



Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Finanza Aziendale

Start-up innovative e Venture Capitalist:
il caso LVenture Group

RELATORE
Prof. Raffaele Oriani

CANDIDATO
Vittorio Bonelli
Matr. 191771

ANNO ACCADEMICO 2016-2017

INDICE

Introduzione	4
--------------------	---

Capitolo 1

LA START-UP E IL SUO FINANZIAMENTO

1.1 Definizione di start-up	6
1.2 Come nascono le Start-up, dalla <i>business idea</i> all'azienda	8
1.3 Fasi del fabbisogno finanziario	9
1.4 Le Start-up in Italia e le misure adottate per favorirne lo sviluppo	11

Capitolo 2

FONDI DI VENTURE CAPITAL

2.1 Funzionamento dei fondi di Venture Capital	17
2.2 Venture Capitalist e Business Angels	23
2.3 Corporate Venture Capital	25
2.4 Metodi di valutazione delle Start-up	28
2.5 Gestione del portafoglio di Start-up	30
2.6 Scenario italiano dei Venture Capitalist	32

Capitolo 3

FONDO L'VENTURE GROUP

3.1 Presentazione	36
3.2 Strategie di investimento e portafoglio di start-up	40
3.3 LUISS ENLABS: La Fabbrica di Start-up	42

Conclusione	44
-------------------	----

Bibliografia	47
--------------------	----

INTRODUZIONE

Nelle pagine che seguono si cercherà di studiare il fenomeno “start-up”, uno dei principali protagonisti dello scenario economico degli ultimi anni, e in particolare sui metodi che utilizza per finanziare le sue prime fasi di vita, soffermando l’attenzione sul Venture Capital.

L’analisi comincia con la definizione che gli stessi protagonisti del mondo delle start-up hanno dato e con le caratteristiche peculiari di questa tipologia di impresa, dunque la giovane età e l’innovazione. L’analisi si concentra in particolare sul finanziamento di queste imprese e dunque si ripercorreranno le fasi attraverso le quali una start-up va incontro e i vari fabbisogni finanziari relativi a ciascuna fase. La prima parte si conclude con un *focus* sul panorama italiano. Verranno infatti descritte le misure adottate dallo Stato per alimentare ed incentivare lo sviluppo delle start-up in Italia, il cosiddetto “Decreto Crescita 2.0”, che introduce nell’ordinamento giuridico la definizione di “nuova impresa innovativa ad alto valore tecnologico” (start-up innovativa) e infine verranno proposti alcuni dati relativi al 2016, che descriveranno brevemente lo scenario italiano.

Il secondo capitolo si sofferma invece su una specifica attività di finanziamento per le start-up, il Venture Capital. La prima parte è dedicata all’attività svolta dai fondi di Venture Capital, con una descrizione delle varie fasi che portano ad un investimento in start-up e le strategie che utilizzano per scegliere quelle giuste in cui investire e fare profitti. Verranno inoltre esposti brevemente anche altri tipi di investitori, come i Business Angels, con un paragone tra i due soggetti in cui verranno individuati i punti di contatto e le differenze. Il capitolo si conclude con una panoramica dello scenario italiano dei Venture Capitalist, in cui verranno analizzate le differenze tra lo scenario italiano e quello statunitense e individuate quelle che potrebbero essere le soluzioni per colmare il chiaro *gap* tra i due paesi.

L’ultimo capitolo è relativo al *case study*, il fondo di Venture Capital italiano L’Venture Group. L’analisi comincia con una descrizione del fondo e del tipo di start-up in portafoglio e continua con le strategie adottate nel processo di scelta e selezione. La struttura di L’Venture Group è molto interessante in

quanto agisce sia come fondo che come acceleratore di start-up, tramite “LUISS EnLabs: La Fabbrica di Start-up”, derivante da una partnership con l’università LUISS Guido Carli. L’importanza del *case study* in oggetto è proprio nella possibilità di seguire quella che si può definire la “filiera” di una start-up sin dai suoi primissimi momenti di vita.

CAPITOLO 1

La Start-up e il suo finanziamento

1.1 Definizione di start-up.

Con il termine start-up si intende comunemente ed in senso lato identificare l'operazione e il periodo durante il quale si avvia un'impresa, ma non vi è ancora una designazione univoca. Manca di fatto una definizione globale delle start-up non solo dal punto di vista dell'accezione giuridica (cosa che in Italia, come si vedrà, è avvenuta nel 2012), ma anche per quanto riguarda gli aspetti costitutivi dell'impresa¹. Nella maggior parte dei paesi questi sono definiti attraverso parametri quali il tempo, la crescita, le entrate, il profitto o anche la stabilità.

