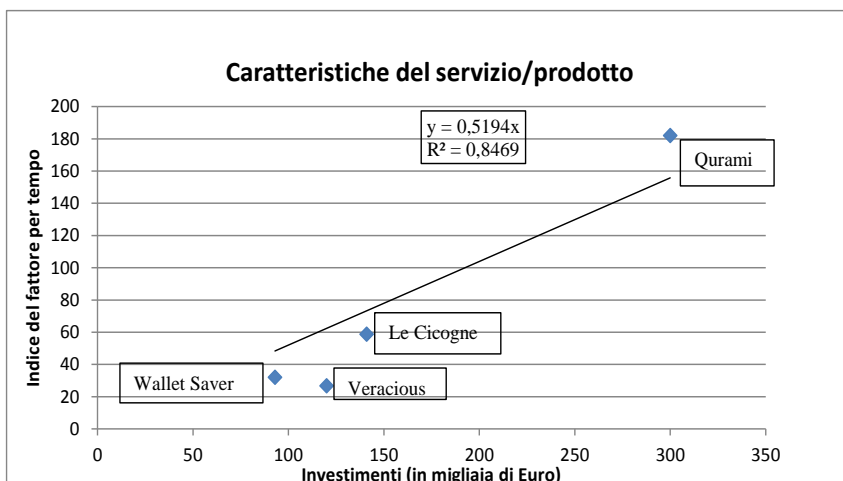


Grafico 4.6: Rappresentazione grafica relativa al fattore “Caratteristiche del servizio/prodotto”.

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

Si può inoltre aggiungere che questo fattore ha un'importanza superiore alla media nell'attrazione degli investimenti.

- **Modello di business:**

questo fattore analizza come è stato impostato il modello di business dell'impresa e si fonda su 4 sub-fattori che cercano di spiegare ogni suo dettaglio, coerentemente a quanto presentato dalla teoria economica nel paragrafo 3.5, essi sono: il potenziale di crescita, che rappresenta quanto la startup sia scalabile; l'estendibilità, la cui valutazione indica se il modello di business applicato sia più o meno utilizzabile in ambienti correlati a quello a cui attualmente si trova; la riduzione della rischiosità, la cui valutazione è funzione della maggior o minor rischiosità connessa al business model; la coerenza con il mercato target, che giudica invece quanto il modello di business sia coerente con il mercato che la startup va a servire. La media di questi 4 sub-fattori vanno a formare la valutazione complessiva di questo elemento, il quale risulta avere, analizzando il grafico a dispersione presentato (Grafico 4.7), una correlazione lineare positiva, ma inferiore alla media generale. La solidità della relazione risulta ampia come ci indica R^2 pari a 0,9021.

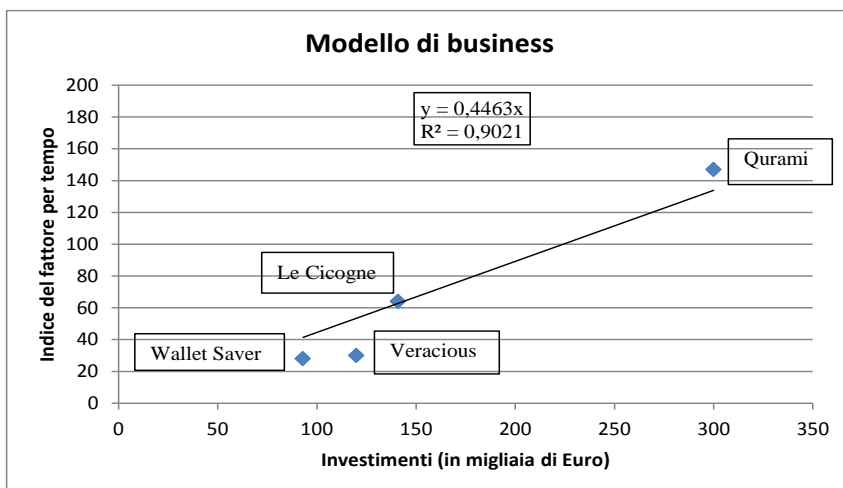


Grafico 4.7:
Rappresentazione grafica relativa al fattore "Modello di business".

In questo caso *C5* è confermabile in parte in quanto se le variabili in questione risultano avere una correlazione positiva, e quindi: *Se le caratteristiche del modello di business sono di alta qualità (ossia ha: un'ampia scalabilità estendibile anche in altri settori correlati, uno scarso rischio di mercato e un'ampia coerenza con il mercato target) l'interesse da parte degli investitori nella startup è maggiore.*

Tuttavia la forza di questa correlazione è inferiore alla media.

- **Settore di riferimento:**

tale elemento sintetizza la situazione dell'*industry* in cui la startup si trova, seguendo quanto i maggiori teorici in materia affermano (vedi paragrafo 3.6), in particolare si sono prese in considerazione il mercato di riferimento, valutando la sua ampiezza e il trend e i competitor che lo presidiano, nel caso in cui fossero pochi e poco sviluppati è stata fornita una valutazione elevata all'impresa. La media di questi due sub-fattori ci dà la valutazione totale di questo elemento. Dall'analisi della dispersione dei dati relativi a questo fattore (vedi Grafico 4.8) notiamo che la correlazione lineare positiva è molto inferiore alla media (0,3448 contro la media di 0,4657); tale dato risulta attendibile dato l' R^2 pari 0,9534.

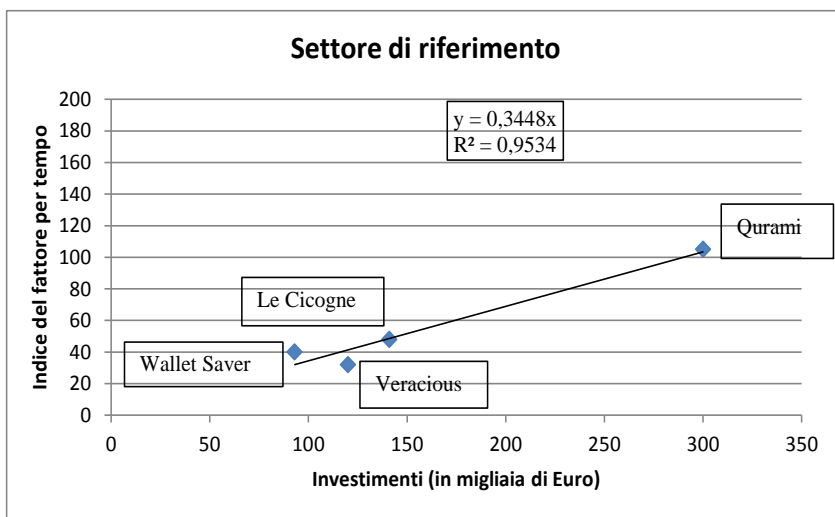


Grafico 4.8:
Rappresentazione grafica relativa al fattore “Settore di riferimento”.

Si può asserire che la *C6* è confermata in parte, in quanto se le variabili in questione risultano avere una correlazione positiva, e quindi: *Se le caratteristiche del settore di riferimento della startup sono di alta qualità (ossia esso è caratterizzato da un ampio mercato crescente e una scarsa presenza di competitor) l'interesse da parte degli investitori nella startup è maggiore.*

Tuttavia la forza di questa correlazione è molto inferiore alla media.

- **Propensione di risposta al feedback:**

Tale elemento è stato aggiunto a questo studio, successivamente allo sviluppo delle interviste con i vari *founder* delle imprese. Durante questi colloqui è comparsa l'ipotesi dell'esistenza di una relazione positiva tra le variabili di riferimento. Tuttavia da un punto di vista teorico non sono stati trovati degli studi che discutano di una relazione esistente.

Il fattore in esame è stato convenzionalmente inserito nella categoria qualità intrinseca della proposta della startup, anche se in realtà si pone a cavallo fra questa e la capacità relazionale fra la startup e gli investitori. In realtà la propensione di risposta al feedback da parte della startup va intesa in una accezione critica dei feedback e quindi una propensione positiva non necessariamente concorrere ad innalzare la qualità intrinseca della proposta della startup ancorché possa concorrere positivamente alla qualità della capacità relazionale fra startup ed investitori che abbiano espresso proposte di cambiamento. In termini generali tale propensione positiva quindi non sembra necessariamente configurare il successo complessivo della startup che potrebbe essere condizionata anche negativamente dal recepire feedback non coerenti con l'idea originaria che potrebbe essere snaturata e quindi non attirare altri investitori. I risultati derivanti da tale fattore risultano contrastanti (vedi Grafico 4.9) poiché anche se esiste

una relazione lineare le due variabili (anche se tale valore, 0,406, è inferiore alla media) risulta avere una scarsa robustezza dato che R^2 è pari a 0,7793. Quindi si può affermare che non è possibile individuare alcuna relazione solida tra la propensione di risposta ai feedback di una startup e l'interesse degli investitori.

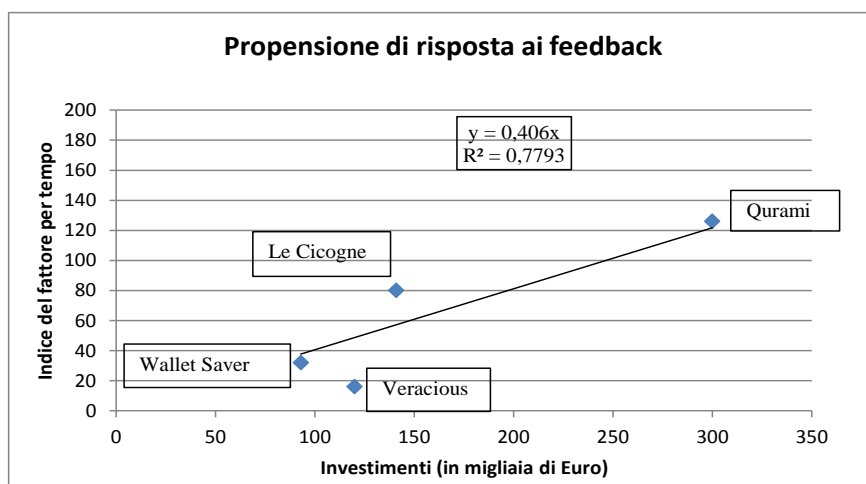


Grafico 4.9: Rappresentazione grafica relativa al fattore "Propensione di risposta ai feedback".

