

POLITECNICO DI TORINO

Collegio di Ingegneria Gestionale

**Corso di Laurea Magistrale
in Ingegneria Gestionale**

Tesi di Laurea Magistrale

Analisi dei profili di investimento dei Business Angel legati allo European Angel Fund



Relatori

Prof. Giuseppe Scellato
Prof.ssa Elisa Ughetto

Candidato

Andrea Carpani
Matricola 231366

Luglio 2018

Indice Generale

Premessa e scopo del lavoro	3
Abstract.....	7
Introduzione.....	7

Prima parte: Introduzione ai Business Angel..... 9

Caratteristiche generali	9
I finanziamenti alle startup: caratteristiche, fonti, e round di investimento.....	9
I Business Angel Networks.....	12
Caratteristiche dell'investimento	13
Riduzione dei rischi di investimento.....	14
Il processo decisionale di investimento	18
Le determinanti degli investimenti	21
La prontezza all'investimento delle aziende.....	21
Le caratteristiche delle aziende	23
Il ruolo dell'ambiente esterno	25
Le policy pubbliche per il mercato dei capitali informale.....	26

Seconda Parte: I Business Angel dello European Angel Fund 30

European Investment Fund ed EAF.....	30
Funzionamento dell'EAF.....	30
Informazioni personali sui Business Angel dell'EAF	31
Metodologia di raccolta dati	31
Risultati.....	32
Sommario investimenti.....	32
Evidenze di Home Bias e regionalità degli investimenti	36
I settori di attività di investitori ed aziende.....	42

Conclusioni e spunti per future ricerche	44
Bibliografia	45
Sitografia	47

Premessa e scopo del lavoro

I Business Angel, anche detti Angel Investors o Informal Investors, sono individui ad alto reddito che assieme ai fondi di Venture Capital rappresentano una delle principali fonti di finanziamento per le aziende altamente innovative. Questi investitori informali negli anni hanno iniziato a rivestire un ruolo sempre più importante nelle fasi iniziali della vita delle startup, in particolare dopo lo scoppio della cosiddetta bolla del dotcom dei primi anni duemila: in quel periodo infatti i tradizionali fondi di Venture Capital, in seguito alle ingenti perdite di quel periodo, hanno iniziato a sviluppare una certa avversione al rischio e dunque hanno ridotto il numero di investimenti a più alto rischio, in particolare quelli diretti a startup appena nate, il cui futuro successo è estremamente incerto. Così, per i primi round di finanziamento, i Business Angel sono diventati la fonte di capitale di rischio prediletta dalla maggioranza delle aziende innovative. Tuttavia, rimane ancora difficile per molte startup essere finanziate all'inizio della loro attività, e per questo molti Stati hanno ritenuto di trovarsi di fronte ad un fallimento di mercato e hanno deciso di intervenire per aumentare la quantità di capitale di rischio disponibile, avviando diverse policies per il supporto dei Business Angel.

Lo scopo di questo lavoro è di proporre nella prima parte una panoramica dettagliata dei Business Angel e delle loro caratteristiche, delle loro differenze con i fondi di Venture Capital e delle determinanti dei loro investimenti, e di presentare le varie policy che gli Stati hanno messo in pratica per sostenere i Business Angel. Nella seconda parte vengono analizzati i profili di investimento di 41 Angel Investors legati allo European Angel Fund. Esso è una delle risposte dell'Unione Europea alla carenza di investimenti in startup: si tratta di un fondo di co-investimento che investe di pari passo con gli Angel, in modo da fornire alle startup una maggiore quantità di capitale di rischio. Verranno analizzati i risultati e questi verranno confrontati con la letteratura scientifica sulla materia, per verificare la coerenza con quest'ultima, e verranno presentate le conclusioni. Infine verranno suggeriti degli spunti per le future ricerche sui Business Angel.

Abstract

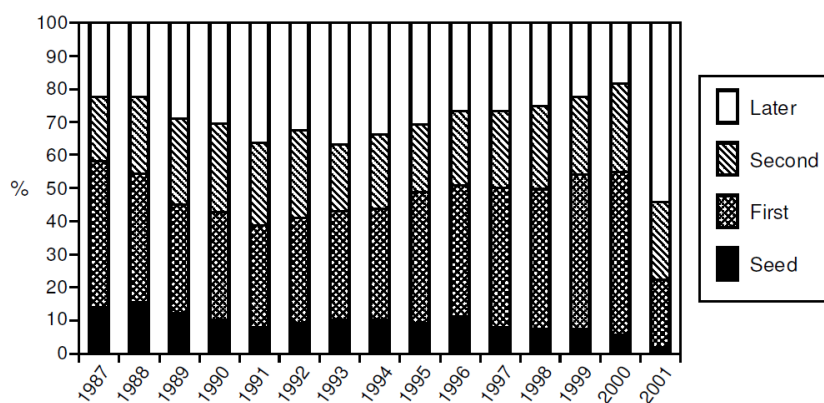
La seguente tesi ha un duplice obiettivo: in prima battuta si propone di fornire una presentazione approfondita dei Business Angel e delle loro caratteristiche tipiche, con un'accurata review della letteratura in materia. Si studia anche il loro processo decisionale e le determinanti degli investimenti, ovvero le istanze esterne che modificano i comportamenti di questi investitori informali. In secondo luogo, questa tesi analizza i profili di investimento di quaranta Business Angel europei, legati allo European Investment Fund, un fondo di co-investimento controllato dall'Unione Europea. I risultati vengono poi comparati con la letteratura scientifica, per valutare la coerenza di questo studio con le ricerche precedenti. Si osserva così una pressoché totale conferma delle ricerche precedenti, ed in particolare si nota la forte tendenza degli Angel ad investire durante i primissimi round, e un chiaro home bias. Emerge anche una preferenza per l'investimento in settori vicini a quelli in cui l'Angel ha maggiore esperienza.

Introduzione

L'etimologia del termine Business Angel è da ricercarsi nei cosiddetti "Theatre Angel", individui ad alto reddito che finanziavano spettacoli a Broadway che avrebbero difficilmente attratto capitali in altri modi, ed in cambio ottenevano una piccola parte dei profitti. In seguito il termine si sarebbe esteso all'ambito degli investimenti, per distinguere gli investitori informali da quelli istituzionali come i fondi di Venture Capital.

I Business Angel nascono con l'intento di fornire capitale per aziende innovative, in particolare nelle prime fasi della loro vita. Risulta difficile, infatti, per molte startup, trovare nuove fonti di finanziamento una volta esauriti i cosiddetti "FFF money", cioè il denaro raccolto da famiglia ed amici, oltre a quello proveniente dalle finanze personali del fondatore (FFF sta infatti per founder, family, and friends). A questo si aggiunge una carenza di capitale proveniente dai fondi di Venture Capital, spesso restii a finanziare aziende così giovani. Questo problema si è acuito nei primi anni del duemila, con l'esplosione della bolla delle aziende tecnologiche (Jensen, 2002). Alla fine degli anni novanta, infatti, il boom di internet ha portato un grande flusso di capitale verso le aziende del "dotcom", ma questo ha causato la formazione di una bolla che dopo pochi anni è esplosa. Secondo i dati raccolti da Jensen, tra il 2000 ed il 2002 centinaia di aziende innovative hanno dichiarato bancarotta, i principali indici della borsa americana hanno perso oltre il 50%, e tutto ciò ha causato ingenti perdite ed un crollo del tasso interno di rendimento (IRR) per tutti coloro che avevano investito durante gli anni precedenti.

Tra questi investitori si trovano i fondi di Venture Capital, che in seguito hanno sviluppato una forte avversione al rischio e hanno diminuito i loro investimenti in aziende appena nate, come indicato nella Figura 1. Si stima infatti che gli investimenti dei Venture Capital siano calati del 63.2% tra il 2000 ed il 2002.



Source: VentureOne

Figura 1: Il crollo degli investimenti nei primi round dopo lo scoppio della bolla (Jensen, 2002)

In questo contesto si inseriscono i Business Angel, subentrati agli investitori istituzionali nei primi, rischiosi round di finanziamento. Essi hanno iniziato a rivestire un ruolo sempre più importante nel mercato dei capitali, fino a diventare una delle fonti di equity imprescindibili per le aziende innovative. Questa situazione ha destato l'interesse del mondo accademico, che ha iniziato a studiarne in dettaglio i vari aspetti: l'ampiezza del mercato di capitale informale, i rischi che gli Angel corrono in questo tipo di investimento, il loro processo decisionale, e le determinanti della decisione finale di investimento, quali sono le caratteristiche principali delle startup che aspirano al finanziamento e l'impatto delle istituzioni dello Stato in cui gli investitori informali operano. Oggi gli Angel sono presenti in quasi tutti i paesi più avanzati, e molti Stati, resosi conto dell'importanza che questi rivestono nell'economia e nell'innovazione tecnologica, stanno cercando di mettere in pratica policies atte ad incentivare la formazione di nutrite comunità di investitori informali. Tra queste, la creazione di fondi di co-investimento come lo European Angel Fund, di cui si tratterà in questo studio.

Prima parte: Introduzione ai Business Angel

Caratteristiche generali

I Business Angel hanno caratteristiche simili in tutti i paesi in cui sono presenti. Essi sono generalmente individui ad alto reddito, quasi esclusivamente uomini, con età compresa tra i 40 ed i 60 anni, con una formazione economica o più in generale in materie scientifiche, e spesso hanno un background manageriale o imprenditoriale (Stedler et al, 2003). Tra le motivazioni principali che muovono questi investitori si ha l'alto ROI potenziale, ma anche il voler contribuire al successo di una startup innovativa e la sfida personale di scommettere su aziende così giovani. Un'altra importante motivazione è quella di passare agli imprenditori le proprie conoscenze, che suggerisce una tendenza (confermata anche nella letteratura accademica) ad investire in settori vicini a quelli della propria esperienza lavorativa e ad entrare a far parte dell'azienda stessa, rivestendo qualche ruolo direzionale. Il numero di investimenti è generalmente limitato, con un portfolio spesso inferiore alle dieci aziende. Per quanto riguarda l'ammontare degli investimenti, questi possono presentare variazioni importanti, da alcune decine di migliaia di Euro, fino a 3-4 milioni di Euro (Stedler et al, 2003; Wetzel, 1983). In generale è comunque chiaro che gli importi investiti sono decisamente inferiori a quelli dei fondi tradizionali di Venture Capital, che investono una media a 25 milioni di Dollari per ciascuna azienda nei round più avanzati¹.

I finanziamenti alle startup: caratteristiche, fonti, e round di investimento

Prima di analizzare i Business Angel ed il contesto in cui si muovono è bene fornire qualche cenno sulle aziende innovative e di come esse si finanzino nel corso della loro vita, dalla fondazione fino all'eventuale IPO. Una panoramica di tutte le fasi di finanziamento è fornita nella figura 2.

¹ http://www.angelblog.net/Venture_Capital_Firms_Are_Too_Big.html

Inizialmente, nella fase di pre-seed, la startup non ha alcun asset fisico che permetta di aprire un finanziamento con una banca, e gli unici capitali disponibili sono i cosiddetti FFF (founder, family, friends), ovvero quelli che provengono direttamente dal fondatore dell'impresa e dai suoi più stretti conoscenti², spesso piuttosto ridotti (il fondare un'azienda con un capitale limitato è detto bootstrapping). Qui inizia l'attività della startup, una fase difficile in cui si hanno soltanto i concept del prodotto ma nulla di concreto viene sviluppato, e qui viene eroso il capitale iniziale. Molte aziende non riescono a decollare in questa fase e muoiono prima di poter aspirare ad ulteriori finanziamenti; per questa ragione nella fase di pre-seed si dice che le aziende entrino nella cosiddetta “death valley”, dalla quale potranno uscire solo quando inizieranno a generare profitti, spesso dopo il seed round.