I primi due parametri sono prevalenti, ad esempio, nella designazione delle start-up statunitensi, per cui sono definite in senso ampio come imprese “*in a phase of development and research for markets*”². La difficoltà che si presenta è chiaramente di stabilire la soglia oltre la quale non è più possibile parlare di sviluppo.

In un paese dalla crescita a tratti enorme ma anomala come l'India, che ha recentemente provveduto ad una definizione giuridica delle start-up, sono stati chiamati in causa altri parametri, come quelli relativi alle *revenues*, per regolamentare la corsa agli incentivi da parte dei piccoli business familiari³.

¹In generale: Breasley, Myers, Allen, Sandri 2011.

²Linna 2016, p. 390. Lo studio è concentrato soprattutto sulle “legal startup”, pensate come innovazioni relative al mondo legale, ma l'esigenza di definire l'oggetto è generale: si vedano specialmente le pp. 389-390.

³ Il sito del Governo indiano dedicato alla questione si configura infatti immediatamente sui due parametri necessari della *definition* e della *recognition* (StartupIndia 2015).

Anche in questo caso tuttavia si tratta di parametri che difficilmente possono essere misurati con precisione.

La definizione che danno “i protagonisti”, coloro che in certo modo hanno “fatto la storia” è interessante per gli aspetti filosofici e quasi esistenziali che danno alle loro imprese.

Secondo Neil Blumenthal, co-fondatore di Werby Parker: “una start-up è un’azienda che lavora per risolvere un problema dove la soluzione non è certa e il successo non è garantito”⁴. Secondo altri “*entrepreneurs*” la start-up è un modo di pensare, è un atteggiamento attraverso il quale si abbandona la stabilità in cambio di una promessa di grande crescita e il desiderio di avere un impatto immediato.

Ciò che rappresenta in conclusione un punto di comune accordo è sicuramente la caratteristica di crescere in maniera rapida. Questo non avrebbe nulla a che fare con l’età dell’impresa. Secondo Jan Koum, cofondatore di WhatsApp: “La nostra compagnia ha cinque anni ma noi continuiamo a muoverci e a prendere decisioni velocemente, creiamo nuovi prodotti, quindi siamo ancora una start-up”⁵. Questo aspetto rappresenta la vera differenza con i piccoli business, che nascono in un certo modo e sono destinati a rimanere tali.

La necessità di muoversi e crescere in velocità comporta che la componente fondamentale sia l’innovazione, avere un’idea nuova permette all’impresa di avere un grande impatto nel mercato e aumentare velocemente il proprio raggio d’azione. Ultimamente l’innovazione viene raggiunta tramite la tecnologia ed è essenzialmente per questo motivo che il concetto di start-up viene comunemente associato al settore *high-tech*.

⁴ La citazione è attribuita a Blumenthal in un’intervista apparsa nel 2013 su Forbes online: “*A startup is a company working to solve a problem where the solution is not obvious and success is not guaranteed*”.

⁵ Intervista rilasciata a *Business insider*, nel 2014 (www.businessinsider.com/what-is-a-startup-definition-2014)

1.2 Come nascono le start-up, dalla *Business Idea* all'azienda.

Per essere considerata tale, una *Business Idea* deve naturalmente contenere in sé la possibilità di generare profitti o verrebbe meno la possibilità di avviare un'attività imprenditoriale. Dunque essa si deve concretizzare nella creazione di un bene o un servizio che abbia degli acquirenti e generi ritorni, e quando la *Business Idea* si traduce in un prodotto ben preciso allora si può considerare possibile l'avvio di un'impresa⁶.

Nel caso di una start-up è proprio il prodotto che, se innovativo e realizzabile, si trasforma successivamente in impresa.

Tuttavia è possibile fare *business* e crescere velocemente nel mercato anche senza avere un'idea innovativa, sfruttando invece le esigenze del mercato e le opportunità che esso offre. Questo concetto è chiamato *Business Opportunity*. Una delle variabili più importanti di cui tener conto quando si entra con un'idea innovativa in un settore in forte sviluppo è infatti la tutela che l'idea stessa può avere. Un'idea può avere un effettivo valore solo se le barriere all'entrata di un certo mercato sono alte.

Una volta definita la combinazione prodotto-mercato, tramite lo studio delle caratteristiche del settore e in base all'idea avuta o all'opportunità colta, è necessaria la redazione di un *Business Plan*, cioè la traduzione in linguaggio aziendale/finanziario delle strategie che si intendono implementare nel futuro. Esso è composto da due parti, una qualitativa, in cui viene definito il contesto competitivo del mercato in cui la start-up intende entrare, e uno quantitativo, in cui vengono specificati i finanziamenti previsti e gli investimenti necessari. L'orizzonte temporale di un *Business Plan* va generalmente dai 3-5 anni e a differenza di altri strumenti di pianificazione quali i Budget o i "Piani Industriali" presenta un livello di dettaglio inferiore, infatti non vengono specificati obiettivi mensili, si punta a comprendere se il Business può essere profittevole ed economicamente sostenibile.