Categoria qualità della capacità di presentazione/relazionale della startup

La qualità della capacità di presentazione/relazionale della startup è connessa con gli strumenti che la startup adotta per veicolare e far conoscere alla platea dei potenziali investitori ed utenti la propria idea imprenditoriale da un lato ed il prodotto/servizio offerto dall'altro.

Come detto l'obiettivo della comunicazione e delle relazioni non riguarda solo il fronte degli investitori ma anche il fronte dei potenziali utenti del prodotto/servizio essendo sempre presente un potenziale feedback operato dagli utenti sugli investitori.

Conseguentemente sono stati individuati in questa categoria i seguenti fattori:

- **Network;**
- **Comunicazione verso l'esterno**

Di seguito sono descritti i fattori e i criteri per l'assegnazione di un parametro numerico rappresentativo degli stessi in un scala che va da 1 a 5 (vedi il dettaglio nell'Allegato 2).

- **Network:**

questo elemento va a valutare la qualità del network in cui si è inserita, ovvero ha costruito intorno a sé la startup. Per meglio caratterizzare la qualità del network sono

stati analizzati 2 sub-elementi relativi alla genesi del network a cui rispettivamente si riferiscono, coerentemente a quanto discusso e presentato nel paragrafo 3.7, in particolar modo se è: connesso al contesto in cui la startup si trova, come ad esempio se fosse all'interno di un incubatore; oppure connesso al team e quindi se questo fosse generato dalle persone legate al team della startup. Il valore complessivo dato a questo fattore è la valutazione massima tra i due sub-elementi, poiché la bontà di uno dei due non caratterizza negativamente l'altra, anzi ha l'effetto opposto. Dall'analisi del Grafico 4.10, possiamo individuare che esiste una relazione lineare positiva tra il network che una startup ha a disposizione per il tempo e la possibilità di attrarre investimenti, in particolare sembra che questa relazione sia molto superiore alla media (dato il coefficiente angolare pari a 0,5055) e si caratterizzi da una forte solidità ($R^2=0,9179$).

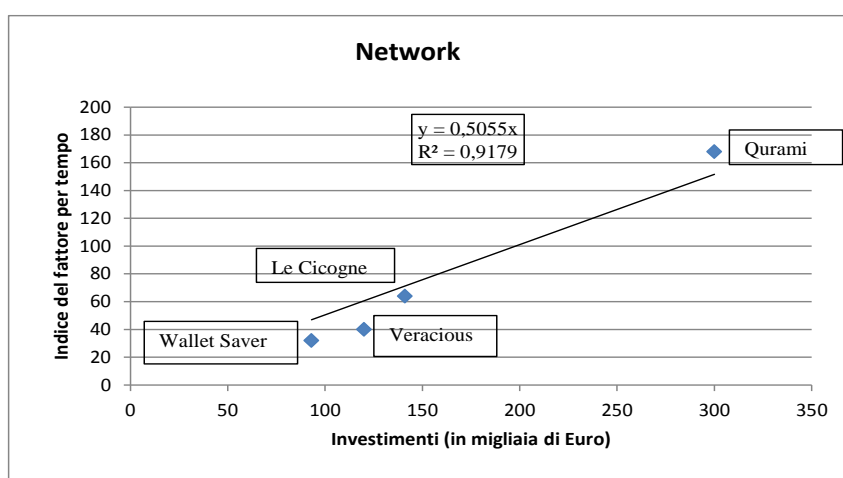


Grafico 4.10:
Rappresentazione grafica relativa al fattore "Network".

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

Si può anche aggiungere che tale fattore ha un'importanza superiore alla media nell'attrazione degli investimenti.

- **Comunicazione verso l'esterno:**

quest'ultimo fattore analizza come viene svolta la comunicazione da parte delle startup e attraverso quali strumenti. Sono stati individuati due tipologie di sub-fattori, il primo fa riferimento agli *strumenti di comunicazione* dell'impresa ed in particolare, basandosi su quello che dice degli studi teorici nel paragrafo 3.8, individua: il sito istituzionale che è valutato in relazione alle informazioni che si rintracciano relative ai prodotti/servizi e allo stato d'evoluzione della startup, il pitch che viene valutato in base a come esso si diversifica di volta in volta e alla sua completezza ed infine la presenza che la startup ha e l'attività che viene svolta sui social media. L'altra tipologia di sub-fattore individuata

è relativa alle *capacità relazionali* di chi cura la comunicazione della startup, in particolare sono stati riconosciuti: le relazioni con gli investitori, che valuta come le relazioni fossero state in grado di creare delle relazioni con gli investitori dopo l'investimento che avevano ricevuto. Inoltre dall'esperienza dei fondatori delle startup intervistati, sembrano avere una relazione con la possibilità di acquisire investimenti: la partecipazioni ad eventi per startup che prende in considerazione le volte che la startup ha preso parte ad occasioni (come concorsi o più semplici eventi per le startup) che servivano per presentare la loro idea, infine il rapporto con la stampa e la copertura mediatica che hanno ricevuto. Per individuare la valutazione complessiva di questo fattore è stata calcolata la media di tutti i sub-elementi, anche se concettualmente prima sono state calcolate le due medie delle due tipologie.

I risultati che provengono dal grafico a dispersione (Grafico 4.11) indicano che esiste un buon accordo fra i dati e l'interpolazione degli stessi effettuata e gli investimenti attratti e che tale correlazione risulta essere molto superiore alla media (coefficiente angolare pari a 0,5462 contro quello medio di 0,4657), la validità di questa affermazione ci è confermata dall' R^2 elevato.

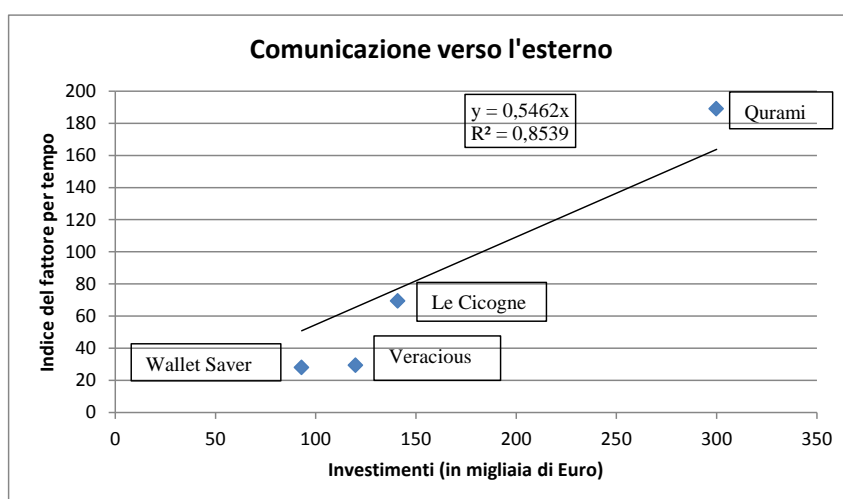


Grafico 4.11: Rappresentazione grafica relativa al fattore "Comunicazione verso l'esterno".

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

Si può ulteriormente aggiungere che tale fattore ha un'importanza molto superiore alla media nell'attrazione degli investimenti.

Riassumendo, quindi, quanto fino a qui affermato si può asserire: dato che è stata confermata la C9, esiste una relazione crescente e positiva tra il prodotto dei fattori di

qualità delle attività svolte da un'impresa (Q) per i suoi mesi di attività (T) e gli investimenti attratti (I). In altre parole a parità di "età anagrafica" di una startup si potranno raggiungere degli investimenti maggiori se la qualità delle varie attività svolte dalla startup stessa sarà maggiore.

Risultano però, dall'analisi condotta su i singoli fattori, che a parità di altre condizioni sono richieste per alcuni fattori livelli di qualità più elevati per creare valore aggiunto (analisi comparata dei coefficienti angolari delle relazioni relativi ai singoli fattori).

Introducendo la Tabella 4.2, vediamo che i fattori che richiedono il maggior tasso di qualità a parità di altre condizioni per creare valore aggiunto nell'attrazione degli investitori sono, (valore maggiore del coefficiente angolare della correlazione):

1. la comunicazione verso l'esterno (e i relativi sub-fattori) è il fattore ha la maggiore influenza sull'attrazione degli investitori;
2. le caratteristiche del servizio/prodotto offerto dalla startup (e i relativi sub-fattori) e il network (e i relativi sub-fattori) incidono molto più della media nell'attrazione degli investitori;
3. il team dei *founder* (e i relativi sub-fattori) incide più della media nell'attrazione degli investitori;
4. il problema che la startup risolve e il modello di business della startup (e i relativi sub-fattori) hanno un'importanza inferiore alla media per richiamare gli investimenti;
5. il settore di riferimento (e i relativi sub-fattori) ha un'importanza molto inferiore alla media nell'attrazione degli investitori;
6. la propensione di risposta al feedback (e i rispettivi sub-fattori) risulta avere una minor importanza relativa per richiamare l'attenzione degli investitori, tuttavia la sua relazione ha un R^2 basso.

Fattori	Co. angolare	R^2
Problema che la startup risolve	0,4669	0,8032
Team dei <i>founder</i>	0,4905	0,8716
Caratteristiche del servizio/prodotto	0,5194	0,8469
Modello di business	0,4463	0,9021
Settore di riferimento	0,3448	0,9534
Propensione di risposta al feedback	0,406	0,7793
Network	0,5055	0,9179
Comunicazione verso l'esterno	0,5462	0,8532
Indice globale	0,4657	0,8846

Tabella 4.2:
Confronto
dei
coefficienti
angolari e
degli R^2 di
tutti i fattori.