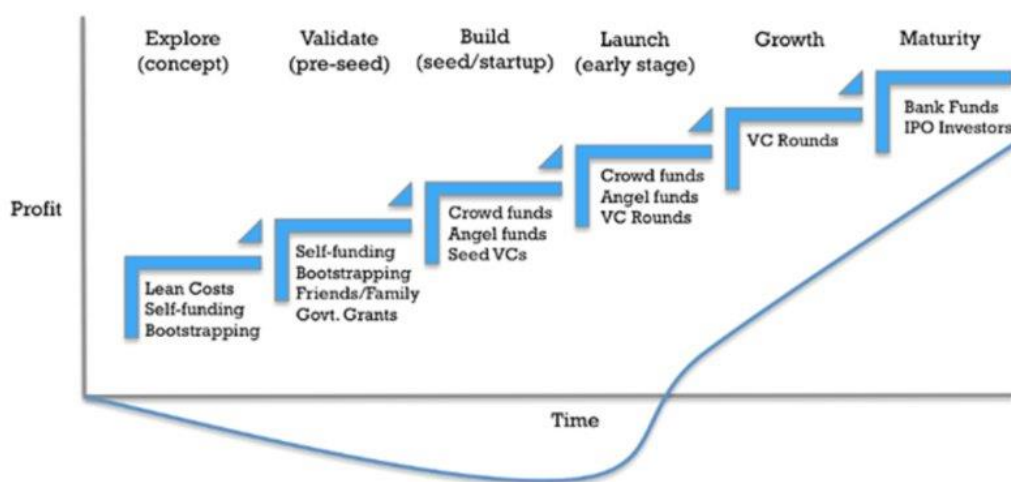


Figura 2: Le fasi di finanziamento delle startup

Successivamente al pre-seed, per la prima volta la startup cerca dei fondi esterni: è la fase di seed. È qui che entrano in gioco la maggior parte dei Business Angel e una piccola parte degli investitori istituzionali, che si incontrano con l'imprenditore, analizzano il suo business plan, compiono una due diligence adeguata e se pensano che la startup rispetti i loro standard, le forniscono del capitale. Oltre agli investitori più classici, nel seed round intervengono a volte anche i cosiddetti acceleratori di startup, che forniscono capitale in cambio di una parte dell'equity dell'impresa (generalmente vicina al 5-10%) e garantiscono anche consulenza e uffici in cui la startup può lavorare. Infine, nel seed round si sta facendo strada anche il crowdfunding: in esso l'azienda si appoggia ad una piattaforma tramite la quale richiede un finanziamento al pubblico, spesso legato ad un prodotto specifico; in tal modo chiunque sia interessato al progetto può investire una quantità di denaro tramite queste piattaforme, dall'ammontare variabile ma spesso estremamente basso: ad esempio, il valore medio di

² <https://startupxplore.com/en/blog/types-startup-investing/>

investimento su Kickstarter, il più grande sito di crowdfunding al mondo, è pari ad 80\$³. Non necessariamente il pubblico che ha finanziato la startup ottiene parte dell'equity: a volte infatti i sostenitori di un progetto si troveranno ricompensati in altro modo, ad esempio ricevendo il prodotto non appena questo sarà completato, oppure ottenendo l'accesso ai primi prototipi disponibili. In generale, nel seed round la quantità di denaro garantita si aggira sulle decine, al massimo sulle centinaia di migliaia di Euro, e questo la rende adatta ad investitori più piccoli come i Business Angel. Da questo punto in avanti la startup inizierà a sviluppare i primi prototipi del prodotto finito che verrà lanciato nei round successivi.

Dopo il seed, iniziano i round di investimento dei Venture Capital, che garantiranno investimenti più ingenti e che potranno finalmente portare l'azienda ad essere profittevole. Questi round sono divisi in diverse serie: serie A, B, C, e così via. In questi round i Business Angel sono molto più rari, e spesso non vanno oltre la serie A.

Il primo round, la serie A, spesso viene lanciato quando la startup ha già chiaro il suo prodotto, il suo business model, ed il mercato a cui si rivolge, ed ora ha bisogno di capitali per crescere. Comprende investimenti tra i 2 ed i 5 milioni di Euro, che si traducono per l'investitore nel controllo del 15-30% dell'equity totale. Questa serie rimane piuttosto rischiosa, dato che permangono dei dubbi sull'azienda e sulla sua possibilità di fare successo. Si stima che soltanto il 6% delle startup europee riesca a raggiungere questa la serie A.

La serie B è simile alla A, ma con minori rischi dato che i dubbi sulla startup e sul suo successo sono in parte già stati fugati. Gli investimenti sono più ingenti, partono dai 5 milioni di Euro e possono arrivare ai 10.

Nella serie C l'azienda è già saldamente nella fase della crescita, con un business model maturo che funziona e con una solida utenza. Qui le cifre investite sono ancora maggiori, spesso decine di milioni di Euro. In questa serie iniziano a comparire anche le banche, che iniziano a fornire fondi accanto agli investitori istituzionali. Di qui in avanti l'azienda continuerà la sua attività e saranno due i possibili risultati finali: l'acquisto da parte di un'impresa più grande o la quotazione in borsa.

Ora che è stato accennato il percorso del finanziamento di una startup, e quindi l'ambiente in cui gli investitori istituzionali si muovono, è possibile proseguire analizzando nel dettaglio le caratteristiche dei Business Angel e il loro processo decisionale d'investimento.

³ <https://www.kickstarter.com/help/stats>

I Business Angel Networks

Molti Angel non investono da soli, ma fanno parte di organizzazioni nelle quali possano condividere i rischi ed il tempo dedicato agli investimenti, oltre a potersi scambiare informazioni per trovare un maggior numero di aziende promettenti. Queste associazioni sono dette Business Angel Networks, ed hanno iniziato a formarsi negli Stati Uniti nella seconda metà degli anni novanta, per poi diffondersi anche in Europa nel Regno Unito ed in Germania, e successivamente nel resto del continente. Anche in Italia sono presenti, ed il principale Network italiano è l'Italian Angel for Growth, che conta attualmente 129 membri⁴.

Ciascun network ha bisogno di dotarsi di qualche forma di organizzazione interna, e maggiore è la dimensione dell'associazione, maggiore è la necessità di personalità che si occupino del buon funzionamento del network. Per questo motivo si hanno figure come quella del "gatekeeper" (Paul et al, 2010), il quale si occupa delle operazioni quotidiane dell'associazione, ma soprattutto di garantire ai membri del network un buon "deal flow", ovvero fornire agli Angel del network un buon numero di potenziali aziende da finanziare. Più specificatamente, un gatekeeper ha due funzioni principali: una esterna ed una interna. Quella esterna consiste nell'essere il primo punto di contatto tra network ed azienda in cerca di finanziamenti. Per poter fornire un buon deal flow agli Angel, il gatekeeper cerca il maggior numero possibile di contatti (avvocati, commercialisti, fondi di Venture Capital) che possano agire da intermediari tra azienda e network, così da fornire un buon numero di potenziali investimenti. La funzione interna riguarda invece l'identificare ed il lavorare con un certo numero di Angel del network, intessere relazioni con loro in modo da poter passare il più facilmente possibile le informazioni e le opportunità che arrivano dall'esterno.

Il gatekeeper può essere di due tipi: può essere un membro del network, oppure un manager gatekeeper. Il primo è generalmente associato a network più piccoli, ed è identificato da un membro del network che si occupa, part-time, del day-to-day dell'organizzazione. È un tipo di gatekeeper più informale, con un carico di lavoro solitamente meno impegnativo e che a volte può chiedere la collaborazione di altri membri. Il member gatekeeper può essere remunerato con una piccola partecipazione in ciascun investimento trovato, e gli vengono rimborsate eventuali spese personali, ma non percepisce un vero e proprio stipendio. Si tratta insomma di una figura sostanzialmente poco costosa ma molto utile per i network più piccoli. Può avvenire tuttavia che un'organizzazione cresca in modo tale che le funzioni del gatekeeper diventino

⁴ <http://www.italianAngel.net/chi-siamo/>

troppo onerose per i membri, e quindi siano necessarie figure che svolgano solamente i compiti di gatekeeping: si tratta dei manager gatekeeper. Essi vengono stipendiati dai membri del network, ed hanno compiti che sono analoghi a quelli dei member gatekeeper, seppur con un maggior grado di complessità e carico di lavoro.

Caratteristiche dell'investimento

Prima di trattare il processo decisionale di investimento dei Business Angel, è bene analizzare i tipi di rischio a cui gli investitori vanno incontro quando finanziano una startup. In questo modo, si potranno successivamente definire le azioni che gli Angel Investors intraprendono per far fronte a questi rischi, ed in cosa queste si differenzino da quelle messe in atto dagli investitori istituzionali.

Chi decide di investire in una startup va incontro a diversi tipi di rischio (Carpentier-Suret, 2015):

- *Rischio di agenzia*, che nasce in tutte le situazioni in cui vi è un agente (in questo caso, l'imprenditore) che agisce per conto di un principale (l'investitore) in condizioni di asimmetria informativa. È una situazione che viene a crearsi molto spesso in ambito aziendale quando vi è una separazione tra la proprietà ed il controllo dell'impresa (Jensen and Meckling 1976). Sotto tali condizioni, l'investitore non ha tutte le informazioni possibili sull'imprenditore, per cui non gli è possibile conoscere esattamente ex-ante le sue capacità né l'impegno che questo metterà nel raggiungere gli scopi prefissati. Per questo motivo, esiste un rischio che l'imprenditore, che possiede invece tutte le informazioni sull'impresa, segua i suoi interessi a spese di chi gli ha fornito il capitale. In particolare esistono due tipi di rischio di agenzia: il moral hazard e la selezione avversa. Il primo avviene quando l'imprenditore non si impegna per raggiungere gli scopi prefissati tanto quanto aveva promesso alla stipula del contratto con l'investitore, mentre la selezione avversa riguarda una sbagliata interpretazione delle capacità dell'imprenditore da parte dell'investitore, a volte perché è l'imprenditore stesso a mentire su capacità che in realtà non possiede; l'investitore, non potendo verificare appieno la veridicità di quanto gli viene detto, può cadere in errore. In generale, il rischio di agenzia è tanto maggiore quanto è più giovane la startup (il cui fondatore non ha ancora avuto modo di mostrare il suo impegno nel portarla al successo) e meno esperienza ha l'imprenditore (senza precedenti di aziende di successo, è difficile valutare le sue capacità e la sua buona fede).

- *Rischio di mercato*, che dipende dalla competizione, dalla dimensione, e dal tasso di crescita del mercato in cui opera l'azienda finanziata. Comprende insomma elementi esterni non controllabili dal management della startup e che possono compromettere il successo della stessa.

-*Rischio di esecuzione*, che è legato a fattori come la difficoltà di esecuzione o di implementazione del prodotto o della tecnologia di cui si occupa la startup, oppure dello scarso successo del business model scelto.

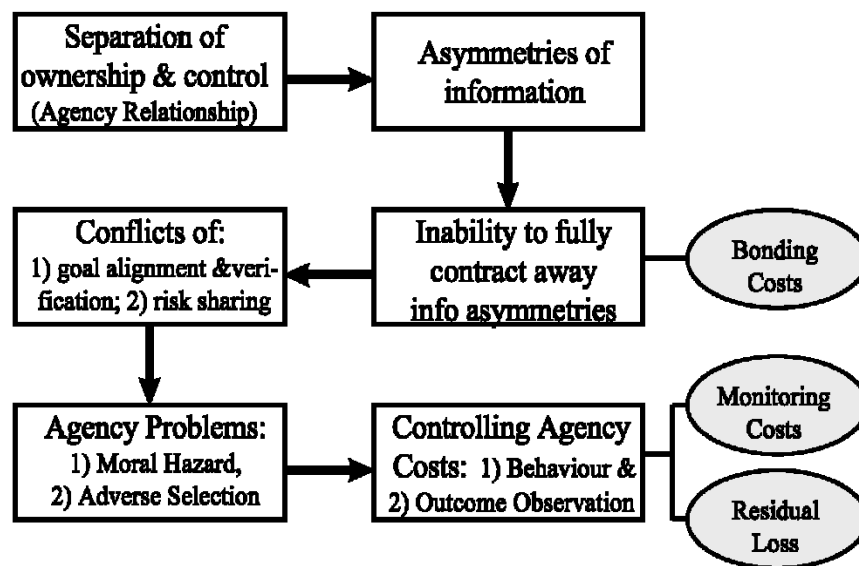


Figura 3: Il rischio di agenzia (Osnabrugge 2000)

Questi rischi comportano la necessità da parte di chiunque investa in aziende così giovani di dotarsi di strategie per ridurli (Lahti 2010), che sono differenti per investitori istituzionali oppure informali. In particolare, mentre è estremamente complesso provare a ridurre il rischio di mercato, per gli altri due, ed in particolare quello di agenzia, vi sono vari metodi.

Riduzione dei rischi di investimento

Le strategie di riduzione di rischio dell'investimento possono variare tra i Business Angel e Venture Capital (Osnabrugge 2000; Lahti 2010), coerentemente con i diversi mezzi a loro disposizione.

Entrando nel dettaglio, Osnabrugge si serve dell'impianto teorico sull'agenzia per osservare che esistono due possibili metodi per limitare il rischio di agenzia: l'approccio principale-agente e quello dei contratti incompleti. Questi due metodi presentano diverse caratteristiche e

si riferiscono a due maniere diverse di limitare il rischio nell'investimento: uno tenta di limitarlo ex-post e l'altro ex-ante.