⁶ Non mancano studi e manuali che seguono passo per passo il processo di ideazione e concretizzazione delle startup: tre esempi molto citati: Ties 2012, Baptiste 2012 e Blank, Dorf 2013.

Tramite questo processo si può passare da una *Business Idea* vaga o incompleta ad un modello di Business organizzato e perfettamente consapevole del contesto in cui opererà. Questa sua caratteristica comporta che il *Business Plan* non venga utilizzato esclusivamente da start-up, ma anche da imprese già affermate nel momento in cui pianificano di entrare in altri mercati rispetto a quello *core* con idee diverse.

1.3 Fasi del fabbisogno finanziario

Durante il percorso di crescita di una start-up, oltre alla necessità di un'idea innovativa diventa fondamentale anche soddisfare il proprio fabbisogno finanziario, con il tentativo di ridurre al minimo il cosiddetto *Financial Gap*, cioè la differenza tra il capitale necessario per un determinato progetto e il capitale già a disposizione (fig. 1.1).

Per far fronte al proprio fabbisogno una nuova impresa può ricorrere a due fonti di finanziamento esterne: il circuito bancario e il circuito degli investitori privati.

Ricorrere al primo dei due circuiti significa raccogliere capitale di debito da un intermediario finanziario con l'obbligo di restituirlo a determinate scadenze con un piano di ammortamento prestabilito⁷. Questo comporta la necessità di produrre fin da subito flussi di cassa per essere in grado di ripagare il capitale preso a prestito. Decidendo di percorrere questa strada l'impresa ha un rischio di insolvenza dovuto alla possibile mancanza di fondi per restituire il prestito e ripagare gli interessi o comunque il rischio di non poter usufruire completamente della liquidità auto-generata.

La seconda alternativa è invece ricorrere a imprese o fondi di investimento privati che invece investono nel capitale di rischio dell'impresa con lo scopo di ottenere profitti nel medio/lungo termine. Queste forme di finanziamento

⁷ Su questo tema soprattutto Florio 2003.

vengono dette *Private Equity*, cioè attività di finanziamento alle imprese con capitali privati.

Il fabbisogno finanziario di un'impresa varia a seconda della fase di sviluppo in cui l'impresa stessa si trova. Tradizionalmente sono state individuate quattro fasi chiave in relazione al ciclo di vita di un'azienda innovativa⁸:

1. Fase di *seed*: in questa fase vi è il concepimento dell'idea e gli studi di fattibilità, questa fase è caratterizzata da un alto livello di rischio causato dall'incertezza del progetto e dei suoi risultati. Il fabbisogno finanziario di questa prima fase è generalmente basso;
2. Fase di *Start-up*: nella seconda fase l'idea precedentemente concepita deve essere attuata, è la fase più complessa e anche quella in cui vi è la maggiore probabilità di fallire (il 75% delle start-up non supera questa fase), infatti si finanzia l'avvio dell'attività produttiva senza però sapere la validità commerciale del prodotto. Il fabbisogno finanziario di questa fase è elevato in quanto sono necessari i fondi per avviare l'attività;
3. Fase di *early growth*: in questa prima fase di crescita si abbassa l'esposizione al rischio restando comunque elevato il fabbisogno finanziario dell'impresa. Grazie agli elevati tassi di crescita del fatturato aumenta la percentuale di fabbisogno coperta con autofinanziamento;
4. Fase di *sustained growth*: in questa fase l'esposizione al rischio è decisamente più contenuta e si abbassa contemporaneamente anche il fabbisogno finanziario. Con l'aumento delle dimensioni dell'impresa aumenta la diversificazione delle fonti di finanziamento, questo dovuto anche alla diminuzione delle asimmetrie informative e alla reputazione che l'impresa ha guadagnato.

⁸ Tale divisione in quattro fasi semplifica la situazione senza coglierne le diverse specificità secondo Bizzarri 2009, pp. 27-29.