Tenuto conto che nell'ambito delle *revision* effettuate dalle startup relativamente ai dati contenuti al Capitolo 3, è stato segnalato, per una startup, il conseguimento di un

ulteriore *deal* di investimento alla fine del mese di Agosto 2014, quindi successivo alla data considerata nell'elaborazioni sopra descritte. Per ragioni di metodo legato alla continua evoluzione delle startup, si è voluti rimanere coerenti con il limite temporale inizialmente imposto (elaborazione dati fino al 31 Luglio 2014), tuttavia da un'analisi effettuata sui dati di investimento aggiornati per la startup in questione, si è potuto notare che:

- l'andamento complessivo delle elaborazioni effettuate è simile a quella precedente e con gli stessi significati economici individuati (C9 confermata);
- l'interpretazione lineare che lega I – Q – T è meno attendibile (R^2 inferiore).

Quest'ultima elaborazione può essere interpretata tenendo conto che gli investimenti si incrementano nel tempo con una funzione a “gradini” (scalare) e non con una funzione lineare (come si è ipotizzato sopra), tuttavia non è escluso che a fronte di un primo periodo della startup in cui tale legge lineare sia valida, esista nel periodo finale dell'evoluzione della startup una forte componente non lineare che determini un limite superiore per gli investimenti raccolti (vedi Grafico 4.12, che sembra tendere ad un asintoto verticale all'aumentare dei mesi di attività).

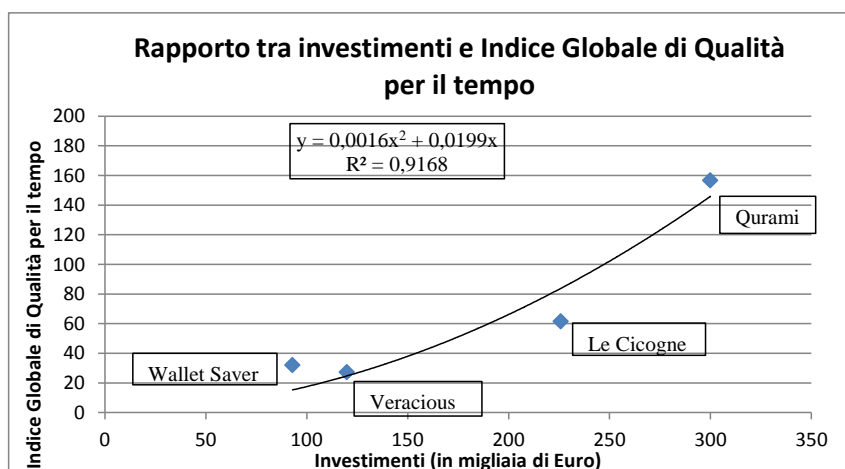


Grafico 4.12: Rapporto tra gli investimenti e l'Indice Globale di Qualità per il tempo con nuova relazione presentata.

4.6.1 La comunicazione verso l'esterno: il confronto con le IR

Nel paragrafo precedente una delle conferme delle considerazioni fatte (la C8) afferma che, a parità degli altri fattori, un'alta qualità della comunicazione indirizzata verso l'esterno riesce ad attrarre relativamente più investitori rispetto alla media. Per questo motivo si è ritenuto importante analizzare quali siano le differenze e i punti in comune tra le attività svolte, relative alla comunicazione, da una startup e le IR di una medio-grande impresa. Tale confronto, quindi, è stato fatto anche per capire come quest'attività si evolve nel corso della crescita della startup.

Riprendendo quanto detto nei paragrafi 2.2 e seguenti, esistono una serie di attività e caratteristiche legate alle IR e agli IRM che si possono ripresentare anche per le startup oppure avere delle particolarità differenti dovuti ad obiettivi e scopi diversi.

Partendo dagli obiettivi che le IR hanno nelle *big-co* si può già individuare, in parte, una differenza tra una grande impresa e una startup, infatti: se la prima fa un uso delle IR per minimizzare il rischio degli investitori e fidelizzarli, attraverso un'informazione sempre tempestiva ed affidabile che espliciti i rischi operazionali e finanziari che caratterizzano l'impresa su cui stanno investendo (Kennedy e Wilson, 1980; Laskin, 2009), le startup invece, da quanto visto nei case history, hanno l'obiettivo di far conoscere ogni dettaglio dell'impresa sia a livello organizzativo (modello di business, caratteristiche servizio/prodotto, mercato di riferimento, ecc.) che da un punto di vista delle prospettive di crescita stimate (intesa come scalabilità). Quindi se da un lato si parla di grandi imprese con prospettive di crescita presenti, ma contenute in determinati livelli (meno di 10x), che hanno come primario obiettivo l'aumento del grado di fiducia degli investitori (un numero più o meno ampio con caratteristiche assai differenti), dall'altro per le startup le prospettive di crescita sono assai ampie (almeno 10x o superiore) e sono uno degli strumenti destinati ad attrarre degli investitori specializzati, congiuntamente alle presentazioni mirate (spesso tramite pitch) che tendono ad evidenziare l'innovatività e la bontà che caratterizza la business idea.

Un'altra fattispecie che risulta essere differente tra le grandi imprese e le startup riguarda chi cura le relazioni con gli investitori. Se nel primo caso c'è un manager dedicato (IRM), coadiuvato da un team di esperti con delle competenze di *corporate communication*, che si organizzano all'interno di un dipartimento a loro dedicato o all'interno della funzione finanza o del *communication department* (Laskin, 2009) per comunicare con stakeholder differenti; nelle startup presentate non esiste, ovviamente, un dipartimento dedicato solamente a questa funzione (non c'è la separazione proprio in dipartimenti) ma normalmente c'è uno dei *founder* che presenta la startup (il *pitcher*) e che gestisce le relazioni con gli investitori, ed esso molto spesso è anche il CEO o il CFO della startup (a conferma di quanto detto nel 2.2.3). Spesso chi gestisce queste relazioni, da quanto visto nel Capitolo 3, è colui che ha avuto la business idea e solitamente ha una preparazione di tipo economico con specializzazione in Finanza o in Management.

La tipologia di comunicazione usata dalle startup presentate, risulta essere la stessa degli IRM, ossia la "*two way symmetrical*", in quanto si è rilevato che anche le nuove imprese personalizzano le informazioni in base a chi si trovano di fronte. L'utilizzo di questo modello è più semplice per le startup rispetto alle *big-co*, in quanto l'IRM si interfaccia sia con gli investitori che con gli azionisti e spesso deve fare da "cerniera"

tra le loro diverse necessità e obiettivi; mentre nelle startup chi svolge la funzione dell'IRM è anche un azionista e quindi sa meglio interpretare le volontà e gli obiettivi di questi avendo come unica controparte gli investitori. Sembra così che il limite evidenziato da Geddes (2011), ossia la scarsa capacità delle startup di personalizzare le informazioni in base all'investitore, venga meno.

Relativamente alle attività che vengono svolte da una startup per acquisire l'interesse degli investitori, si possono riscontrare una serie di somiglianze con quelle attuate dagli IRM. Infatti anche le startup, come le grandi imprese, tendono ad avere un atteggiamento che enfatizza i prospetti futuri e i progetti di lungo periodo, inoltre esse pongono particolare attenzione nella descrizione di come il modello di business dell'impresa funzioni e delle caratteristiche del suo mercato di riferimento, infine l'atteggiamento risulta essere sempre di tipo proattivo piuttosto che reattivo nell'attirare l'attenzione degli investitori. Le attività in senso stretto, come si è visto nel Capitolo 3, svolte da parte delle startup risultano essere delle presentazioni, come vengono fatte per gli IRM, ma si differenziano da essi in quanto non svolgono dei *roadshow*, basandosi invece maggiormente sulla partecipazione ad eventi e competizioni per acquisire finanziamenti o opportunità, come ad esempio per entrare in programmi di accelerazione. Un'altra attività che, invece, può essere assimilata per i due casi è data dalla ricerca nel mercato di capitali. Infatti se le *big-co* svolgono questa attività per comprendere i trend dello stesso e ricercare particolari investitori, sembra che anche una parte delle startup faccia la stessa cosa attraverso la strategia dello "*smart money*". Invece, a causa del pubblico più ristretto le startup non organizzano conferenze stampa per spiegare le variazioni del business e gli eventi futuri.

Anche l'utilizzo dei social media sembra molto sfruttato da parte delle startup oggetto di studio, che così hanno modo di sviluppare contatti con tutti i loro stakeholder; attraverso questi mezzi informano maggiormente e più direttamente sulle attività svolte e su come la startup si stia sviluppando, alimentando quel fattore "intangibile", citato da Lev (2004, vedi 2.2.2), che oggi sembra essere sempre più apprezzato dagli stakeholder. Per quanto riguarda le informazioni più tecniche e quantitative, come quelle economiche-finanziarie, dai casi studiati sembra esserci da parte delle startup una preferenza nell'usare piattaforme create *ad hoc* per far incontrare investitori e startup, oppure un contatto più diretto con gli investitori. Inoltre la relazione che le startup esaminate creano con gli investitori, successivamente ad un *deal* di investimento, è quasi sempre personale ed intensiva (le startup presentate nel Capitolo 3 confermano lo studio di Kollmann e Kuckertz, 2006, vedi 2.2.3), oltre che di lungo periodo. Durante la relazione vengono condivise qualsiasi informazione tecnica ed economica, che quindi comporta delle opportunità per lavorare insieme e prendere delle decisioni congiunte al fine di migliorare il futuro della startup. Questa modalità risulta essere molto diversa rispetto

ad una delle attività dell'IR, che invece ha lo scopo di fidelizzare i propri azionisti per non farli "scappare" alle prime fluttuazioni del prezzo del titolo in Borsa (Thompson, 2013). A ciò si aggiunge anche l'importanza fondamentale del sito istituzionale della startup, che risulta essere spesso l'interfaccia principale per l'attività svolta dalla startup, questo sito in alcuni casi si trova ancora in modalità beta o di prova e come per le grandi imprese si basa sulla qualità dei 7 fattori che già presentati (vedi 2.2.3), ossia: la *strategy*, la *structure*, il *systems*, lo *style*, lo *staff*, le *skills*, gli *shared values*.