- *Approccio principale-agente*: si basa sul tentativo di formulare un contratto ottimale, il quale cerchi di limitare il più possibile la divergenza tra l'interesse del principale e quello dell'agente. In tal modo, si tenta di indirizzare ex-ante il comportamento dell'imprenditore. In questo approccio è necessario compiere una buona due diligence per comprendere al meglio possibile le variabili in gioco, e una volta fatto si stipula un contratto, che può essere di due tipi: un contratto basato sul comportamento dell'imprenditore, o uno basato sui risultati. Nel primo, si tenta di controllare ex-ante il più possibile il comportamento dell'imprenditore, mentre ex-post l'investitore dovrà incorrere in costi di monitoring per assicurarsi che l'agente si comporti come stipulato in precedenza; è un tipo di contratto utile se il comportamento dell'imprenditore è facilmente osservabile. Il contratto basato sui risultati invece viene stipulato quando è molto più complesso osservare il comportamento dell'agente, quindi il principale cerca di incentivare il corretto comportamento dell'imprenditore fissando dei risultati che questo deve raggiungere. (Jensen and Meckling, 1976)

- *Approccio dei contratti incompleti*: si basa sull'idea che nessun contratto potrà mai essere completo, dati gli eccessivi costi di contrattazione che sarebbero necessari per redigerlo e stipularlo, quindi non è possibile indirizzare completamente ex-ante il comportamento dell'imprenditore. In una situazione del genere, è importante che vi sia una corretta divisione dei poteri ex-post. L'idea per cui non esistono contratti completi si basa sull'idea che i costi di contrattazione siano più alti dei benefici che apportano, ed in particolare che ci siano quattro tipi di costo (Spier, 1992): il costo di analizzare tutte le possibili eventualità, e le misure da adottare in caso queste si verifichino; il costo di negoziare con l'altra parte; il costo di redigere un contratto che sia facilmente comprensibile alla terza parte che può essere chiamata a dirimere eventuali questioni; infine, il costo legale ex-post che si genera in caso vi sia una disputa e qualcuno debba intervenire per procedere all'enforcement del contratto. Questi quattro costi rendono estremamente difficile scrivere un contratto complesso, per questo motivo si tende ad avere contratti più semplici e che non riescono a coprire ogni possibile eventualità. Un'altra causa per cui i contratti sono limitati è la cosiddetta razionalità limitata: le parti in causa possono redigere un contratto che tenga conto dei rischi più ovvi, ma raramente riescono a comprendere le eventualità più remote. Per tutti questi motivi, l'approccio dei contratti incompleti suggerisce di agire ex-post per

limitare il più possibile il rischio di agenzia. Innanzitutto è bene che l'investitore sia proprietario di una parte dell'azienda ed abbia il potere, se necessario, di rimuovere l'imprenditore dal suo incarico se questo non si comporta come definito in fase di contrattazione. Tuttavia, un tale risultato porterebbe enormi danni ad aziende così giovani, e per questo motivo la migliore azione ex-post da intraprendere è avere un coinvolgimento diretto nella gestione della startup.

In generale, è più semplice seguire il secondo approccio, dal momento che è estremamente difficile stipulare contratti che siano completi, e dunque un coinvolgimento ex-post è spesso necessario. Vi sono comunque delle differenze tra le azioni che Venture Capital e Business Angel intraprendono per contrastare il rischio di agenzia: gli investitori istituzionali infatti possiedono mezzi più ampi rispetto a quelli informali, e di conseguenza riescono ad essere molto più efficienti nella selezione delle aziende da finanziare, e riescono a compiere una due

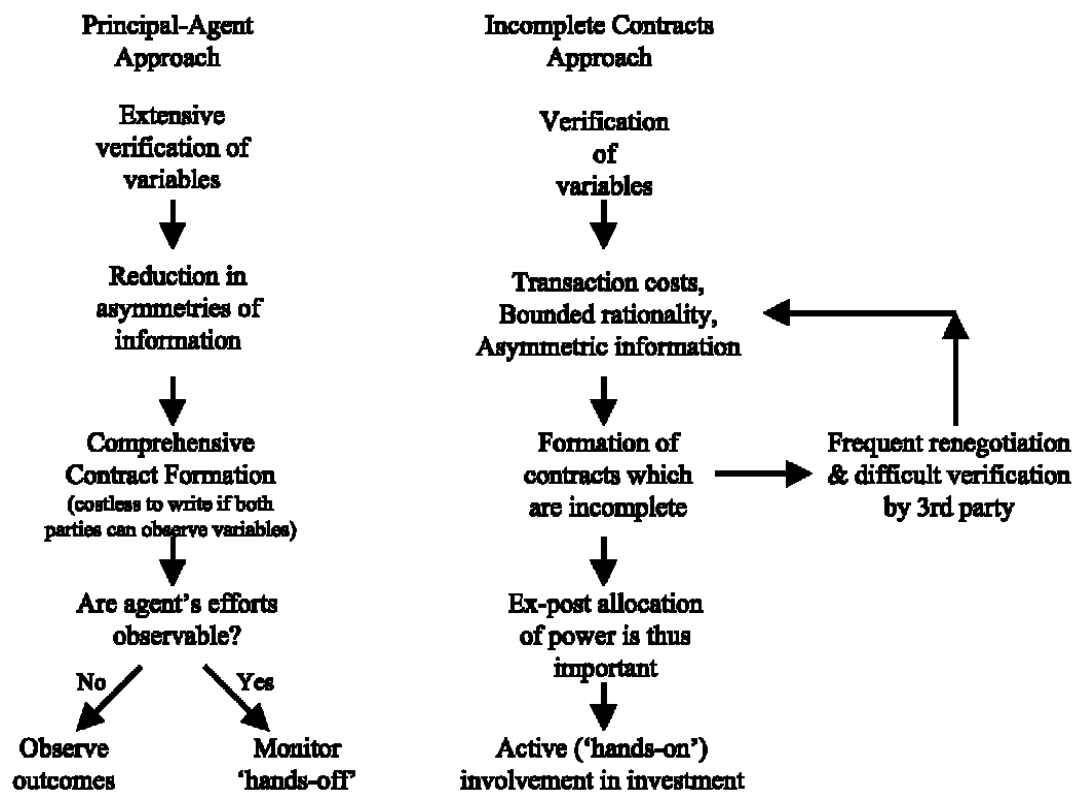


Figura 4: Approcci per il contenimento del rischio di agenzia (Osnabrugge, 2000)

diligence più accurata: in particolare, organizzano più incontri con l'imprenditore prima dell'investimento, analizzano meglio i fondamentali finanziari, incorrono in costi di ricerca maggiori, consultano più esperti esterni, ed in generale impiegano più tempo prima di prendere la loro decisione. Il risultato di ciò sono contratti più completi rispetto a quelli stipulati dai Business Angel, e quindi una maggiore definizione delle responsabilità ex-ante. Insomma

l'approccio dei Venture Capital tende ad essere più vicino a quello principale-agente. Gli investitori informali invece, soprattutto se indipendenti e non legati ad un Business Angel Network, tendono a prendere decisioni di investimento meno accurate e più istintive, e danno una grande importanza al coinvolgimento ex-post nell'azienda finanziata: la maggior parte degli Angel gioca un ruolo molto attivo nelle startup in cui investe, assumendo una posizione decisionale importante e fornendo molte consulenze. In questo modo, i Business Angel possono sopperire alle frequenti mancanze dei contratti che stipulano. Si può dunque affermare che gli investitori informali tendano a seguire l'approccio dei contratti incompleti.

Lahti (2010) conferma queste osservazioni con uno studio orientato al mercato dei capitali finlandese, analizzando il coinvolgimento dell'investitore prima e dopo l'investimento. Incrociando queste due dimensioni ottiene i quattro possibili tipi di investimento: le "scommesse", con scarsa due diligence e scarso coinvolgimento post-investimento; gli "investimenti convenzionali degli Angel", con un grande coinvolgimento ex-post che sopperisce alle mancanze della due diligence; gli investimenti guidati dalla due diligence, dove non si è coinvolti nell'azienda finanziata, ma ci si assicura della bontà del progetto il più possibile prima di investire; infine, gli investimenti con il massimo grado di sicurezza, nei quali non solo si compie un'accurata due diligence ma si è anche molto coinvolti ex-post. Secondo gli studi di Lahti quindi si conferma la tendenza degli Angel ad essere coinvolti soprattutto dopo il finanziamento, dovuta al fatto che questi tendono a non essere eccessivamente preoccupati di eventuali mancanze nell'azienda in cui investono, ma pensano di poter sopperire ad esse contribuendo direttamente. Tuttavia, Lahti osserva anche che i Business Angel più esperti tendono a dare un'importanza maggiore alla due diligence, soprattutto per investimenti più corposi, per cui scelgono a volte di minimizzare i rischi sia ex-post che ex-ante.

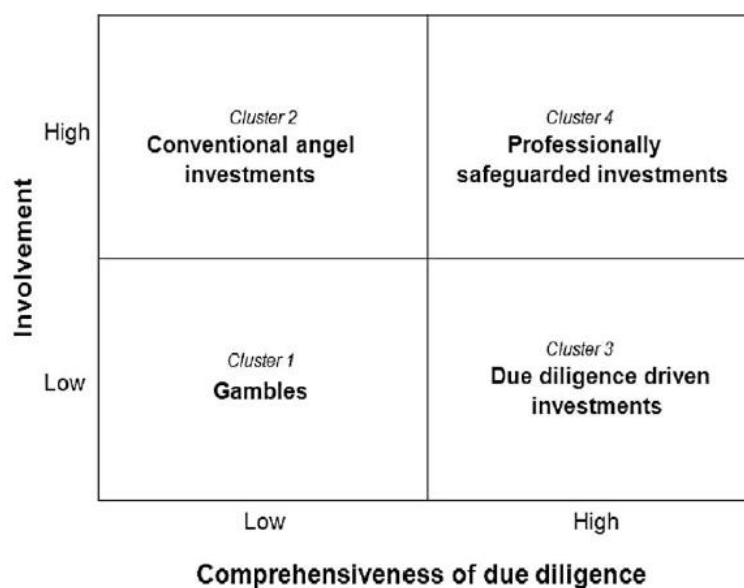


Figura 5: I quattro tipi di investimento (Lahti 2010)

Il processo decisionale di investimento

Il processo decisionale dei Business Angel può presentare differenze e caratteristiche peculiari per ciascun investitore, tuttavia è possibile individuare un metodo comune alla maggioranza degli Angel per decidere se un'impresa è meritevole di essere finanziata. Paul et al (2007) forniscono il modello ad oggi più completo del processo decisionale degli investitori informali, illustrato nella Figura 5. Esso si divide in tre fasi principali, all'interno delle quali i Business Angel compiono diverse azioni. Il processo sotto definito è valido anche nel caso vi siano molteplici co-investitori.

- *Familiarizzazione*: la prima fase del processo, nel quale l'investitore viene a conoscenza di un'opportunità e fissa un primo incontro con l'imprenditore che aspira al finanziamento. Solitamente l'Angel scopre l'opportunità grazie a colleghi di lavoro oppure al Network a cui appartiene, o anche da fondi di Venture Capital, e se ritiene particolarmente affidabile la persona o l'ente che propone questa opportunità, questa avrà una maggiore probabilità di essere accettata, a prescindere dalle qualità dell'impresa (Croce, Tenca, Ughetto, 2016). Se invece le opportunità sono molteplici, l'investitore analizzerà brevemente le varie proposte, e le valuterà in base ad alcuni punti fondamentali, come la probabilità che il prodotto della startup venga adottato in larga scala e se il business plan sembra in generale ragionevole (Maxwell et al, 2001); in tal

modo si possono scartare rapidamente (il cosiddetto desk-reject) molti dei progetti poco interessanti e ci si può concentrare sui pochi che sembrano avere delle vere potenzialità,

GENERAL ENVIRONMENT

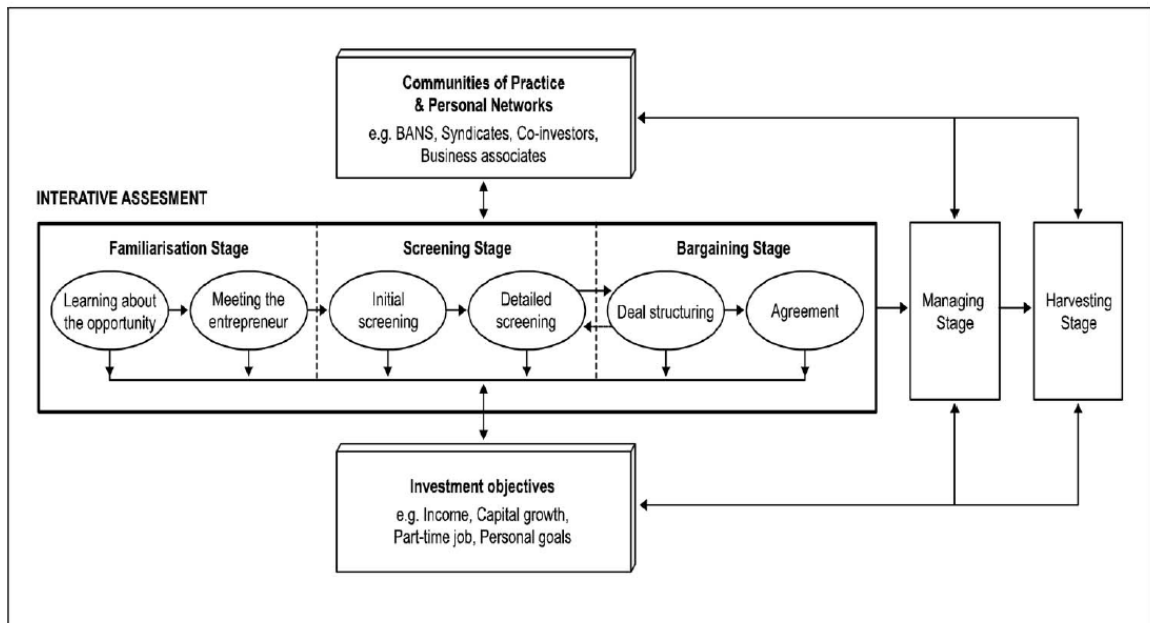


Figura 6: Il processo decisionale di investimento dei Business Angel (Paul et al, 2007)

fissando il primo incontro con l'imprenditore. Questo incontro ha un grande peso nella decisione, dato che generalmente gli investitori informali danno molta importanza all'imprenditore stesso, molto maggiore rispetto ai fondi istituzionali (Mason and Stark, 2004). I Business Angel al primo incontro con l'imprenditore prestano molta attenzione alla sua personalità ed al modo in cui esso sa presentare il suo business plan ma soprattutto sé stesso e le sue capacità. Una delle motivazioni di questo comportamento è da ricercarsi nel fatto che gli investitori informali hanno spesso intenzione di collaborare con l'azienda finanziata, quindi cercheranno di legarsi a persone con cui ritengono di poter lavorare bene.

- *Screening e due diligence*: se l'Angel ritiene che l'imprenditore ed il business plan siano di suo gradimento, decide di passare alla fase di screening, nella quale viene effettuata un'analisi più dettagliata dell'azienda e dell'imprenditore. Questa è una fase divisa in due: c'è uno screening iniziale, dove l'analisi condotta è meno precisa, ed una fase di vera e propria due diligence, dove viene studiata con molta più precisione il business plan e l'imprenditore e si prende la decisione finale di investimento. Essa inizia con nuovi incontri con l'imprenditore, per poter eventualmente confermare le proprie prime impressioni e per comprendere meglio le opportunità dell'investimento. Spesso vengono utilizzati i propri contatti personali per cercare il maggior numero possibile di

informazioni sul background dell'imprenditore. Viene inoltre analizzato molto più dettagliatamente il business plan, eventualmente rivolgendosi ad agenti esterni se il settore in cui l'azienda opera non è così ben conosciuto dall'investitore, in modo da definire con chiarezza i rischi. Questa è anche la fase dove il Business Angel cerca di comprendere quale potrebbe essere il suo ruolo nell'azienda considerata, ed in che modo possa contribuire al di fuori dell'investimento. Comprendere in anticipo questo aspetto risulta spesso essere uno degli elementi chiave per la startup ed il suo successo. Questa fase è anche una delle più delicate, e nelle quali Paul indica che possano verificarsi i più seri errori di valutazione: si osserva infatti che alcuni Angel, apprezzando l'imprenditore e la sua idea, a volte prendono la decisione di investire anche se la due diligence condotta ha indicato la presenza di numerose criticità. Questa parte è quindi quella in cui le caratteristiche dell'imprenditore ed il suo "fit" con l'investitore hanno il maggior peso (Croce, Tenca, Ughetto, 2016).

- *Contrattazione*: in questa fase la due diligence è completa, ed è possibile andare a definire le caratteristiche del contratto che verrà stipulato tra Business Angel e startup, ed anche l'importo dell'investimento. È spesso una parte molto incerta del processo, dal momento che l'impresa è molto giovane ed è difficile capire quale sia il livello ottimale di equity da fornire, e questo causa spesso discussione tra investitore ed imprenditore. Qui entra anche in gioco la profittabilità attesa dell'investimento, ovviamente uno degli aspetti più importanti per l'Angel; proprio la scarsa profittabilità potenziale è la causa della maggior parte dei rifiuti di finanziare le startup in questa fase (Croce, Tenca, Ughetto, 2016). Le caratteristiche personali dell'imprenditore ed il suo fit con l'investitore, che avevano molta importanza precedentemente, qui sono tenute molto meno in considerazione (Mittness et al, 2012). Spesso le parti considerano questa fase come la più imprevedibile, e non è raro che l'accordo salti poco prima della stipula del contratto. Se comunque tutto va a buon fine, viene firmato un accordo formale con tutti i dettagli del caso, ed è possibile passare all'investimento ed alla fase successiva.
- *Gestione dell'azienda*: una volta garantiti i fondi alla startup, la grande maggioranza degli investitori informali decidono di ricoprire un ruolo attivo all'interno dell'azienda, così da aiutarla a raggiungere il successo e così massimizzare le possibilità di buona riuscita dell'investimento. Il coinvolgimento diretto dell'investitore è la ragione principale, assieme ovviamente alla limitatezza dei fondi, per cui gli Angel tendono ad avere dei portfolio piuttosto limitati: è infatti molto difficile riuscire a seguire un numero

ampio di imprese contemporaneamente, poiché in media è necessario dedicare uno o due giorni a settimana per ciascuna startup.

- *Exit*: il punto d'arrivo dell'investimento è l'uscita, in cui l'Angel vende le sue quote e possibilmente realizza il suo profitto. Poiché questo è il fine ultimo dell'investimento, ci si aspetterebbe una grande attenzione da parte dell'investitore riguardo a questa fase, ma gli studi a riguardo hanno indicato che spesso gli Angel non hanno una chiara idea di come e quando l'investimento dovrà concludersi (Mason and Botelho, 2014). Spesso gli Angel non hanno interesse a pensare a priori all'exit, e si concentrano semplicemente sul modo migliore per creare valore per la startup. Hanno un'idea di massima su come vorrebbero uscire dall'investimento, ed in genere preferiscono vendere le loro quote ad altri investitori o ad una grande azienda se questa decide di comprare la startup, mentre sono meno propensi ad un buy-back da parte del management o ad aspettare un'eventuale IPO; tuttavia, non hanno una chiara strategia. Questa mancanza di un piano preciso può causare problemi che portano ad un ridotto numero di exit da parte degli investitori, e quindi impedisce di liberare capitali da utilizzare per altri investimenti. Ciò è un danno sia per il Business Angel che per l'economia delle startup, che si trovano a fronteggiare una carenza di equity sul mercato.

In conclusione, al netto di caratteristiche individuali, la maggior parte dei processi decisionali degli investitori informali segue una stessa struttura, con requisiti ben definiti. Compreso ora l'iter seguito dagli investitori, è bene spostare l'attenzione sulle aziende, per analizzare quali siano le caratteristiche che più interessano i Business Angel e che quindi garantiscono la maggior quantità di finanziamenti.

Le determinanti degli investimenti

La prontezza all'investimento delle aziende

Durante il processo decisionale, gli investitori istituzionali tendono a cercare tratti ben precisi nelle startup e negli imprenditori, che hanno un grande peso nella decisione di finanziamento. In particolare, un concetto importante per comprendere se un'azienda ha buone possibilità di attrarre investimenti è quello di "readiness" (Brush et al, 2012). La readiness è una misura percepita dall'investitore di quanto la startup è pronta ad essere finanziata, ed è composta di

fattori sia tangibili che intangibili. Esistono in particolare tre tipi di readiness, e ciascuna ha un peso diverso a seconda della fase del processo di investimento.

- *Readiness organizzativa*: consiste nella capacità di ottenere risorse e capacità che permettano una crescita sostenibile ed eventualmente una successione nella leadership aziendale. Questi tratti permettono di rispondere ai cambiamenti nell'ambiente esterno e in quello interno all'azienda, e dipendono dall'esperienza, dalle capacità e dallo stile di lavoro dei membri dell'organizzazione. Una buona readiness organizzativa permette di capire le opportunità ed i rischi collegati ai cambiamenti, e di prendere le scelte migliori per far fronte a queste situazioni. Un'azienda organizzativamente pronta ha generalmente un nutrito gruppo di management che ha anche esperienza nella gestione di startup.
- *Readiness strategica*: è la misura della capacità dell'azienda e dei suoi membri di portare avanti la strategia prefissata ed eventualmente di crearne di nuove, adattandosi ad eventuali cambiamenti nel mercato in cui opera. La readiness strategica tiene conto del capitale umano ed informativo detenuto dall'azienda, oltre che da altri asset intangibili che permettono di anticipare i cambiamenti del mercato e di trovare il miglior modo per approfittarne.
- *Readiness tecnologica*: riguarda la probabilità che le innovazioni tecnologiche portate dall'azienda vengano ben recepite dal pubblico, e quindi che queste possano essere commercializzate con successo. In particolare, per misurare la readiness tecnologica si considerano quattro fattori principali: la solidità della tecnologia, la potenziale attrattività che questa può avere sul mercato, i possibili metodi di commercializzarla ed il supporto da parte del management dell'azienda verso la tecnologia (Heslop, McGregor, e Griffith, 2001). Una startup che si possa considerare tecnologicamente pronta è in possesso di un prodotto in fase di sviluppo, un brevetto o comunque una qualche forma di difesa della sua proprietà intellettuale, e possibilmente già una prima base di clienti.

Questi tre tipi di readiness contribuiscono a rendere un'azienda attraente per i finanziatori, e lo studio di Brush et al permette di capire più precisamente quanto ciascun tipo di readiness sia determinante in ciascuno dei primi step del processo di investimento del Business Angel, cioè la fase di familiarizzazione e quella di screening. In particolare, nella prima fase (quella che può portare alla desk-rejection) è di maggiore importanza la readiness tecnologica, in quanto all'inizio gli investitori prendono decisioni sulla base di criteri

tangibili e più facilmente misurabili, che generalmente riguardano l'area tecnologica, come il numero di brevetti o l'eventuale quantità iniziale di clienti. In questa prima fase le altre due readiness sono di minore importanza. Per la fase di screening invece gli Angel tengono in maggiore considerazione elementi intangibili, quali la percezione della prontezza della startup di portare avanti la strategia prefissata (che corrisponde alla readiness strategica) oppure la capacità percepita del management a far fronte ai cambiamenti ed al loro fit con l'investitore, caratteristiche legate alla readiness organizzativa.

Le caratteristiche delle aziende

Oltre alla prontezza all'investimento, le aziende hanno altre caratteristiche che le rendono attrattive agli occhi dei potenziali finanziatori, e quelle che riescono a comunicare la maggior parte di queste caratteristiche riescono a riscuotere un maggior successo. In particolare, si considerano la presenza di brevetti e denaro FFF (friends, family, founder) per provare la solidità della startup (Conti et al, 2013), i comportamenti degli imprenditori volti a creare fiducia, importante in un contesto in cui l'investitore andrà a ricoprire un ruolo all'interno dell'azienda (Maxwell e Levesque, 2014), ed il business model e la sua efficace comunicazione all'Angel (Wallnofer e Hacklin, 2013).

Tra i primi segnali per dimostrare la solidità dell'azienda che gli imprenditori possono fornire ai potenziali finanziatori ci sono i brevetti ed il denaro investito dal fondatore e dai suoi più stretti conoscenti. Secondo uno studio di Conti et al (2013), è importante che gli imprenditori investano in entrambi per massimizzare le probabilità di ottenere finanziamenti. Più precisamente, i Business Angel tendono a dare maggiore importanza al denaro FFF, in quanto ritengono che esso sia un segnale della dedizione dell'imprenditore, che rischia in prima persona per la sua startup. Per questa ragione, si osserva che le aziende che ottengono una buona quantità di denaro FFF hanno più probabilità di essere finanziate dai Business Angel e di ottenere fondi più cospicui. Al contrario, il numero di brevetti registrati non ha un'importanza fondamentale: questo risultato si collega a quello precedente secondo cui il numero di brevetti, una delle misure della readiness tecnologica, è importante solamente nella prima fase del processo di investimento, quella del desk-reject (Brush et al, 2012). Queste caratteristiche sono inoltre distintive dei Business Angel e li distanziano dagli investitori istituzionali, che sempre secondo lo studio di Conti danno un peso molto maggiore al numero di brevetti e generalmente minore alla dedizione percepita dell'imprenditore.

Un secondo elemento che porta le startup ad attrarre maggiori investimenti informali è quello legato alla creazione di fiducia (Maxwell e Levesque, 2014): i Business Angel, come detto, danno una grande importanza alle caratteristiche dell'imprenditore e una volta che investono assumono anche un ruolo nella startup. Per questo motivo, comportamenti volti alla creazione di fiducia da parte dell'imprenditore possono giocare un importante ruolo. Più precisamente, Maxwell e Levesque sottolineano la presenza di rischi d'agenzia, connessi a questo tipo di investimenti. Ricordando che i Business Angel raramente instaurano ex-ante metodi per controllare il comportamento dell'imprenditore, appare chiaro come questi siano suscettibili a comportamenti che possano creare o danneggiare il rapporto di fiducia tra imprenditore ed investitore: se infatti si riesce a creare una buona fiducia, questa permetterà di allineare gli interessi delle due parti ed in questo modo ridurre i rischi d'agenzia, senza dover incorrere in costi di transazione aggiuntivi. La Figura 7 propone una rappresentazione di come un imprenditore possa creare un rapporto di fiducia e confermarlo tramite i suoi comportamenti. Un fallimento nel confermare la propria affidabilità può portare ad un'incrinatura nei rapporti che spesso porta ad un'interruzione del rapporto tra le parti.