Infine la stampa è approcciata in maniera differente, infatti se l'IRM ha un contatto diretto con i giornalisti, per poter rendere noti i piani futuri dell'impresa sia a livello economico, che strategico, in quanto l'interesse è rivolto ad un ampissimo numero di stakeholder, le startup sono invece alla ricerca di attenzione mediatica poiché i giornalisti sono dei *gatekeeper* che servono alle nuove imprese per aumentare la loro *awareness* sul mercato sia dei loro servizi/prodotti che dei capitali.

Per concludere questo confronto si inserisce una tabella riassuntiva (Tabella 4.3) di quanto presentato fino a qui, nella quale vengono presentate tutte le differenze e le somiglianze a livello comunicativo tra *big-co* (con a disposizione un IRM) e le startup.

	<i>Big-Co</i>	Startup
Obiettivo	Minimizzare il rischio	No
	Fidelizzare gli azionisti	No
Chi se ne occupa	IRM	No-CEO
	Dipartimento specifico o connesso	No
Tipologia comunicazione	<i>Two way symmetrical</i>	Sì
Cosa viene comunicato	Spiegazione business e mercato	Sì
	Enfatizzazione prospettive future	Sì
	Strategia di LP	Sì
	Spiegazione sviluppi recenti	No
	No aspettative troppo elevate	No
	Affrontare situazione negative	No
	Relazione con il top management	No
	Proattivo	Sì
Attività effettive	<i>Roadshow</i>	No
	Presentazioni	Sì
	Conferenze stampa	No
	Ricerche di mercato	Sì
	Aggiornamento top management	No
Social Media	Comunicazione economico-finanziaria	No
	Comunicazione “Intangibile”	Sì
Sito istituzionale	Attenzione ai sette fattori	Sì
Stampa	Attenzione diretta della stampa	No

Tabella 4.3: Tabella riassuntiva delle differenze comunicative tra una big-co (con un IRM) e una startup.

Si può tuttavia ragionevolmente ritenere che tali differenze si andranno a ridurre nel tempo in maniera più o meno veloce, portando così ad un'implementazione nella startup di tutti i vari fattori che al momento non sono attivati.

In conclusione di quanto detto sin qui è necessario fare un'ultima considerazione, ossia la comunicazione con i propri stakeholder è importante per una startup, da quanto si è detto e dimostrato nella C9, tuttavia essa costituisce solo un mezzo per divulgare tutti gli altri fattori indicati precedentemente e che gli investitori valutano per fare o meno un investimento su una startup. E' quindi necessario organizzarla e svilupparla in maniera ottimale, altrimenti si rischia di non fare sapere all'esterno le altre qualità dell'impresa

(se verranno considerate tali dagli investitori), mettendo perciò a rischio il futuro della startup stessa.

4.6.2 Il network: l'effetto di un incubatore nelle startup

Dall'analisi dei dati che si è effettuata nel paragrafo 4.6, si è potuto individuare che non solo la comunicazione verso l'esterno ha un valore rilevante per poter attrarre gli investitori, ma anche il network è un fattore che risulta incidere significativamente nella relazione crescente tra gli investimenti attratti dalle startup e l'Indice Globale di Qualità per il tempo di attività della stessa (confermando la C7).

Questo fattore, come si è visto, è composto da due sub-fattori, ossia la rete di connessione che la startup dispone per mezzo del contesto ambientale in cui opera e quella sviluppata attraverso le connessioni del team. Queste due reti non si limitano vicendevolmente e quindi la qualità e l'ampiezza del network di una startup può aumentare la sua dimensione grazie ad entrambe i due sub-fattori. Perciò nell'analisi dei dati sovraesposta, come valutazione del valore finale del network è stato preso in considerazione il valore massimo, in quanto la media aritmetica avrebbe invece limitato il suo valore. Ed inoltre come si vedrà un sub-fattore può incidere sull'altro in maniera positiva.

Relativamente al primo sub-fattore (connessione con il contesto), dall'osservazione diretta che si è effettuata, tutte le startup (Wallet Saver, Le Cicogne, Qurami) che si trovano all'interno dell'incubatore LUISS ENLABS (da startup incubate o da semplici affittuari di desk) hanno avuto la possibilità di sviluppare la propria rete di contatti attraverso una serie di attività che l'incubatore in questione mette a disposizione come: discutere con altre startup che si trovano in mercati differenti, presentare la propria idea ad importanti personalità con le quali non sarebbe stato altrimenti possibile entrare in contatto, partecipare a particolari eventi e *contest* e avere una maggiore attenzione della stampa. Questa situazione ha determinato una valutazione maggiore (vedi Tabella 4.1) per le startup citate rispetto alla startup (Veracious) che non si trova all'interno del suddetto incubatore. Si può quindi ritenere che startup che si trovino all'interno di strutture simili a quella di LUISS ENLABS, ossia appartenenti alla categoria Networked BI, abbiano valori maggiori per tale fattore rispetto a tutte quelle altre startup che non si trovino in tale condizione. Si nota, per di più, che alcune delle attività implementate dagli incubatori a favore delle startup, come la partecipazione a *contest* ed eventi e la maggiore attenzione della stampa, appartengano al fattore "comunicazione all'esterno" e abbiano valori superiori rispetto alle startup che non sono all'interno di questi incubatori, potendo quindi presupporre un maggior valore aggiunto creato da

questi. Inoltre LUISS ENLABS permette anche di far lavorare ogni startup all'interno della sua struttura con un mentor che oltre a dare dei consigli tecnici, in base alla sua formazione e carriera professionale, permette di incrementare ancora maggiormente il network della startup.

Analizzando invece il secondo sub-fattore, esso fa riferimento al network che mediante i componenti del team dei *founder* può essere attivato. L'ampiezza di esso è in funzione delle esperienze accademiche o lavorative o professionali che ogni fondatore di una startup ha maturato, attraverso le quali può essere nata la possibilità di conoscere delle personalità che sono state o potranno essere di supporto nello sviluppo della startup e che gli concederanno delle occasioni a tal fine. Come si vede dalle valutazioni date alle startup, Veracious l'unica non all'interno dell'incubatore LUISS ENLABS ha comunque l'opportunità, grazie ai suoi *founder*, di sfruttare un network ampissimo e proprio questa opportunità forse è stato uno dei motivi principali per cui hanno deciso di non seguire i feedback ricevuti proprio da questo incubatore rimanendo così coerenti con la loro struttura del team e modello di business.

Si può tuttavia riconoscere che spesso il network connesso a queste due diverse fattispecie, nel lungo periodo, non è facilmente differenziabile in maniera netta, in quanto le conoscenze e le opportunità di *partnership* o l'interesse della stampa che nasce dalla veicolazione dell'incubatore potrebbero diventare patrimonio dei *founder*. Questo accadrà solamente se la startup risulta essere di successo e brava a gestire le sue relazioni. In altre parole, risulta necessario per le startup, una volta entrati nel network di un incubatore (LUISS ENLABS, in questo caso), gestire le relazioni nel modo migliore al fine di far rientrare questo network collegato al contesto collegato alla startup per poterlo usare in maniera più ampia e per poterlo successivamente allargare. In tale modo la startup riuscirebbe ad acquisire un valore aggiunto importante che può sfruttare come meglio preferisce e creare inoltre un vantaggio competitivo rispetto a tutte le altre imprese che non hanno avuto l'opportunità di usufruire del network connesso all'incubatore. Relativamente alle startup studiate che si trovano nella struttura dell'incubatore LUISS ENLABS, ancora nessuna di esse è uscita dall'acceleratore nonostante si trovino da periodi di tempo differenti in esso, quindi attualmente non è possibile differenziare in maniera netta quanto il network sia connesso alla startup o all'incubatore. Si può, invece, affermare che l'altra startup (Veracious) può contare su un network completamente o quasi *own-made* ragione per la quale ha un valore superiore del fattore connesso al team, rispetto alle altre startup presentate.

Si può quindi concludere che il network risulta essere di primaria importanza per una startup a prescindere da come esso sia stato creato, in un primo momento, per poterne acquisire i suoi vantaggi. Mentre successivamente è necessario fare in modo che il

network sia connesso solamente ai *founder* della startup in modo tale da poterlo sfruttare direttamente e verso le “direzioni” migliori che il percorso evolutivo della startup richiede.

Conclusione

Questa tesi, articolata in una sezione di revisione di letteratura ed in una sezione sperimentale ha come oggetto il fenomeno delle startup ed intende fornire un contributo sull'analisi degli elementi o fattori che sono più rilevanti nell'attrarre l'attenzione di un investitore.

Lo studio deriva dalla necessità che le startup hanno di acquisire risorse finanziarie fondamentali per il loro sviluppo futuro. E' stato ritenuto pertanto opportuno cercare di individuare quegli elementi che incidono sulla evoluzione della startup e che risultano più importanti di altri per un investitore. Tale attività è stata sviluppata individuando, in accordo alla letteratura economico-scientifica esaminata, una serie di fattori che caratterizzano la startup. Sono state formulate delle considerazioni che riguardano l'esistenza di una relazione tra questi elementi e la possibilità della startup di acquisire finanziamenti. Successivamente, attraverso lo studio di alcuni case history, si è cercato di confermare o non la correttezza delle considerazioni formulate. Tale operazione è stata sviluppata attraverso una valutazione di tali fattori (vedi Allegato 2). Le considerazioni riguardano il ruolo del tempo (mesi di attività della startup), e di un insieme di elementi relativi alla qualità percepita della proposta della startup. Essi sono identificabili con il team dei *founder*, con le caratteristiche del servizio/prodotto, con il modello di business, con il settore di riferimento, con il network nonché la comunicazione verso l'esterno.

I dati derivati dallo studio dei case history confermano la *CI*, cioè che il fenomeno delle startup deve essere esaminato alla luce del fattore tempo. In particolare, l'entità degli investimenti ricevuti è funzione crescente del tempo. Solo tenendo conto di questo fattore appare possibile confrontare i case history relativi a startup che si trovano in diversi momenti della loro evoluzione e tentare di valutare correttamente il potenziale connesso alla caratteristiche di qualità che globalmente caratterizzano la singola startup.

In tale ottica, è stata confermata anche la *C9*, cioè che una maggiore possibilità di ricevere degli investimenti è connessa con valori più elevati del prodotto aritmetico tra i mesi di attività dell'impresa e la qualità complessiva della proposta della startup (data dalla media di tutte le valutazioni effettuate), cumulando in un unico indice globale che media gli effetti dei singoli fattori.

Lo studio è stato proseguito con l'analisi dei dati raccolti su casi empirici. Questi dati, anche se penalizzati da alcuni limiti strutturali (vedi *infra*), permettono di confermare le considerazioni formulate, qui di seguito riportate.

- C2, la dimensione della platea dei potenziali utenti della startup aumenta l'interesse degli investitori verso di essa;
- C3, le caratteristiche del team dei *founder* (eterogeneità, buon background lavorativo e accademico con un ampio *commitment* sulla startup) condizionano l'interesse degli investitori nei confronti della startup;
- C4, il carattere innovativo del servizio/prodotto offerto dalla startup, la completezza dello stesso e lo sviluppo di servizi/prodotti complementari, favoriscono la possibilità di acquisire l'interesse degli investitori.
- C5, il modello di business che prevede una elevata scalabilità, uno scarso rischio e una buona coerenza del prodotto/servizio offerto con il mercato, una dimensione elevata del settore in cui concorre la startup, con pochi competitor aumenta le possibilità di acquisire l'interesse degli investitori;
- C6, un settore di riferimento della startup, caratterizzato da un ampio mercato crescente e una scarsa presenza di competitor, favorisce un maggiore interesse da parte degli investitori nella startup;
- C7, il network di cui dispone la startup ha un forte impatto nella possibilità di acquisire un investimento;
- C8, la comunicazione verso l'esterno di alta qualità (attraverso il sito istituzionale, social media, pitch e curando le relazioni con gli investitori e con la stampa e partecipando ad eventi per startup) risulta dare maggiori possibilità di ricevere un investimento.

Confermate le considerazioni formulate, è stato effettuato un confronto fra i dati corrispondenti ai singoli fattori. In particolare, sono stati analizzati quali elementi in maniera relativa polarizzano maggiore attenzione. Per svolgere quest'analisi comparativa, è stato preso come valore di riferimento il coefficiente lineare che caratterizza la correlazione tra il prodotto dei due macro elementi (tempo e qualità) con gli investimenti ricevuti (derivante dalla verifica effettuata di C9). Se il valore della correlazione tra la valutazione del singolo elemento per il tempo e gli investimenti ricevuti è maggiore del valore di correlazione che caratterizza C9, quell'elemento attrae in misura maggiore l'attenzione degli investitori. Se il valore della correlazione è inferiore a quello che contraddistingue C9, quell'elemento attrae in misura inferiore l'interesse degli investitori.

Nel dettaglio, i fattori con maggiore importanza relativa emersi da questo elaborato, sono: 1) la comunicazione verso l'esterno, 2) le caratteristiche del servizio/prodotto offerto dalla startup, 3) il network a disposizione dell'impresa, 4) il team dei *founder*, 5) il problema che la startup riesce a risolvere attraverso il suo prodotto/servizio, 6) il modello di business, 7) il settore di riferimento della startup.

Tale risultato fornisce la risposta al quesito iniziale determinando un ordine di priorità dei fattori della startup che incidono sulla possibilità di acquisire gli investimenti.

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

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

Di seguito, visti i risultati ottenuti in questo studio pilota, si può sviluppare un'analisi comparata di alcuni fattori.

La comunicazione verso l'esterno, intesa verso gli stakeholder della startup, è risultato il fattore di maggiore importanza relativa per attrarre gli investitori. Infatti, tanto più la comunicazione risulta avere una qualità elevata tanto più risulta possibile acquisire degli investimenti, a parità di mesi di vita delle startup. Data tale rilevanza, si è ritenuto opportuno comparare le attività svolte dalle Investor Relation nelle grandi imprese e trovare i punti in comune e le differenze con le attività comunicative delle startup. Questo metodo consente di individuare quali sono quelle azioni che devono essere messe in essere già nella fase iniziale di un'impresa e quelle che invece possono essere sviluppate in un momento successivo. In particolare, si è rilevato che non esiste una posizione strutturalmente definita nelle startup che svolge la funzione di comunicazione verso l'esterno (invece nelle *big-co.* l'IRM svolge questa funzione). Essa viene svolta dall'ideatore della startup o comunque da uno dei suoi *founder*, il quale sviluppa la comunicazione con un modello simile a quello delle Investor Relation cioè il *two way symmetrical*. Il responsabile della comunicazione della startup enfatizza le prospettive future e le strategie di lungo periodo, utilizzando soprattutto mezzi come social media e il sito istituzionale dell'impresa, sviluppando in particolar modo anche la comunicazione "intangibile", similmente a quanto realizza l'IRM.

E' stato osservato anche che il network ha un'importanza superiore alla media nell'attrarre gli investitori posizionandosi ad un terzo livello per importanza (dopo la comunicazione e le caratteristiche del prodotto/servizio). Successivamente è stato

valutato come tale rete di conoscenze può essere generata e come deve essere gestita nel medio periodo per favorire l'acquisizione degli investimenti da parte delle startup. In maniera più specifica, nella fase iniziale della vita di una startup non risulta importante come essa si crei il suo network, se questo è dovuto al particolare contesto in cui essa si trova (come un incubatore) o se è determinato dalle conoscenze dei *founder* della startup. In un'ottica di medio periodo, sembra fondamentale che il network sia connesso ai fondatori della startup e non solo al contesto a causa della sua variabilità e dell'ampia dinamicità che caratterizza questo ambiente.

In conclusione, all'interno di un fenomeno assai complesso, in cui sono disponibili molti contributi teorici, è stata delineata, anche se con alcuni limiti, una possibile valutazione analitica delle caratteristiche delle startup che portano ad un riconoscimento positivo da parte degli investitori. Tale valutazione è stata completata con il riscontro ottenuto su casi reali. Detti fattori, filtrati attraverso il fattore tempo, sono rappresentati dalla comunicazione verso l'esterno, le caratteristiche del prodotto/servizio ed il network. Il risultato, derivante da questo studio pilota, può rappresentare pertanto un elemento d'interesse per i futuri *startupper* che hanno intenzione di sviluppare una propria impresa secondo un'ottica che considera il punto di vista degli investitori.

Bibliografia

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

AIFI, "L'attività di incubazione: una mappatura del mercato italiano", Milano, available online, 2000.

AIFI. "Guida Pratica al Capitale di Rischio." Stampato, 2014.

AIFI. "L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence." Stampato, 2012.

Baum, Joel AC, Tony Calabrese, and Brian S. Silverman. "Don't go it alone: Alliance network composition and startups' performance in Canadian biotechnology." *Strategic management journal* 21.3 (2000): 267-294.

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

Bentivogli, Chiara, et al. "Private equity and venture capital in Italy." *Bank of Italy Occasional Paper* 41 (2009).

Birley, Sue, and Paul Westhead. "A taxonomy of business start-up reasons and their impact on firm growth and size." *Journal of Business Venturing* 9.1 (1994): 7-31.

Bollen, Laury, Harold Hassink, and Gordana Bozic. "Measuring and explaining the quality of Internet investor relations activities: a multinational empirical analysis." *International Journal of Accounting Information Systems* 7.4 (2006): 273-298.

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

Bushee, Brian J., and Gregory S. Miller. "Investor relations, firm visibility, and investor following." *Unpublished working paper. University of Pennsylvania* (2007).

Bygrave, William D., and Jeffrey A. Timmons. *Venture capital at the crossroads*. Harvard Business Press, 1992.

Carter, Nancy M., et al. "The career reasons of nascent entrepreneurs." *Journal of Business Venturing* 18.1 (2003): 13-39.

Cassar, Gavin. "The financing of business start-ups." *Journal of business venturing* 19.2 (2004): 261-283.

- Chwolka, Anne, and Matthias G. Raith. "The value of business planning before startup-A decision-theoretical perspective". *Journal of Business Venturing* 27.3 (2012): 385-399.
- Clark, Colin. "The impact of entrepreneurs' oral 'pitch' presentation skills on business angels' initial screening investment decisions." *Venture Capital* 10.3 (2008): 257-279.
- Clarysse, Bart, and Nathalie Moray. "A process study of entrepreneurial team formation: the case of a research-based spin-off." *Journal of Business Venturing* 19.1 (2004): 55-79.
- Coase, Ronald H. "The nature of the firm." *economica* 4.16 (1937): 386-405.
- Conti, Annamaria, Marie Thursby, and Frank T. Rothaermel. "Show Me the Right Stuff: Signals for High-Tech Startups." *Journal of Economics & Management Strategy* 22.2 (2013): 341-364.
- Cooper, Robert G., and Elko J. Kleinschmidt. "New products: what separates winners from losers?." *Journal of product innovation management* 4.3 (1987): 169-184.
- Coppola, Augusto. "Workshop: understanding investors" presso i-lab, LUISS (2014).
- Cumming, Douglas, and Sofia b.A. Johan. "Preplanned exit strategies in venture capital." *European Economic Review* 52.7 (2008): 1209-1241.
- Cusumano, Michael A. "Evaluating a startup venture." *Communications of the ACM* 56.10 (2013): 26-29.
- Ding, Zhujun, Sunny Li Sun, and Kevin Au. "Angel investors' selection criteria: A comparative institutional perspective." *Asia Pacific Journal of Management*(2014): 1-27.
- Dooner, M. and D. McAlister (2013), "Investor Relations and Communications: An Overview of Leading Practices in the OECD Area", *OECD Working Papers on Sovereign Borrowing and Public Debt Management*, No. 6, OECD Publishing.
- Dubini, Paola. 1988. "The influence of motivations and environment on business startups: Some hints for public policies." *Journal of Business Venturing* 4 (1998): 11-26.
- Fairchild, Richard. "An entrepreneur's choice of venture capitalist or angel-financing: A behavioral game-theoretic approach." *Journal of Business Venturing* 26.3 (2011): 359-374.