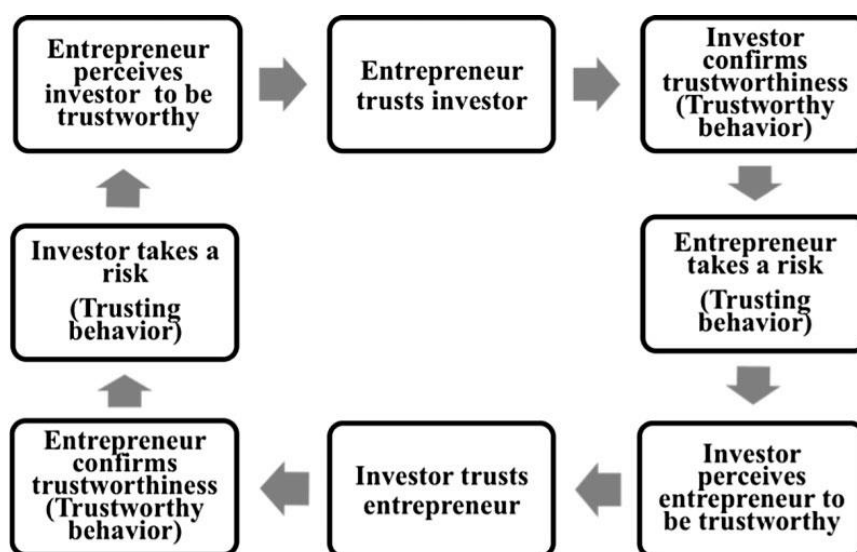


Figura 7: Rappresentazione schematica della creazione di fiducia imprenditore-investitore (Maxwell e Levesque, 2014)

Un terzo elemento che può avere un impatto significativo sulla decisione di investimento è il business plan della startup e la sua comunicazione all'investitore (Wallnofer e Hacklin, 2013). Poiché i Business Angel operano nelle prime fasi di vita delle aziende, gli imprenditori devono essere capaci di presentare un business plan efficace e che dimostri che la tecnologia che la sua startup sta sviluppando ha buone possibilità di successo. Tuttavia gli Angel sanno che agli inizi

un business model non può essere perfetto, ma avrà bisogno di aggiustamenti successivi, e per questo la presentazione viene anche per cercare di capire le caratteristiche dei fondatori, la loro capacità comunicativa, la tendenza a pensare in termini di come portare al successo un business, la loro motivazione ed ovviamente la loro competenza.

Il ruolo dell'ambiente esterno

I Business Angel, la loro presenza ed i loro comportamenti sono spesso influenzati non solo dalle caratteristiche delle aziende che considerano, ma anche dal contesto in cui essi si trovano ad operare. Una delle principali determinanti della presenza di un mercato dei capitali informali è, poco sorprendentemente, la presenza di un cospicuo numero di imprese innovative (Burke et al, 2010), in cui vi è una grande domanda di equity che ne genera l'offerta (sia istituzionale che informale), creando un circolo virtuoso che porta alla creazione di un ambiente fortemente imprenditoriale: più Venture Capital e Business Angel si troveranno in un dato ambiente, più startup nasceranno, conscie del fatto che potranno trovare fondi sia per le prime fasi della loro vita (grazie agli investitori informali) sia per gli stage più avanzati (grazie agli investitori istituzionali). Questa situazione in cambio aumenta ulteriormente l'offerta di equity, e così via.

Un secondo elemento che determina la presenza di Business Angel è legato alle istituzioni dello Stato: si osserva infatti che il mercato dei capitali informali fatica a svilupparsi in economie in via di sviluppo, dove c'è carenza di istituzioni che permettano una più sicura attività di investimento (Scheela et al, 2012, Szerb e Rappai, 2007). Gli Angel operanti in questi Stati spesso devono utilizzare strategie differenti rispetto a quelli nelle economie più avanzate, ad esempio investendo soprattutto in startup con i cui fondatori siano legati da legami di parentela, così da essere certi della fiducia dell'imprenditore e non rischiare di trovarsi in difficili situazioni, come ad esempio la violazione del contratto stipulato e la difficoltà a rivalersi sull'altra parte a causa dell'imperfetto impianto legislativo. Un'altra strategia importante per questi Angel è l'intraprendere una più accurata attività di networking, così da poter ottenere un buon deal flow da conoscenti fidati, e spesso co-investire con essi.

Alla luce di questi elementi, è chiaro che l'ambiente esterno influenza considerevolmente la presenza ed il comportamento degli investitori informali, e per questa ragione è possibile intervenire nel mercato per cercare di stimolarne la presenza. Questo è ciò che molti Stati hanno iniziato a fare, mettendo in piedi un numero consistente di misure per ingrandire il mercato dei capitali informale.

Le policy pubbliche per il mercato dei capitali informale

Poichè è ormai da tempo assodata l'importanza dei Business Angel nello sviluppo di un'economia innovativa ed imprenditoriale, i governi hanno iniziato a studiare delle policy per stimolare l'offerta di capitale informale. La ratio dietro l'azione pubblica riguarda il possibile innesco di un circolo virtuoso che porti benefici all'economia (Lipper et al, 2002): come illustrato nella figura 8, la presenza di capitale informale stimola la nascita di imprese innovative, le quali a loro volta portano all'aumento dell'offerta di capitale, e così via in un circolo che porta alla creazione di ricchezza.

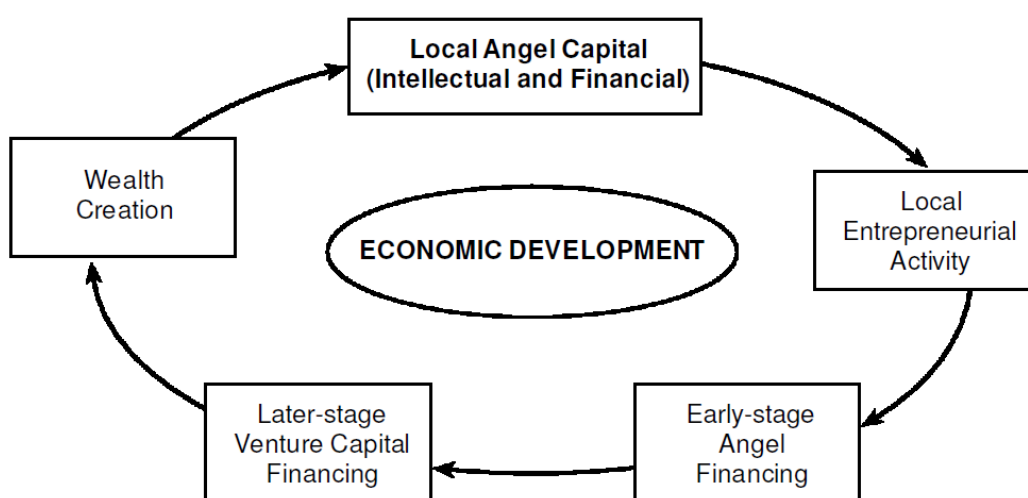


Figura 8: Il circolo virtuoso dell'investimento informale (Lipper et al, 2002)

Una delle ragioni principali che hanno spinto gli Stati a muoversi è la percezione di trovarsi in presenza di un fallimento di mercato (Christensen 2011), in cui vi sono numerose startup che faticano a trovare un ampio mercato dei capitali, e quindi si trovano spesso impossibilitate a lanciare la propria attività. Molti Governi hanno così deciso di prendere la strada dell'intervento pubblico. La maniera migliore per muoversi non è ancora così chiara, e spesso le misure pubbliche mostrano dei procedimenti "trial and error", in cui si tentano vari approcci per capire quali siano i più efficienti (Aernoudt et al, 2007), cercando di intervenire evitando però di causare l'effetto di "crowding out" frequente nei casi di azioni pubbliche nell'economia. Inoltre, prima di agire, è importante capire se ci si trovi veramente in una situazione di fallimento di mercato, oppure se la scarsità di investimenti è dovuta al fatto che ci sono poche aziende che davvero creano valore, per cui il mercato sta semplicemente allocando in modo efficiente i fondi alle poche startup davvero valide; intervenire in quest'ultima situazione significherebbe stimolare l'allocatione di fondi ad aziende che distruggono valore, causando delle storture nel

mercato (Collewaert et al, 2012). Un altro aspetto da tenere presente è legato ai possibili costi opportunità di questi interventi (Christensen, 2011), cioè è necessario che lo Stato si chieda se i soldi pubblici che vengono spesi per queste azioni non sarebbero spesi meglio in altri ambiti. Infine, vi è un rischio ulteriore legato agli interventi statali, ossia quello di rendere il mercato dipendente dagli interventi stessi: è infatti possibile che gli agenti economici si abituino troppo al supporto dello Stato, e di conseguenza non riescano a proseguire le loro attività senza di questo; in tal caso si crea un effetto di “lock-in” delle risorse pubbliche, per il quale non è possibile ritirare l'intervento senza rischiare di far tornare il mercato al punto di partenza (Christensen, 2011). Sono stati tentate varie misure di policy pubblica, si propone qui una panoramica degli interventi effettuati più frequentemente:

- *Sussidi ai Business Angel Network* (Collewaert et al, 2012; Aernoudt et al, 2007): i Network sono un'importante fonte di investimento informale, in quanto permettono agli Angel di strutturarsi in associazioni che garantiscano loro di ottenere informazioni sulle opportunità di investimento (ovviando quindi ad eventuali inefficienze informative del mercato), ed eventualmente di investire in gruppo. L'effetto diretto dovuto alla creazione di queste associazioni, e che desta interesse nello Stato, è piuttosto evidente: facilitando gli investimenti, si stimola la creazione di posti di lavoro, di innovazione e di crescita economica (Christensen, 2011). La fondazione ed il mantenimento di un Business Angel Network è spesso costosa per i suoi membri, ed è in questo aspetto che lo Stato può intervenire, sussidiando l'associazione. Questa misura è particolarmente indicata in caso ci siano disparità regionali nella presenza di investitori informali, quando cioè ci sia una concentrazione di Angel in aree ben definite; in questa situazione l'intervento pubblico può aiutare a colmare il gap. Tramite i sussidi, lo Stato permette al Network di crescere, con gli ovvi vantaggi che questo porta ai suoi membri. I risultati di interventi di questo tipo sono stati vari: in Belgio questa policy ha sortito effetti positivi (Collewaert et al, 2012), ed ha portato al finanziamento di un buon numero di startup che hanno poi ottenuto successo anche nei round più avanzati di investimento (indice del fatto che sono aziende che creano, non che distruggono valore); l'unico difetto di questo intervento è che il Network continua ad operare grazie ai fondi pubblici, che indica che non è riuscito a rendersi totalmente indipendente. Un altro esempio europeo arriva dalla Danimarca, ed ha avuto risultati più sfortunati (Christensen 2011): questo intervento è durato complessivamente cinque anni, dal 2001 al 2005. Inizialmente, il piano sembrava funzionare, poiché è riuscito in poco tempo a riunire un

buon numero di Angel, alcuni dei quali con una forte esperienza alle spalle, che hanno permesso al Network di strutturarsi, guadagnare visibilità ed entrare in contatto con la comunità finanziaria nazionale. In questo periodo i fondi pubblici forniti al Network erano cospicui ed in continuo aumento. Tuttavia, dopo qualche tempo il governo ha iniziato a ridurre i suoi sussidi, temendo l'effetto lock-in e ragionando forse eccessivamente nel breve periodo: riteneva infatti che il Network stesse richiedendo troppo tempo per raggiungere il break even, ed è quindi stato affrettato nel bollare il piano come un fallimento. I fondi pubblici sono così stati completamente ritirati in pochi mesi, ed il Business Angel Network ha smesso di esistere in breve tempo.

- *Incentivi fiscali* (Mason, 2009; Aernoudt et al, 2007): si tratta di uno dei primi metodi tentati, e consiste nel fornire detrazioni fiscali a coloro che investano in determinati ambiti. Possono essere di vario tipo: legati all'ammontare investito o alle eventuali perdite, oppure garantiscono esenzioni per i capital gain. In generale queste policy mirano a migliorare il rapporto tra rischio e rendimento, facendo sì che investire sia più conveniente. È uno dei metodi più frequentemente utilizzati negli stati europei: Regno Unito, Francia, Irlanda, Belgio, Paesi Bassi offrono da tempo benefici fiscali per lo stimolo del capitale informale. Secondo vari studi questa è una buona policy, dato che i Business Angel sono piuttosto sensibili al livello di tassazione (Mason e Harrison, 2000; Mason e Harrison, 2002). Vi sono tuttavia alcuni svantaggi che possono limitare l'efficacia di questa misura: ad esempio, questi incentivi possono attrarre investitori poco motivati, che investono in modo poco accurato (aumentando le possibilità di investire in aziende che distruggono valore) e senza contribuire ex-post alla gestione della startup, riducendone le probabilità di successo; infine, è difficile creare schemi di questo tipo che non siano complessi dal punto di vista legislativo, e questo causa spesso poca chiarezza riguardo a chi è idoneo e chi no agli incentivi; una situazione di questo tipo fa nascere incertezza negli investitori.
- *Educazione di imprenditori ed investitori* (Mason, 2009): questa misura viene presa per aumentare la presenza di domanda e di offerta di capitale, e di migliorarne la qualità. Dal lato delle aziende, si tratta di aiutarli a raggiungere la readiness per l'investimento (di cui si è trattato in precedenza): a volte questo può essere fatto tramite corsi finanziati dallo Stato, altre volte invece sono i Business Angel Network che vengono sussidiati per seguire aziende promettenti ma non pronte per l'investimento, che vengono supportate ed aidate a migliorare, invece di essere direttamente rifiutate; in tal modo si potrà poi procedere con un finanziamento da parte degli Angel del Network stesso.

Anche dal lato dell'offerta di capitale si può agire in maniera simile, educando gli investitori alle prime armi. Anche qui sono i Business Angel Network a tenere corsi di questo tipo, così da poter attrarre potenziali nuovi membri, formarli, e poi farli entrare nell'associazione. Questa formazione può anche essere fornita ad investitori più esperti, per espandere le loro competenze.