- Farragher, Edward J., Robert Kleiman, and Mohammed S. Bazaz. "Do investor relations make a difference?." *The Quarterly Review of Economics and Finance* 34.4 (1995): 403-412.
- Favaro, Paul. "Beyond bean counting:: the CFO's expanding role." *Strategy & Leadership* 29.5 (2001): 4-8.
- Feeney, Lisa, George H. Haines Jr, and Allan L. Riding. "Private investors' investment criteria: insights from qualitative data." *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance* 1.2 (1999): 121-145.
- Ferrara, Massimiliano, Mavilla Roberto. "Le politiche per l'innovazione – Un analisi comparata del fenomeno delle Start-up." *Dossier in www.polics.it*. (2013).
- Freear, John, Jeffrey E. Sohl, and William Wetzel. "Angles on angels: Financing technology-based ventures-a historical perspective." *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 4.4 (2002): 275-287.
- Geddes, Victoria. "Investor relations --- compliance versus communications." *Keeping Good Companies* (2011): 646-652.
- Ghini, Alfonso. "Private equity e Venture capital Considerazioni di attualità." *Economia Aziendale Online* 4 (2012): 73-81.
- Gillies, James, and Charles N. Dennis. "An investigation into the effects of independent investor relations firms on common stock prices." *The Journal of Finance* 28.2 (1973): 373-380.
- Goldberg, Robert T., "An introduction to startup financing and a new approach to attracting capital resources." *White paper, startup factory*. (2012).
- Gompers, Paul A. "Corporations and the financing of innovation: the corporate venturing experience." *Economic Review-Federal Reserve Bank of Atlanta* 87.4 (2002): 1-18.
- Grunig, James E., and Larissa A. Grunig. "Models of public relations and communication." *Excellence in public relations and communication management* (1992): 285-325.
- Hall, John, and Charles W. Hofer. "Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation." *Journal of Business Venturing* 8.1 (1993): 25-42.
- Hansen, Morten T., et al. "Networked incubators." *Harvard business review* 78.5 (2000): 74-84.

- Harris, Milton, and Artur Raviv. "The theory of capital structure." *the Journal of Finance* 46.1 (1991): 297-355.
- Hofstede, Geert. "Culture and organizations." *International Studies of Management & Organization* (1980): 15-41.
- Iacono, Erica. "Salary survey 2006: A rising tide in the job pool." *PRWeek*, (2006): 16–22.
- Kanniainen, Vesa, and Christian Keuschnigg. "Start-up investment with scarce venture capital support." *Journal of Banking & Finance* 28.8 (2004): 1935-1959.
- Kelly, Kathleen S., Alexander V. Laskin, and Gregory A. Rosenstein. "Investor relations: two-way symmetrical practice." *Journal of Public Relations Research* 22.2 (2010): 182-208.
- Kelly, Peter, Hay, Michael. "Business angel contracts: the influence of context.", *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* (2003), 5:4.
- Kennedy, Robert E., and Mollie H. Wilson. "Are Investor Relations Programs Giving Analysts What They Need?." *Financial Analysts Journal* (1980): 63-69.
- Kleinschmidt, Elko J., and Robert G. Cooper. "The impact of product innovativeness on performance." *Journal of product innovation management* 8.4 (1991): 240-251.
- Kollmann, Tobias, and Andreas Kuckertz. "Investor relations for start-ups: an analysis of venture capital investors' communicative needs." *International Journal of Technology Management* 34.1 (2006): 47-62.
- Landström, Hans. "Informal investors as entrepreneurs." *Technovation* 18.5 (1998): 321-333.
- Laskin, Alexander V. "A Descriptive Account of the Investor Relations Profession A National Study." *Journal of Business Communication* 46.2 (2009): 208-233.
- Laskin, Alexander V. "How investor relations contributes to the corporate bottom line." *Journal of Public Relations Research* 23.3 (2011): 302-324.
- Lazzeri, Francesca "Il ruolo degli incubatori d'impresa." *Centro Tocqueville-Acton. Quaderno di Teoria* n.16 (2010): 1-23.
- Leonard, Dorothy, and Walter Swap. "Gurus in the garage." *Harvard Business Review* 78.6 (2000): 71-82.

- Lev, Baruch. "Sharpening the intangibles edge." *Harvard business review*(2004): 109-118.
- Li, Yong, and Joseph T. Mahoney. "When are venture capital projects initiated?." *Journal of Business Venturing* 26.2 (2011): 239-254.
- Livian, Michael. *Valutazioni.com*, EGEA Bloomberg, 2000. P. 12-26.
- Lumme, A., Mason, C., Suomi, M. "The returns from informal venture capital investments: an exploratory study." *Journal Entrepreneurial Small Bus Finance* 5 (1996): 139–158.
- Mac Chinsomboon, Oonnut. "Incubators in the new economy." Diss. Massachusetts Institute OF Technology, 2000.
- MacMillan, Ian C., Robin Siegel, and P. N. Narasimha. "Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals." *Journal of Business venturing* 1.1 (1986): 119-128.
- Maslow, Abraham Harold. "A theory of human motivation." *Psychological review*50.4 (1943): 370-396.
- Mason, Colin M., and Richard T. Harrison. "Business angel networks and the development of the informal venture capital market in the UK: Is there still a role for the public sector." *Small Business Economics* 9.2 (1997): 111-123.
- Mason, Colin M., and Richard T. Harrison. "Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments." *Journal of Business Venturing* 17.3 (2002): 211-236.
- Mason, Colin, and Matthew Stark. "What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels." *International Small Business Journal* 22.3 (2004): 227-248.
- Maxwell, Andrew L., Scott A. Jeffrey, and Moren Lévesque. "Business angel early stage decision making." *Journal of Business Venturing* 26.2 (2011): 212-225.
- McClelland, David C. *Achieving society*. Simon and Schuster, 1967.
- Ministero dello Sviluppo Economico. "Restart, Italia." Stampato, 2012.
- Ministero dello Sviluppo economico. "Scheda di sintesi della normativa a sostegno delle startup innovative" Stampato, 2014.

Minow, N. "Year of the corporate meltdown." *CBSMarketWatch.com*. (2002, 21 Maggio).

Morgan, Thomas; Lewis & Roca. "Raising Capital – What you don't know could hurt you." *The National Law Review LLP* (March 6, 2013). Retrieved March 17, 2013.

Morgenson, Gretchen. "Information sooner, yes, but make it better, too." *The New York Times* 5 (2002).

Morrill, D. C. "Origins of NIRI." Retrieved October 15 (1995): 2004.

Moskowitz, Tobias J., and Annette Vissing-Jorgensen. *The returns to entrepreneurial investment: A private equity premium puzzle?*. No. w8876. National Bureau of Economic Research, 2002.

Muzyka, Dan, Sue Birley, and Benoit Leleux. "Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists." *Journal of Business Venturing* 11.4 (1996): 273-287.

Myers, S.C. e Majluf, N.S. "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have." *Journal of Financial Economics* (1984) 13 (2), 187–221.

Paik, Yongwook, and Heejin Woo. "Economic Downturn and Financing Innovative Startup Companies." *Managerial and Decision Economics* 35.2 (2014): 114-128.

Parhankangas, Annaleena, and Michael Ehrlich. "How entrepreneurs seduce business angels: An impression management approach." *Journal of Business Venturing* (2013).

Pastore, Alberto, and Maria Vernuccio. *Impresa e comunicazione. Principi e strumenti per il management*. Apogeo Editore, 2008.

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

Peter Kelly and Michael Hay. "Business angel contracts: the influence of context." *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 5:4,(2003) 287-312.

Peters, Lois, Mark Rice, and Malavika Sundararajan. "The role of incubators in the entrepreneurial process." *The Journal of Technology Transfer* 29.1 (2004): 83-91.

Prowse, Stephen. "Angel investors and the market for angel investments." *Journal of Banking & Finance* 22.6 (1998): 785-792.

Regalli, Massimo, Maria-Gaia Soana, and Giulio Tagliavini. "I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari." *Etica e Finanza* (2005): 177-200.

Robert T. Goldberg. "An Introduction to Startup Financing and a New Approach to Attracting Capital Resources." *Startup Factory*. 2012.

Roure, Juan B., and Modesto A. Maidique. "Linking prefunding factors and high-technology venture success: An exploratory study." *Journal of Business Venturing* 1.3 (1986): 295-306.

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

San José, Amparo, Juan Roure, and Rudy Aernoudt. "Business angel academies: unleashing the potential for business angel investment." *Venture capital* 7.2 (2005): 149-165.

Shepherd, Dean A., Andrew Zacharakis, and Robert A. Baron. "VCs' decision processes: Evidence suggesting more experience may not always be better." *Journal of Business Venturing* 18.3 (2003): 381-401.

Shepherd, Dean A., Richard Ettenson, and Andrew Crouch. "New venture strategy and profitability: a venture capitalist's assessment." *Journal of Business Venturing* 15.5 (2000): 449-467.

Silver, D. "The IR-PR nexus." *The new investor relations: Experts perspective on the state of the art* (2004): 59-88.

Simon, Herbert A. "A behavioural model of rational choice." *The quarterly journal of economics* 69.1 (1955): 99-118.

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

Teten, David, et al. "The Lower-Risk Startup: How Venture Capitalists Increase the Odds of Startup Success." *The Journal of Private Equity* 16.2 (2013): 7-19.

Thompson, Louis M. JR. "NIRI ten points program to help restore investor confidence." *NIRI's Executive Alert*. (2002, 9 Aprile).