- *Schemi di co-investimento* (Mason, 2009; Aernoudt et al, 2007): questo tipo di policy mira ad accrescere l'ammontare investito dai Business Angel, fornendo capitale aggiuntivo. Spesso il fondo di co-investimento fornisce un ammontare pari a quello investito dall'Angel (si parla così di investimento di pari passo). In tali schemi lo Stato si può comportare in vari modi: in casi come quello dello European Angel Fund esso non influenza il processo di investimento e non effettua due diligence, lasciando una libertà pressoché totale all'investitore; a volte invece il fondo pubblico richiede che gli investimenti dell'Angel rispettino alcuni semplici criteri, come nel caso dello Scottish Co-Investment Scheme (Mason, 2009), uno dei primi esempi di co-investimento in Europa; in altri casi ancora invece lo Stato interviene più direttamente, influenzando la due diligence e le decisioni degli Angel: è il metodo utilizzato dal britannico London Seed Capital. Le prime osservazioni sugli effetti di questo tipo di policy sono state positive: proprio lo Scottish Co-Investment Scheme ha avuto un buon impatto sugli Angel che ha supportato, i quali hanno allargato il loro portfolio ed hanno deciso di investire in startup che richiedevano un maggior numero di finanziamenti nel tempo, cosa che non avrebbero fatto senza il supporto del fondo (Mason, 2009). Tuttavia, anche questi schemi hanno alcune limitazioni: innanzitutto, sono indicati quasi unicamente per mercati dei capitali maturi; succede infatti spesso che in alcune regioni si trovi una carenza di investitori o di aziende con una buona readiness, ed in queste situazioni i fondi non riescono a creare nuova domanda o offerta di capitale, potendo essi soltanto rafforzare mercati già esistenti. Un altro potenziale limite è quello di attrarre, come nel caso degli incentivi fiscali, il cosiddetto "dumb money", ossia investitori poco motivati e passivi, che non collaborano nella gestione delle aziende finanziate. Infine, i finanziamenti nati dal co-investimento tendono ad avere un ammontare piuttosto cospicuo, cosa che può ridurre il mercato degli investimenti più piccoli (identificabili con importi sotto i 100.000€).

Seconda Parte: I Business Angel dello European Angel Fund

European Investment Fund ed EAF

Lo European Investment Fund (EIF) è stato fondato nel 1994, con lo scopo di fornire capitale di rischio alle aziende innovative. In tutte le azioni che compie l'EIF utilizza sia capitali propri che quelli forniti dalla European Investment Bank, della Commissione Europea, o degli Stati membri. Tra le varie misure intraprese, vi è l'istituzione dello European Angel Fund, un fondo di co-investimento dedicato ai Business Angel europei ed attivo oggi in Austria, Germania, Irlanda, Paesi Bassi e Spagna, con oltre quaranta membri all'attivo e che pianifica di espandersi ulteriormente nel prossimo futuro. Questo fondo permette agli Angel di incrementare la loro capacità di investimento in ogni fase di crescita dell'azienda: "seed", "early stage" o fase avanzata di crescita. Allo stesso tempo, si impegna a lasciare massima libertà di scelta all'investitore nel processo decisionale e nella gestione dell'investimento. Attualmente, sono stati compiuti investimenti legati a questo fondo per oltre 200 milioni di euro.

Funzionamento dell'EAF

Per poter investire con l'EAF, il Business Angel deve rispettare alcune condizioni:

- Deve aver compiuto degli investimenti precedenti di successo
- Deve avere accesso ad un buon deal flow
- Deve poter investire almeno 250.000€ totali durante la durata dell'accordo, pari a dieci anni

Una volta che l'Angel invia la candidatura, l'EAF compie una due diligence per assicurarsi la bontà dell'investitore e delle informazioni che ha fornito.

Una volta superata la due diligence, l'investitore firma un accordo detto co-investment framework agreement (CFA). In esso l'EAF non si impegna a garantire equity ad ogni investimento, ma fornisce in anticipo un determinato ammontare, che l'Angel utilizzerà negli investimenti futuri. Questi CFA sono generalmente standardizzati, per facilitare la loro stipula, ma si prestano a volte a piccoli aggiustamenti per adattarsi a ciascun investitore: le modifiche possono riguardare l'orizzonte temporale degli investimenti, i settori in cui concentrarsi, ed il numero di investimenti.

Tutte le decisioni di investimento sono lasciate al Business Angel, e l'EAF investirà di pari passo, ovvero fornirà lo stesso ammontare impegnato dall'Angel. L'equity totale garantita dall'EAF per tutta la durata del CFA è solitamente compresa tra i 250.000€ e i 5.000.000€. L'EAF non paga il Business Angel per la gestione degli investimenti, ma contribuisce al sostenimento delle varie spese legate all'investimento.

L'EAF si impegna ad adattarsi il meglio possibile allo stile di investimento ed ai bisogni di ciascun Angel, lasciando pressoché totale libertà nella gestione degli investimenti. L'investitore dovrà comunque aggiornare periodicamente l'EAF sull'andamento delle aziende finanziate, utilizzando dei sistemi di reporting standardizzati e mirati all'efficienza.

Infine, l'EAF permette ai suoi Angel di entrare in contatto con i fondi di Venture Capital che collaborano con lo European Investment Fund, così che possano ottenere un ulteriore supporto grazie all'esperienza ed alle conoscenze degli investitori istituzionali.

Informazioni personali sui Business Angel dell'EAF

Ci sono in totale 41 Business Angel che co-investono con l'EAF. La maggior parte di questi Angel ha età compresa tra i 40 ed i 55 anni, e nell'80% dei casi è laureato, spesso con una laurea magistrale, mentre i detentori di PhD sono il 25%; inoltre, il 20.5% ha frequentato un MBA. Le lauree più frequenti sono quelle in Business Administration o Fisica, e più in generale la maggior parte sono lauree di tipo scientifico. Una parte preponderante degli Angel (il 62,5%) ha lavorato in settori hi-tech, e spesso ha lavorato in più di un settore. Spesso gli Angel hanno alle spalle una buona esperienza lavorativa: oltre il 90% ha almeno 11 anni di esperienza, e circa il 45% ha lavorato per almeno 21 anni. Per quanto riguarda le mansioni di cui si sono occupati, la maggior parte ha rivestito ruoli dirigenziali, come CEO (18%), presidente di consiglio d'amministrazione (15,4%) oppure imprenditore (25%). Una minoranza di Angel (18%) ha anche lavorato per fondi di Venture Capital.

Metodologia di raccolta dati

Questo studio raccoglie tutti i dati pubblici disponibili sui 41 Angel legati all'EAF, e sulle startup che essi hanno finanziato. Non essendo possibile tramite questi dati distinguere tra gli investimenti legati all'EAF e quelli intrapresi da soli, si considera la totalità degli investimenti

effettuati dagli Angel, e la lista sul sito dell'EAF viene utilizzata semplicemente come database da cui partire per recuperare i dati degli investitori. Sia per gli investitori che per le startup vengono utilizzati i siti LinkedIn e Crunchbase. Il primo è il più celebre social network dedicato al mondo del lavoro, il secondo è un network che fino al 2015 è stato controllato da TechCrunch, un sito specializzato in notizie di stampo tecnologico; successivamente Crunchbase ha ottenuto l'indipendenza da TechCrunch. Crunchbase è un database specializzato in investitori e startup, con un ampio database riguardante centinaia di migliaia di investimenti in aziende innovative. Laddove i dati su LinkedIn e Crunchbase non fossero sufficienti, si è ricorso ai siti personali degli Angel e quelli ufficiali delle aziende. Per nessun investitore era presente una chiara indicazione delle eventuali exit, che quindi per questo studio non è stato possibile considerare.

Una volta raccolti i dati, essi sono stati inseriti in un file Excel, dove sono stati analizzati per definire meglio i profili di investimento dei Business Angel considerati, e cercare così eventuali tendenze comuni. Di seguito vengono proposti i risultati, che saranno poi confrontati con la letteratura scientifica in materia, per verificarne la coerenza con essi. In particolare, verranno presentati i dati riguardanti il numero di investimenti per ciascun Angel, l'età delle startup finanziate al momento dell'investimento, il round di investimento, e la provenienza di ciascun investitore e ciascuna startup. In seguito si commenteranno i dati per cercare tendenze particolari di investimento, come ad esempio la presenza di un home bias oppure la propensione ad investire nello stesso settore in cui si ha lavorato in passato. I dati sono stati raccolti tra Febbraio e Marzo 2018, per cui non comprendono eventuali cambiamenti successivi a tale periodo.

Risultati

I dati presentati in questa sezione riguardano i 30 Business Angel per i quali è stato possibile trovare dati riguardanti i loro investimenti. Per 11 di questi sono quasi totalmente assenti dati pubblici, e sono compresi solamente nell'analisi della distribuzione geografica degli investitori.

Sommario investimenti

In totale sono stati raccolti dati riguardanti 217 investimenti in 206 diverse aziende effettuati da 30 Business Angel. La maggior parte di questi proviene da paesi germanofoni, con 6

investitori austriaci e 15 tedeschi. Per quanto riguarda il numero di investimenti, in media questi hanno un portfolio composto di poco più di 7 aziende, ma vi sono differenze importanti tra i vari Angel: alcuni sono investitori seriali con oltre 15 investimenti effettuati, mentre altri hanno soltanto uno o due investimenti all'attivo. Al contrario, nell'età delle aziende in cui si investe la variabilità nel campione è minore, seppur con qualche eccezione: generalmente gli Angel investono in aziende giovani, con un'età media di 2,35 anni al momento dell'investimento. Ciò si riflette anche nei round di finanziamento: dei 129 investimenti di cui è stato possibile determinare il round, 70 sono stati effettuati nella fase di seed (precisamente il 54% del totale), ed altri 13 nel cosiddetto Angel Round, un round di finanziamento immediatamente successivo al seed, dove le startup si rivolgono specificatamente al mercato degli investitori informali. Vi è anche una modesta presenza di investimenti al Round A, dove generalmente iniziano ad investire anche i primi investitori istituzionali. Tutti questi risultati sono coerenti con la letteratura in materia (Jensen, 2002) che indica i Business Angel come la principale fonte di equity per le startup neonate, ormai sempre più importanti dopo che gli investitori istituzionali hanno progressivamente iniziato a ridurre i loro finanziamenti nelle fasi di seed ed early stage, considerate spesso troppo rischiose.

Tabella 1: Panoramica investimenti degli Angel

Average Investments	Investments	Investors	Average investments	Average age
Austria	26	6	4,3	4,36
Germany	99	15	6,6	2,42
Ireland	14	1	14,0	2,3
Netherlands	9	2	4,5	1,75
Spain	69	6	11,5	1,27
Total	217	30	7,2	2,35

Tabella 2: Sommario dei dati degli investitori

Name	Country	Region	Most frequent round	Startup average age	Total investm.	Same country	Same region	% Country	% Region
Niko Alm	Austria	Vienna	Seed	1	1	1	1	100%	100%
Michael Altrichter	Austria	Vienna	Seed	2,4	4	3	2	75%	50%
Christian Ebner	Austria	Vienna	N/D	N/D	3	3	3	100%	100%
Herbert Gartner	Austria	Steiermark	Series A	5,24	9	8	6	89%	67%
Hermann Hauser	Austria	Tyrol	Venture Round	N/D	7	2	0	29%	0%
Johannes Siller	Austria	Vienna	Seed/Series A	3,5	2	1	1	50%	50%
Cornelius Boersch	Germany	Germany	Seed	1	1	0	0	0%	0%
Andreas Eckert	Germany	Berlin	N/D	N/D	8	8	5	100%	63%
Alexander Ey	Germany	Berlin	N/D	N/D	12	12	8	100%	67%
Michael Friebe	Germany	Munich	Series A	3	1	1	0	100%	0%
Friedrich Georg Hoepfner	Germany	Baden- Württemberg	Seed	3	7	4	0	57%	0%
Ralph Eric Kunz	Germany	Berlin	Venture Round	2	1	1	0	100%	0%
Karl Leo	Germany	Saxony	Venture Round	11	1	0	0	0%	0%
Michael Lott	Germany/France	Paris	N/D	N/D	16	12	10	75%	63%
Alexander Meyer	Germany	Bavaria	N/D	N/D	10	5	1	50%	10%

Alec Rauschenbusch	Germany	Baden- Württemberg	N/D	2,06	17	13	1	76%	6%
Detlev Riesner	Germany	North Rhine- Westphalia	Seed	1	1	1	1	100%	100%
Benjamin Rohé	Germany	Berlin	Seed	N/D	7	6	5	86%	71%
Jürgen Schumacher	Germany		Seed	1	1	1	0	100%	0%
Falk Strasczeg	Germany	Bavaria	Venture Round	4	5	4	0	80%	0%
Christian Vollmann	Germany	Berlin	Seed	1,77	11	8	7	73%	64%
Gianni Matera	Ireland	Dublin	Seed	2,29	14	14	10	100%	71%
Kenneth Broos	Netherlands	North Brabant	N/D	N/D	1	0	0	0%	0%
VenturesOne (BA Syndicate)	Netherlands	South Holland	Seed	1,75	8	6	4	75%	50%
François Derbaix	Spain	Madrid	Seed	1,24	20	19	12	95%	60%
Carlos Domingo	Spain	Catalonia	Seed	1,375	6	4	0	67%	0%
Carles Florensa	Spain	Catalonia	Seed	1,5	2	2	2	100%	100%
Javier Llorente	Spain	Catalonia	Seed	1	15	15	12	100%	80%
Vicent Rosso	Spain	Madrid	N/D	N/D	8	6	5	75%	63%
Jose Maria Torroja	Spain	Madrid	Seed/Angel Round	1,33	18	18	13	100%	72%

Tabella 3: Round di investimento

	Seed	Series A	Venture Round	Angel Round	Other
Austria	8	9		8	1
Germany	11	6		6	3
Ireland	14				
Netherlands	7	1			
Spain	30	2		2	9
Total	70	18		16	12

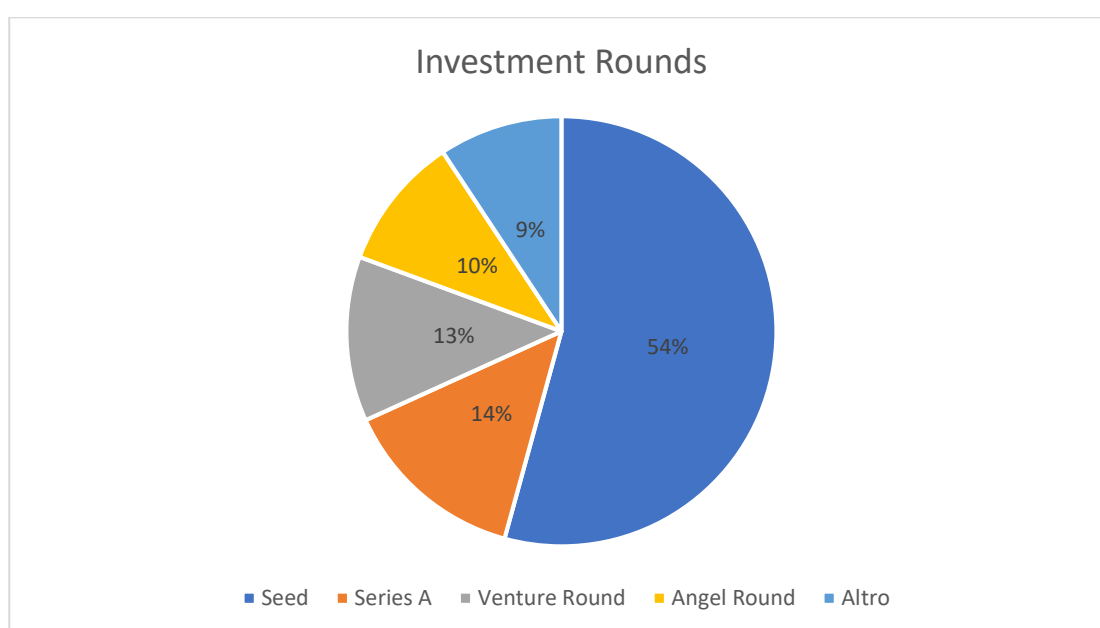


Figura 9: Distribuzione dei round di investimento

Evidenze di Home Bias e regionalità degli investimenti

Secondo i dati raccolti, sia per gli investitori che per le aziende vi è una certa concentrazione regionale: nei tre stati principali (Austria, Germania, Spagna) non più di tre regioni ospitano la maggior parte degli Angel; in Austria oltre la metà degli investitori opera nella città di Vienna, mentre in Germania le regioni con più Angel sono la regione metropolitana di Berlino, la Baviera, ed il Baden-Württemberg, tre delle zone più popolate ed economicamente più dinamiche del paese⁵. La Spagna segue il trend, con 9 investitori su 11 in Catalonia o nella regione di Madrid.

⁵ <https://www.worldatlas.com/articles/the-richest-and-poorest-states-in-germany.html>

Un discorso simile si può applicare per le aziende: delle 206 startup, 26 sono presenti in Stati diversi da quelli di attività degli investitori, mentre le restanti, site negli stati degli Angel, presentano un'importante concentrazione regionale: regioni come quelle di Berlino in Germania, o di nuovo Madrid e la Catalonia in Spagna raccolgono la maggior parte delle startup dei rispettivi paesi.

Questi dati possono essere interessanti nello studio di eventuali tendenze di investimento, come un bias per i finanziamenti nel proprio Stato o nella propria regione. Generalmente si ritiene che il mercato dei Business Angel sia piuttosto locale (Mason and Harrison, 1995; Harrison et al, 2010), per molteplici motivi: innanzitutto, vi è spesso una certa località dell'informazione su un potenziale investimento; insomma se una piccola azienda intende farsi finanziare, questa incorrerà in costi di ricerca molto minori nel farsi conoscere dagli investitori locali rispetto ad altri che operano a grande distanza; un ragionamento simile vale per l'investitore, per il quale sarà più facile ottenere informazioni su aziende interessanti dalla sua rete di conoscenze, che si troverà in modo preponderante nella stessa area dell'Angel stesso. Un'altra ragione della possibile località degli investimenti riguarda la tendenza degli Angel a partecipare in prima persona nella gestione delle aziende finanziate; gli investitori informali fanno questa scelta sia per mettere la propria esperienza manageriale al servizio dell'azienda, migliorando così le sue possibilità di successo, sia per esercitare un controllo diretto sull'imprenditore e mitigare così i rischi di agenzia connaturati agli investimenti. Questa caratteristica locale degli investimenti degli Angel potrebbe contribuire a colmare eventuali gap regionali di equity: Harrison osserva infatti che la maggior parte degli investitori istituzionali è concentrata in poche aree, generalmente quelle metropolitane, e più in generale nelle regioni più ricche. Questo causa una scarsità di equity istituzionale in tutte le zone più periferiche, che può essere colmato se nelle altre regioni è presente una buona quantità di capitale di rischio informale, rappresentato dai Business Angel. Tuttavia, successivi studi (Avdeitchikova, 2009) hanno rilevato che anche i Business Angel sono molto concentrati nelle località metropolitane e nelle città universitarie, a scapito delle regioni più periferiche. L'effetto di questa disparità è un drenaggio modesto ma significativo di capitali che dalle zone con il minor numero di investitori passano in quelle più dinamiche, con la potenziale instaurazione di un circolo vizioso che porti investitori ed imprese a concentrarsi sempre di più in determinate località.

I dati raccolti in questo studio innanzitutto confermano la forte concentrazione degli investitori, che si riflette anche nella distribuzione delle aziende finanziate. Questi risultati possono portare ad una riflessione sul possibile effetto di drenaggio di capitali, che Avdeitchikova ha osservato per l'economia svedese, per verificare se tale trend si conferma anche gli Stati europei considerati.

Tabella 4: Panoramica distribuzione geografica degli investimenti

	total	country	region	%country/total	%region/country	%region/total
Austria	26	18	13	69,2%	72,2%	50,0%
Germany	99	77	39	77,8%	50,6%	39,4%
Ireland	14	14	10	100,0%	71,4%	71,4%
Netherlands	9	6	4	66,7%	66,7%	44,4%
Spain	69	64	43	92,8%	67,2%	62,3%
Total	217	179	109	82,5%	60,9%	50,2%

Per quanto riguarda la distribuzione degli investimenti, dall'osservazione della Tabella 4 è immediato il riconoscimento di un home bias rivolto al proprio Stato: infatti l'82,5% degli investimenti sono stati effettuati sul suolo nazionale, con gli Angel spagnoli che estremizzano questa tendenza con il 92,8% di investimenti in Spagna. Meno forte, ma in ogni caso significativa, la regionalità dell'investimento: circa la metà dei finanziamenti vengono effettuati nella stessa regione, anche in questo caso con una tendenza più marcata da parte degli Angel spagnoli (62,3%). Più precisamente, prendendo l'intero campione degli Angel, il 60,9% degli investimenti effettuati nel proprio stato di attività sono stati effettuati nella propria regione. Vi sono comunque differenze importanti tra i vari Angel: spesso infatti coloro che investono poco nella propria regione hanno la tendenza ad investire in regioni lontane, o spesso completamente in altri Stati.

Questi dati si possono quindi interpretare facilmente con la letteratura sopra citata: la località dell'investimento si può spiegare con la volontà di partecipare alla gestione della startup finanziata e con la necessità di ridurre i costi di agenzia tramite il controllo diretto dell'operato dell'investitore. Complessivamente, la forte concentrazione di aziende innovative e di potenziali investitori in poche regioni può andare a scapito delle altre località, ed è bene tenere sotto controllo questa situazione ed eventualmente intervenire per colmare questo gap.

Tabella 5: Distribuzione geografica investitori

Austria	
<i>Vienna</i>	5
<i>Steiermark</i>	1
<i>Tyrol</i>	1
<i>Upper Austria</i>	1
<i>N/D</i>	1
Total	9
 Germany	
<i>Berlin</i>	6
<i>Bavaria</i>	4
<i>Baden-Württemberg</i>	3
<i>Saxony</i>	1
<i>North Rhine-Westphalia</i>	1
<i>Outside Germany</i>	1
<i>N/D</i>	2
Total	18

Ireland	
<i>Dublin</i>	1
Total	1
 Netherlands	
<i>North Brabant</i>	1
<i>South Holland</i>	1
Total	2
 Spain	
<i>Catalonia</i>	6
<i>Madrid</i>	3
<i>Valencia</i>	1
<i>Basque</i>	
<i>Country</i>	1
Total	11

Tabella 6: Distribuzione geografica startup

Austria		Netherlands	
<i>Vienna</i>	8	<i>South Holland</i>	4
<i>Steiermark</i>	6	<i>North Holland</i>	2
<i>Salzburg</i>	1	<i>Utrecht</i>	1
<i>Upper Austria</i>	1	Total	7
<i>Lower Austria</i>	1		
Total	17	Spain	
		<i>Madrid</i>	32
		<i>Catalonia</i>	19
		<i>Valencia</i>	7
		<i>Andalusia</i>	1
		<i>Basque Country</i>	1
		Total	60
Germany		France	
<i>Berlin</i>	43	<i>Paris</i>	11
<i>North Rhine-Westphalia</i>	6	<i>Brittany</i>	1
<i>Bavaria</i>	6	<i>Auvergne-Rhône-Alpes</i>	1
<i>Baden-Württemberg</i>	4	Total	13
<i>Brandenburg</i>	2		
<i>Lower Saxony</i>	2		
<i>Saxony</i>	2		
<i>Hesse</i>	1		
<i>Hamburg</i>	1		
<i>Total</i>	<i>67</i>		
		Other Countries	
		<i>United States</i>	11
		<i>United Kingdom</i>	6
		<i>Switzerland</i>	4
		<i>Belgium</i>	1
		<i>Singapore</i>	1
		<i>South Africa</i>	1
		<i>Sweden</i>	1
		<i>Nigeria</i>	1
		Total	26
Ireland			
<i>Dublin</i>	11		
<i>Belfast</i>	1		
<i>Donegal</i>	1		
<i>Galway</i>	1		
<i>Kildare</i>	1		
<i>Limerick</i>	1		
Total	16		

Sectors	Austria	Germany	Ireland	Netherlands	Spain	France	Other countries	Total	
FinTech	1	6	1		2	10	1	4	25
e-Commerce		3				16			19
Healthcare	1	9			1	1		2	14
Data Analysis	2	3	2			1	1	3	12
Pharmaceuticals		6						2	8
Manufacturing	1	3			1		1	1	7
Fashion		3				1	1		5
Marketing		1					2	2	5
Mobile Apps		1				4			5
Social Media		2				2		1	5
Cloud Computing		1	2			1			4
Food		1	1			2			4
Video Games			2			1	1		4
Advertising					1	2			3
Artificial Intelligence	1	1				1			3
Automotive	1		2						3
Fitness			2				1		3
Human Resources		2				1			3
Information Technology	2		1						3
Real Estate		1				1		1	3
Software		2				1			3
Other	8	22	3		2	15	5	10	65

I settori di attività di investitori ed aziende

Nella parte seguente dello studio, si osserveranno i settori di investimento e successivamente si cercheranno eventuali correlazioni tra i settori in cui hanno lavorato o lavorano tuttora gli investitori, ed i settori delle startup finanziate. Similmente all'analisi della regionalità, ci si aspetta di ottenere una relazione tra i due fattori. Questo è previsto da studi precedenti (Sorheim 2003) che osservano che gli investitori tendono ad investire in base alla loro esperienza pregressa, sia essa legata alla località oppure all'industria in cui hanno lavorato. Questo è dovuto innanzitutto al fatto che gli investitori ottengono la maggior parte delle loro informazioni dalle loro reti di conoscenze, che sono più fitte nei luoghi e nelle industrie dove questi hanno fatto esperienza. Il secondo motivo per cui ci si aspetta un bias legato al settore di attività della startup è da ricercarsi nel fatto che gli investitori tendono a contribuire alla gestione dell'azienda dopo il finanziamento, e per fare ciò in modo ottimale è bene avere esperienza nell'industria corrispondente.