- Thompson, Louis M. JR. "The state of Investor Relations." *Boards & Shareholders. Compliance Week* (May 2013): 56-57.
- Titman, Sheridan, and Roberto Wessels. "The determinants of capital structure choice." *The Journal of finance* 43.1 (1988): 1-19.
- Tyebjee, Tyzoon T., and Albert V. Bruno. "A model of venture capitalist investment activity." *Management science* 30.9 (1984): 1051-1066.
- UNIDO (United Nations Industrial Development Organization), *Practical guidelines for business incubation system*, UNIDO Manual, 1999.
- Van Osnabrugge, Mark. "A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis." *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2:2, (2000): 91-109.
- Van Osnabrugge, Mark. "Comparison of business angels and venture capitalists: financiers of entrepreneurial firms." *Venture Capital Report*, Oxford. (1998).
- Vanaelst, Iris, et al. "Entrepreneurial team development in academic spinouts: An examination of team heterogeneity." *Entrepreneurship Theory and Practice* 30.2 (2006): 249-271.
- Wiggins, Joel, and David V. Gibson. "Overview of US incubators and the case of the Austin Technology Incubator." *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management* 3.1 (2003): 56-66.
- Williamson O. E., "Transaction Costs Economics and Organization Theory." *Industrial and Corporate Change*, 2:2, (1993): 107-156.
- Wong, Andrew. "Angel Finance: The Other Venture Capital". *University of Chicago. Working Paper*. (2002).
- Wright, M. and Robbie K. "Venture capital and private equity: a review and synthesis." *Journal of Business Finance & Accounting* 25.5-6 (1998): 521-570.
- Yates, JoAnne. *Control through communication: The rise of system in American management*. Vol. 6. JHU Press, 1989.
- Zacharakis, Andrew L., and G. Dale Meyer. "A lack of insight: do venture capitalists really understand their own decision process?." *Journal of business venturing* 13.1 (1998): 57-76.

Sitografia

foto.ilsole24ore.com/SoleOnLine5/Notizie/Italia/2014/cf-febbraio-2014/cf-febbraio-2014_fotogallery.php

www.algoritma.it/blog/one-page-sites-vantaggi-e-svantaggi/#.U87UOP15MjM

www.aifi.it/statistiche/home.html

www.borsaitaliana.it

www.cambridgesciencepark.co.uk

www.CBSMarketWatch.com

www.ft.com

www.hbr.com

www.huffingtonpost.it

www.ilab.luiss.it

www.inderscience.com

www.infocamere.it

www.innovactionlab.org

www.internetdays.it

www.irtop.com

www.italiastartup.it

www.journals.elsevier.com/journal-of-business-venturing

www.journals.elsevier.com/journal-of-financial-economics

www.lecicogne.net

www.linkedin.com

www.luissenlabs.com

www.niri.org

www.parcoscientifico.eu

www.paulgraham.com

www.plus.google.com

www.polics.it

www.pwc.com

www.qurami.com

www.siamosoci.com

www.silviogulizia.com

www.startup.registroimprese.it

www.sviluppoeconomico.gov.it

www.unicreditgroup.eu/startlab/it.html

www.unido.org

veracious.azurewebsites.net

www.walletsaver.com

www.windbusinessfactor.it

www.webhouseit.com/showcase-siti-pagina-singola

www.workingcapital.telecomitalia.it

Allegato 1

***1. Nome Startup:**

***2. Com'era composto il tuo team, con cui hai creato la startup? (Indicare il numero di componenti e la loro area di specializzazione)**

***3. Qual'era l'età media dei founders al momento del pitch?**

- 18-25
 26-35
 36-45
 >45

***4. Di quanti anni si componeva la tua esperienza lavorativa prima del pitch?**

- 0
 1-3
 4-6
 >6

***5. Quanto tempo hai impiegato per proporre la tua startup attraverso un pitch? (Indicare il numero di mesi o anni)**

***6. Potresti inserire il tuo pitch? (Introduci un qualsiasi supporto che possa far comprendere i contenuti della tua presentazione; se non puoi allegare qui il pitch, ti prego di inviarmelo allegato all'email che hai ricevuto)**

***7. A quale tipologia di investitore hai indirizzato il pitch di presentazione della tua startup?**

- Incubatore
 Business Angel
 Fondo di Venture Capital
 Business Company

***8. Avevi già provato a creare altre startup? (Si intende prima della vostra collaborazione con Luiss-ILab)**

- Sì
 No

***9. Sei riuscito a raggiungere l'interesse di un investitore o di un incubatore?**

- Sì
 No

***10. Quale somma di denaro sei riuscito ad ottenere dall'investitore o dall'incubatore?**

Allegato 2

Specifica valutazioni di ogni fattore e sub-fattore.

Problema che startup risolve: Voto 1, il problema che la startup intende risolvere è relativo a pochissimi soggetti racchiusi in poche zone geografiche e limitato a bisogni che esistono solamente per brevi periodi temporali;

Voto 2, la problematica da risolvere è limitata ad un numero ridotto di soggetti circoscritti in poche aree geografiche e per bisogni che si manifestano solamente per brevi periodi temporali;

Voto 3, la problematica da risolvere riguarda un numero ampio di soggetti e di aree geografiche ma limitato a bisogni che esistono solamente per brevi periodi temporali;

Voto 4, il problema che la startup risolve riguarda un numero molto ampio di soggetti non geograficamente circoscritto e la problematica in questione non è temporalmente limitata;

Voto 5, la problematica risolta dalla startup è relativa alla totalità dei soggetti senza limitazioni geografiche né temporali.

Team dei founder: valore medio dei sub-fattori.

Background accademico: Voto 1, assenza di laureati;

Voto 2, presenza soltanto di laureati triennali;

Voto 3, presenza di laureati magistrali senza esperienze accademiche all'estero;

Voto 4, presenza di laureati magistrali con esperienze accademiche all'estero;

Voto 5, presenza di almeno un *founder* con un Phd.

Background lavorativo: Voto 1, nessuna esperienza lavorativa da parte del team;

Voto 2, esperienza lavorativa breve al di fuori del mondo startup;

Voto 3, esperienza lavorativa medio-lunga nel mondo startup;

Voto 4, esperienza lavorativa lunga nelle startup unita ad altre esperienze al di fuori;

Voto 5, esperienza di successo in una o più precedenti startup.

Commitment: Voto 1, impegno lavorativo diretto nella startup inferiore a una volta al mese, svolto insieme ad altre attività lavorative o universitarie;

Voto 2, impegno lavorativo diretto nella startup inferiore a una volta alla settimana, svolto insieme ad altre attività lavorative o universitarie;

Voto 3, impegno lavorativo diretto nella startup inferiore a una volta al giorno, svolto insieme ad altre attività lavorative o universitarie;

Voto 4, impegno lavorativo diretta nella startup giornaliero, svolto insieme ad altre attività lavorative o universitarie;

Voto 5, impegno lavorativo diretto, esclusivo e giornaliero nella startup.

Eterogeneità: Voto 1, i membri del team hanno un'esperienza in solo un settore (background accademico e lavorativo), il team è composto da più di quattro membri;

Voto 2, i membri del team hanno esperienza in almeno 2 diversi settori (background accademici o lavorativi), il team è composto da più di quattro membri;

Voto 3, i membri del team hanno esperienza in almeno 2 diversi settori (background accademici o lavorativi), il team è composto da meno o almeno quattro membri;

Voto 4, membri del team hanno esperienza in più di 2 diversi settori (background accademici o lavorativi), il team è composto da più di quattro membri;

Voto 5, membri del team hanno esperienza in più di 2 diversi settori (background accademici o lavorativi) ed il team è composto da meno o almeno quattro membri.

Caratteristiche del servizio/prodotto: valore medio dei sub-fattori.

Completezza: Voto 1, progettazione del prodotto/servizio base;

Voto 2, disponibilità del solo prodotto/servizio base;

Voto 3, disponibilità del prodotto/servizio base e progettazione (quindi non ancora presente/i sul mercato) di uno o più prodotti/servizi complementari;

Voto 4, disponibilità del prodotto/servizio base e disponibilità di almeno un prodotto/servizio complementare;

Voto 5, disponibilità del prodotto/servizio base e disponibilità di più di un prodotto/servizio complementare.

Innovatività: Voto 1, il prodotto/servizio offerto dalla startup è completamente assimilabile ad un altro prodotto/servizio già presente nel mercato;

Voto 2, il prodotto/servizio offerto dalla startup è già presente sul mercato, ma esso viene offerto in maniera differente ed innovativa;

Voto 3, il prodotto/servizio offerto dalla startup è già presente sul mercato, ma esso viene offerto in maniera differente ed innovativa a un segmento di mercato mai esplorato precedentemente;

Voto 4, il prodotto/servizio offerto dalla startup è caratterizzato da un'alta innovatività, esso si rivolge ad un mercato nel quale vengono usati prodotti/servizi simili, ma semplici e non innovativi;

Voto 5, il prodotto/servizio offerto dalla startup è caratterizzato da un'alta innovatività, esso si rivolge ad un mercato completamente nuovo, nel quale non sono mai stati usati nessun tipo di prodotto/servizio simile a quello proposto.

Potenzialità: Voto 1, possibilità nulla di introdurre prodotti/servizi complementari;

Voto 2, possibilità scarse di introdurre prodotti/servizi complementari;

Voto 3, possibilità medie di introdurre prodotti/servizi complementari;

Voto 4, possibilità alte di introdurre prodotti/servizi complementari;

Voto 5, possibilità molto alte di introdurre ulteriori prodotti/servizi complementari.

Modello di business: valore medio dei sub-fattori

Potenziale di crescita: Voto 1, scarso non riconosciuto da nessun investitore;

Voto 2, minimo, la startup ha ricevuto poco supporto dagli investitori, anche relativamente al tempo di esistenza della startup;

Voto 3, buono, la startup ha ricevuto un supporto sufficiente dagli investitori per attivare le prime attività, anche relativamente al tempo di esistenza della startup;

Voto 4, molto buono, la startup ha ricevuto un supporto dagli investitori più che sufficiente per attivare le attività fondamentali per la startup, anche relativamente al tempo di esistenza della startup;

Voto 5, elevatissimo, la startup ha ricevuto un supporto dagli investitori ampissimo per attaccare fortemente il mercato, anche relativamente al tempo di esistenza della startup;

Estendibilità: Voto 1, nessuna possibilità di estendere il modello di business a mercati correlati;

Voto 2, scarse possibilità di estendere il modello di business a mercati correlati;

Voto 3, medie possibilità di estendere il modello di business a mercati correlati;

Voto 4, notevoli possibilità già pianificate di estendere il modello di business a mercati correlati;

Voto 5, modello di business già esteso a mercati correlati.