Per quanto riguarda i settori degli investitori, la maggior parte di questi ha lavorato in ambito tecnologico, ad esempio in settori quali FinTech, Biotecnologie, o ICT. In generale, gli Angel considerati hanno spesso ricoperto posizioni manageriali, e nella maggior parte dei casi sono anche stati imprenditori: da questo si può desumere che gli Angel possiedano caratteristiche di imprenditorialità che sono state spesso rilevate negli investitori informali in ricerche di questo tipo (Lindsay 2004); è infatti stato osservato che i Business Angel spesso presentano tre aspetti che vanno a formare il loro orientamento imprenditoriale: essere pro-attivi, innovativi e propensi al rischio.

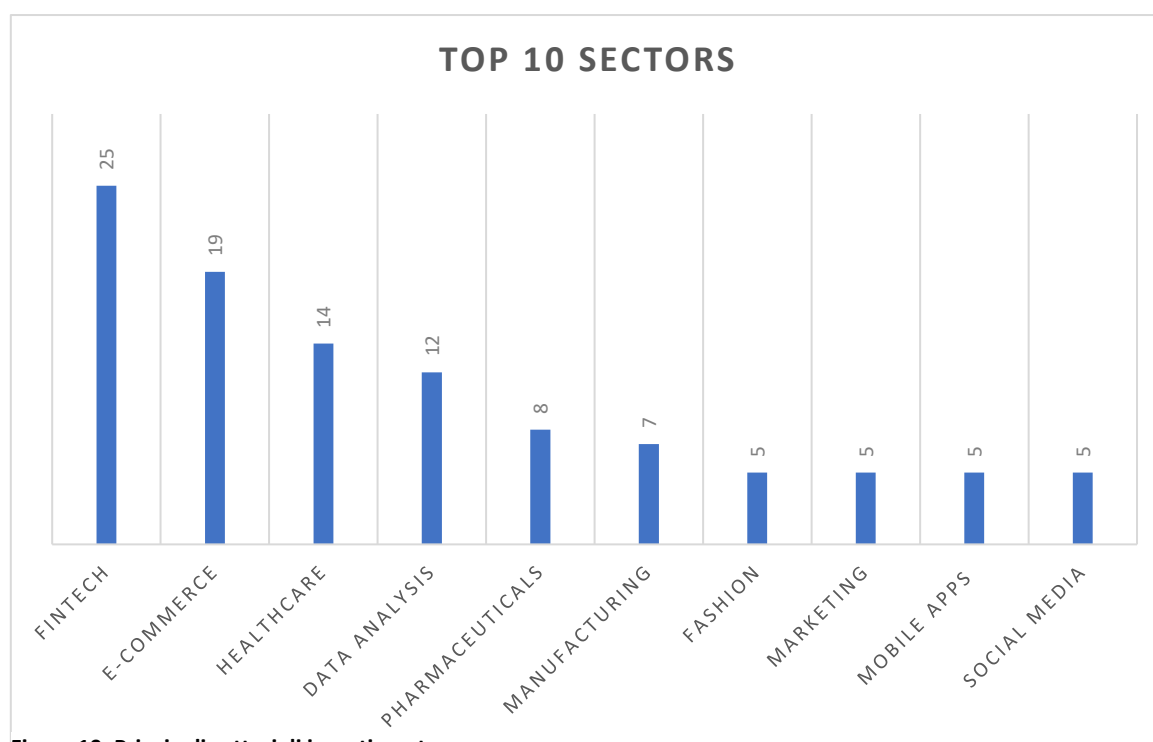


Figura 10: Principali settori di investimento

Queste sono caratteristiche che gli Angel hanno sviluppato probabilmente a causa degli ambienti spesso dinamici in cui hanno operato durante la loro carriera lavorativa.

Concentrandosi sulle startup, si osserva una molteplicità di settori: i Business Angel qui considerati hanno investito in 73 settori diversi, anche se vari fanno capo ad un singolo macro-settore: ad esempio Healthcare, Biotech e Pharmaceuticals sono tutti appartenenti al campo medico. I settori più rappresentati sono FinTech, l'e-commerce e l'Healthcare, che assieme comprendono un totale di 68 aziende.

Tabella 7: Investimenti nello stesso settore di attività

	Total investm.	Same sector	% Same sector
Austria	26	18	69,2%
Germany	99	65	65,7%
Ireland	14	9	64,3%
Netherlands	9	5	55,6%
Spain	69	55	79,7%
Total	217	152	70,0%

Come per il bias regionale, anche qui è presente una tendenza ad investire nel settore in cui si ha lavorato: il 70% degli investimenti sono direttamente riconducibili all'industria in cui hanno lavorato gli Angel, e similmente all'analisi regionale, sono gli investitori spagnoli a presentare questa caratteristica in modo più marcato, con il 79,7% di startup nello stesso settore. Insomma si conferma la volontà degli Angel di investire in contesti conosciuti, per poter avere le maggiori chance di buona riuscita dell'investimento e poter meglio contribuire al successo dell'azienda finanziata.

Conclusioni e spunti per future ricerche

In questo studio è stata innanzitutto fornita una presentazione generale dei Business Angel e del contesto in cui questi operano, e successivamente sono stati analizzati i profili di investimento degli Angel legati al fondo di co-investimento European Angel Fund, controllato dall'Unione Europea.

Questa ricerca fornisce risultati che confermano le osservazioni della letteratura in materia: l'investitore informale tende a sopperire alla mancanza di capitale di rischio istituzionale nelle prime fasi di vita delle aziende innovative, investendo in modo preponderante in aziende giovani ed in particolare nel round di seed. Si conferma anche la sostanziale località degli investimenti: gli Angel preferiscono finanziare aziende che provengano dalla loro regione di attività, o perlomeno dallo stesso stato: in tal modo incorrono in minori costi di ricerca per i nuovi investimenti, e riescono più facilmente ad esercitare un controllo sull'imprenditore, per limitare i costi di agenzia. Oltre ad un bias regionale, ne è presente anche uno legato al settore in cui gli Angel hanno lavorato: seppur siano molti i settori di investimento, la maggior parte delle aziende finanziate opera in un ambito direttamente riconducibile a quello in cui gli Angel sono stati impiegati durante la loro carriera lavorativa. Questa tendenza risponde alla volontà degli investitori di collaborare nella gestione delle aziende finanziate: l'aiuto fornito è sicuramente più efficace se si ha una buona esperienza nel settore.

L'analisi qui presentata fornisce anche possibili spunti per future ricerche: il limite principale di questo studio risiede nel fatto che manchino alcuni dati ottenibili soltanto con un contatto diretto con l'investitore: tra questi, gli importi medi, oppure un'analisi più precisa del loro processo decisionale, con una descrizione di come cambiano gli incentivi all'investimento ed il processo decisionale con o senza il supporto dell'EAF. È dunque possibile approfondire ulteriormente la questione intervistando direttamente gli Angel. Infine, si possono analizzare meglio le startup finanziate tramite co-investimento, per capire se questi fondi ibridi stiano ottenendo buoni risultati: in tal modo si può controllare se queste abbiano performance simili a quelle finanziate in maniera totalmente privata, per comprendere se i fondi di co-investimento generino aziende solide e, in caso queste sottoperformino, analizzarne le potenziali ragioni.

Bibliografia

- Jensen M. (2002), *Angel investors: opportunity amidst chaos*, in “Venture Capital”, Vol. 4, No. 4, 295-304
- Stedler H.R., Peters H.H. (2003), *Business Angel in Germany: an empirical study*, in “Venture Capital”, Vol. 5, No. 3, 269-276
- Wetzel W.E. (1983), *Angel and Informal Risk Capital*, in “Sloan Management Review”, 24:4, p. 23
- Paul S., Whittam G. (2010), *Business angel syndicates: an exploratory study of gatekeepers* in “Venture Capital”, Vol. 12, No. 3, 241-256
- Carpentier C., Suret J. (2015), *Angel group members' decision process and rejection criteria: a longitudinal analysis*, in “Journal of Business Venturing”, Vol. 30, 808-821
- Jensen, M.C., Meckling W.H. (1976), *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in “Journal of Financial Economics”, Vol. 3, Issue 4, 305-360
- Lahti T. (2010), *Categorization of angel investments: an explorative analysis of risk reduction strategies in Finland*, in “Venture Capital”, Vol. 13, No. 1, 49-74
- Osnabrugge M. (2000); *A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory-based analysis*, in “Venture Capital”, Vol. 2, No. 2, 91-109
- Spier K.E. (1992), *Incomplete contracts and signaling*, in “RAND Journal of Economic Perspectives”, 23, 45-66
- Paul S., Whittam G., Wyper J. (2007), *Towards a Model of the Business Angel Investment Process*, in “Venture Capital”, Vol. 9, No. 2, 107-125
- Maxwell A.L., Jeffrey S.A., Lévesque M. (2001), *Business angel early stage decision making*, in “Journal of Business Venturing”, Vol. 26, 212-225
- Mason C., Stark M. (2004), *What do Investors Look for in a Business Plan?*, in “International Small Business Journal”, Vol. 22, No. 3, 227-248
- Croce A., Tenca F., Ughetto E. (2016), *How business angel groups work: Rejection criteria in investment valuation*, in “International Small Business Journal”, 1-22

Mittness C.R., Baucus M.S., Sudek R. (2012), *Horse vs. Jockey? How stage of funding process and industry experience affect the evaluations of angel investors*, in “Venture Capital”, Vol. 14, No. 4, 241-267

Mason C., Botelho T., *The role of the exit in initial screening of investment opportunities: the case of business angel syndicate gatekeepers*, in “International Small Business Journal”

Brush C. G., Edelman L. F., Manolova T. S. (2012), *Ready for funding? Entrepreneurial ventures and the pursuit of angel financing*, in “Venture Capital”, Vol. 14, Nos. 2-3, 111-129

Heslop L. A., McGregor W., Griffith M. (2001), *Development of a technology readiness assessment measure: The cloverleaf model of technology transfer*, in “Journal of Technology Transfer 26, No. 4, 369-384

Conti A., Thrusby M. C., Rothaermel F. (2013), *Show me the right stuff: signals for high tech startups*, in “National Bureau of Economic Research Working Paper Series”

Maxwell. A. L., Lévesque M. (2014), *Trustworthiness: A Critical Ingredient for Entrepreneurs Seeking Investors*

Wallnofer M., Hacklin F. (2013), *The business model in entrepreneurial marketing: A communication perspective on business angels' opportunity interpretation*, in “Industrial Marketing Management”, Vol. 42, 755-764

Burke A., Hartog C., Van Stel A., Suddle K. (2010), *How does entrepreneurial activity affect the supply of informal investors*, in “Venture Capital”, Vol. 12, No. 1, 21-47

Scheela W., Jittrapanun T. (2012), *Do institutions matter for business angel investing in emerging Asian markets?*, in “Venture Capital”, Vol. 14, No. 4, 289-308

Szerb L., Rappai G., Makra Z., Terjesen S. (2007), *Informal Investment in Transition Economies: Individual Characteristics and Clusters*, in “Small Business Economics”, No. 28, 257-271

Szerb L., Terjesen S., Rappai G. (2007), *Seeding New Ventures – Green Thumbs and Fertile Fields: Individual and Environmental Drivers of Informal Investment*, in “Venture Capital”, Vol. 9, No. 4, 257-284

Aernoudt R., San José A., Rouree J. (2007). *Executive Forum: Public Support for the Business Angel Market in Europe – a Critical Review*, in “Venture Capital”, Vol. 9, No. 1, 71-84

Collewaert V., Manigart S., Aernoudt R. (2012), *Assessment of Government Funding of Business Angel Networks in Flanders*, in “Regional Studies”, 44:1, 119-130

Christensen J. L. (2011), *Should government support business angel networks? The tale of Danish business angels network*, in “Venture Capital”, Vol. 13, No. 4, 337-356

Mason C. m. (2009), *Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in Europe: A Critical Review*, in “International Business Journal”, Vol. 27

Mason C. M., Harrison R. T. (2000), *Influences on the Supply of Informal Venture Capital in the UK: An Exploratory Study of Investor Attitudes*, in “International Small Business Journal” 18(4): 11–28.

Mason, C. M., Harrison R. T. (2002), *Barriers to investment in the informal venture capital sector*, in “Entrepreneurship and Regional Development”, 14, 271-287

Lipper G., Sommer B. (2002), *Encouraging angel capital: what the US states are doing*, in “Venture Capital”, Vol. 4, No. 4, 357-362

Mason C.M., Harrison R.T. (1995), *Closing the Regional Equity Capital Gap: The Role of Informal Venture Capital*

Harrison R., Mason C., Robson P., (2010), *Determinants of long distance investing by business Angel in the UK*, in “Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal”, 22:2. 113-137

Avdeitchikova S. (2009), *False expectations: Reconsidering the role of informal venture capital in closing the regional equity gap*, In “Entrepreneurship & Regional Development”, Vol. 21, No. 2, March 2009, 99-130

Sorheim R. (2003), *The pre-investment behaviour of business Angel: a social capital approach*, in “Venture Capital”, Vol. 5, No. 4, 337-364

Sitografia

<http://www.marnixgroet.com/startup-pre-seed-stage/>

<http://www.angelblog.net>

<https://www.crunchbase.com/>

<https://www.linkedin.com>

<https://startupxplore.com/>

<https://www.kickstarter.com>

<http://www.italianAngel.net>

<https://www.worldatlas.com>

http://www.eif.org/what_we_do/equity/eaf