Riduzione rischiosità: Voto 1, modello di business con elevatissima rischiosità inerente l'attività svolta;

Voto 2, modello di business con un'ampia rischiosità inerente l'attività svolta;

Voto 3, modello di business con una media rischiosità inerente l'attività svolta;

Voto 4, modello di business con limitata rischiosità inerente l'attività svolta;

Voto 5, modello di business con scarsa rischiosità inerente l'attività svolta.

Coerenza con il mercato target: Voto 1, differenze molto ampie su più elementi tra il business model e le caratteristiche del mercato esistente in cui la startup si trova (conoscenza scarsa);

Voto 2, differenze limitate, ma su più elementi tra il business model e le caratteristiche del mercato esistente in cui la startup si trova (conoscenza scarsa);

Voto 3, esiste una coerenza di base tra il business model della startup e il mercato di riferimento nella maggior parte degli elementi, ma la startup ha una limitata conoscenza del mercato;

Voto 4, esiste un'ampia coerenza tra il business model della startup e il mercato di riferimento presente nella maggior parte degli elementi unitamente ad una buona conoscenza dello stesso da parte della startup;

Voto 5, esiste un'ampissima coerenza tra il business model e il mercato di riferimento presente nella maggior parte degli elementi unitamente ad un'ottima conoscenza dello stesso da parte della startup.

Settore di riferimento: valore medio dei sub-fattori.

Mercato: Voto 1, il mercato di riferimento della startup è in recessione ed è di piccole-medio-grandi dimensioni;

Voto 2, il mercato di riferimento della startup è stabile ed è di piccole-medie dimensioni;

Voto 3, il mercato di riferimento della startup è stabile e di medio-grandi dimensioni;

Voto 4, il mercato di riferimento della startup è in crescita e di piccole-medie dimensioni;

Voto 5, il mercato di riferimento della startup è in crescita e di medio-grandi dimensioni.

Competitor: Voto 1, mercato popolato da molti competitor di dimensioni grandi;

Voto 2, mercato popolato da molti competitor di dimensioni medio-grandi;

Voto 3, mercato popolato da pochi competitor di dimensioni grandi;

Voto 4, mercato popolato da pochi competitor di dimensioni medio-grandi;

Voto 5, mercato con pochi competitor non ancora operativi.

Propensione di risposta ai feedback: Voto 1, ascolto di ogni tipologia di feedback e modifica dell'assetto della startup in base a questi: assente.

Voto 2, ascolto di ogni tipologia di feedback e modifica dell'assetto della startup in base a questi molto: limitato;

Voto 3, ascolto di ogni tipologia di feedback e modifica dell'assetto della startup in base a questi limitato ad alcune strutture organizzative aziendali;

Voto 4, ascolto di ogni tipologia di feedback e modifica dell'assetto della startup in base a questi limitato ad alcune importanti strutture organizzative aziendali;

Voto 5, ascolto di ogni tipologia di feedback e modifica dell'assetto della startup in base a questi per numerose e importanti strutture organizzative aziendali.

Network: valore massimo tra i due sub-fattori.

Connesso al contesto: Voto 1, il contesto in cui si trova la startup permette scarse relazioni e contatti con: altre startup, personalità di alta professionalità relativa al mondo delle startup, organi di stampa ed eventi indirizzati alle startup;

Voto 2, il contesto in cui si trova la startup permette di sviluppare occasionali relazioni e contatti con: altre startup, personalità di alta professionalità relativa al mondo delle startup; ma scarse possibilità di sviluppare relazioni e contatti con: organi di stampa e di partecipare ad eventi indirizzati alle startup;

Voto 3, il contesto in cui si trova la startup permette di sviluppare limitate relazioni e contatti con: altre startup, personalità di alta professionalità relativa al mondo delle startup, organi di stampa ed eventi indirizzati alle startup;

Voto 4, il contesto in cui si trova la startup permette di sviluppare numerose relazioni e contatti con: altre startup, personalità di alta professionalità relativa al mondo delle startup, organi di stampa ed eventi indirizzati alle startup.

Voto 5, il contesto in cui si trova la startup permette di sviluppare massimamente le relazioni e contatti assai numerosi, a frequenza giornaliera, con: altre startup, personalità di alta professionalità relativa al mondo delle startup, organi di stampa ed eventi indirizzati alle startup.

Connesso al team: Voto 1, il team dei *founder* ha scarsissime relazioni con soggetti esterni, i quali possono potenzialmente permettere lo sviluppo della startup;

Voto 2, il team dei *founder* ha scarse relazioni con soggetti esterni, i quali possono potenzialmente permettere lo sviluppo della startup;

Voto 3, il team dei *founder* ha episodiche relazioni con soggetti esterni, i quali possono potenzialmente permettere lo sviluppo della startup attraverso l'incontro con degli investitori o con la stampa;

Voto 4, il team dei *founder* ha numerose relazioni con soggetti esterni, i quali possono potenzialmente permettere lo sviluppo della startup, attraverso l'incontro con degli investitori, con la stampa e con potenziali nuovi membri del suddetto team;

Voto 5, il team dei *founder* ha ampissime relazioni con soggetti esterni, i quali possono potenzialmente permettere lo sviluppo della startup, attraverso l'incontro con degli investitori, con la stampa e con potenziali nuovi membri del suddetto team, oltre al supporto di professionalità presenti nel campo in cui la startup si occupa.

Comunicazione verso l'esterno: valore medio dei sub-fattori.

Sito istituzionale: Voto 1, sito istituzionale non presente per la startup;

Voto 2, progettazione del sito istituzionale appena completata;

Voto 3, presenza nel sito istituzionale (già presente) di informazioni generali sul servizio/prodotto offerto dalla startup;

Voto 4, presenza nel sito istituzionale (già presente) di ampie informazioni sul servizio/prodotto offerto dalla startup, unitamente ad informazioni relative allo sviluppo della startup;

Voto 5, presenza nel sito istituzionale (già presente) di ampie ed articolate informazioni sul servizio/prodotto offerto dalla startup grazie a supporti video e fotografici, unitamente ad informazioni relative allo sviluppo della startup.

Pitch: Voto 1, pitch assente o non utilizzato dalla startup;

Voto 2, il pitch risulta poco personalizzato rispetto all'investitore con cui la startup si sta relazionando e si basa solamente sulla descrizione del servizio/prodotto;

Voto 3, il pitch risulta personalizzato in base all'investitore con cui la startup si sta relazionando e si basa sulla descrizione del servizio/prodotto e del mercato di riferimento;

Voto 4, il pitch risulta personalizzato in base all'investitore con cui la startup si sta relazionando e si basa sulla descrizione del servizio/prodotto, del mercato di riferimento e delle prospettive di crescita oltre che del team dei *founder*;

Voto 5, il pitch che viene sviluppato dalla startup viene ridefinito ogni volta in base all'investitore con cui la startup si sta relazionando e si basa sulla descrizione del servizio/prodotto, del mercato di riferimento e delle prospettive di crescita oltre che del team dei *founder*.

Social media: Voto 1, la startup non svolge alcuna attività su nessun social media;

Voto 2, la startup è presente solo in un social network;

Voto 3, la startup è presente in più di un social network, ma svolge un'attività di scarso impatto;

Voto 4, la startup è presente in più di un social network e fa un'attività di forte impatto per rapportarsi con i propri stakeholder e tenerli informati;

Voto 5, la startup è presente in più di un social network e fa un'attività di forte impatto per rapportarsi con i propri stakeholder e tenerli informati differenziando i contenuti in ogni social network.

Relazioni con gli investitori: Voto 1, la startup sviluppa scarse relazioni con gli investitori prima del deal di investimento;

Voto 2, la startup sviluppa delle relazioni con gli investitori sia prima, che dopo il deal di investimento;

Voto 3, la startup sviluppa delle relazioni regolari e proattive con gli investitori sia prima, che dopo il deal di investimento;

Voto 4, la startup sviluppa ampie relazioni assidue e proattive con gli investitori sia prima, che dopo il deal di investimento;

Voto 5, la startup sviluppa ampissime relazioni assidue e proattive con gli investitori sia prima, che dopo il deal di investimento.

Partecipazioni ad eventi per startup: Voto 1, la startup non ha mai partecipato a nessun evento per startup;

Voto 2, la startup partecipa occasionalmente ad eventi per startup ed essi sono limitati allo sviluppo dell'imprenditorialità giovanile;

Voto 3, la startup partecipa ad alcuni eventi per startup volti: allo sviluppo di relazioni e all'aumento dell'*awareness* della startup sul mercato;

Voto 4, la startup partecipa a numerosi eventi per startup volti: allo sviluppo di relazioni, all'aumento dell'*awareness* della startup sul mercato e al raggiungimento di opportunità di investimento;

Voto 5, la startup partecipa a moltissimi eventi per startup volti allo sviluppo di relazioni, all'aumento dell'*awareness* della startup sul mercato, alla conoscenza da parte della stampa della startup, al raggiungimento di opportunità d'investimento e/o di relazioni con incubatori.

Stampa: Voto 1, la startup non ha mai avuto rapporti con la stampa;

Voto 2, la startup ha avuto rarissimi contatti con la stampa;

Voto 3, la startup ha ricevuto un interesse limitato da parte della stampa, esso è avvenuto soprattutto durante eventi a cui l'impresa ha partecipato;

Voto 4, la startup ha ricevuto un interesse ampio da parte della stampa, esso è dovuto o a eventi a cui l'impresa ha partecipato o grazie al successo ottenuto dalla stessa;

Voto 5, la startup ha ricevuto un interesse rilevante da parte della stampa, esso è dovuto o a eventi a cui l'impresa ha partecipato o grazie al successo avuto dalla stessa.