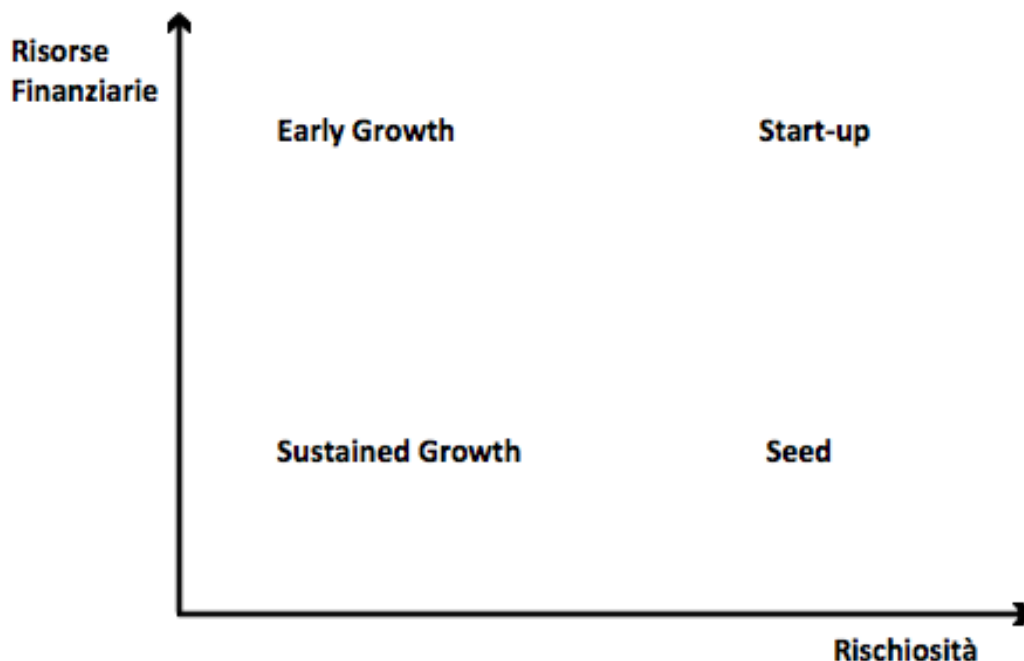


Figura 1.1: Relazione tra fabbisogno finanziario e rischiosità dell'impresa

1.4 Le start-up in Italia e le misure adottate per favorirne lo sviluppo

L'Italia è da sempre patria di imprese leader nel settore della moda, nel settore alimentare e delle grandi aziende di arredamento e design. Se dunque il *made in Italy* è in tutto il mondo emblema di qualità e ricercatezza, la carenza di nuove imprese innovative italiane soprattutto nel settore *high-tech* è tuttavia un dato di fatto nel panorama mondiale.

Per promuovere la nascita e la crescita sostenibile delle nuove imprese italiane il Governo, nel 2012, si è impegnato nella messa in opera di una normativa nuova, il cosiddetto "Decreto Crescita 2.0"⁹. Questo ha introdotto nell'ordinamento giuridico la definizione di nuova impresa innovativa ad alto valore tecnologico, la "start-up innovativa", e a favore di questa tipologia di impresa sono state introdotte diverse norme che prevedono nuovi strumenti e misure di vantaggio che incidono sull'intero ciclo di vita dell'azienda¹⁰.

⁹ 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con la legge n. 221 del 17 dicembre 2012.

¹⁰ Sulle caratteristiche delle imprese innovative: Dringoli, Boccardelli 2008

Una start-up innovativa deve rispettare i seguenti requisiti:

- Deve essere una nuova impresa o comunque deve essere nata da meno di 5 anni;
- Deve avere sede legale in Italia o in un altro Paese dell'Unione Europea o in Stati aderenti all'accordo sullo spazio economico Europeo, mantenendo però una sede produttiva o una filiale in Italia;
- Deve presentare un fatturato annuo inferiore ai cinque milioni di euro;
- Non deve distribuire utili;
- Deve avere come oggetto sociale esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;
- Non deve essere costituita a seguito di fusioni, scissioni societarie o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda;
- Il contenuto innovativo dell'impresa è identificato con il possesso di almeno uno dei tre seguenti requisiti:
 1. Almeno il 15% del maggiore tra il fatturato e costi annui è ascrivibile ad attività di ricerca e sviluppo;
 2. La forza lavoro complessiva è costituita per almeno 1/3 da dottorandi, dottori di ricerca o ricercatori, oppure per almeno 2/3 da soci o collaboratori a qualsiasi titolo in possesso di laurea magistrale;
 3. L'impresa è titolare, depositaria o licenziataria di un brevetto registrato (privativa industriale) oppure titolare di programma per elaboratore originario registrato.

Per garantirne lo sviluppo, le start-up hanno bisogno di un'ambiente circostante favorevole, che non vada a porre vincoli eccessivamente pressanti e ne favorisca l'insediamento.

Già il fatto che nel 2012 si sia intervenuti nell'attribuire alle start-up un precisa definizione giuridica dimostra una significativa inversione di tendenza rispetto al passato ed un interesse in aumento del nostro Paese per la crescita delle imprese innovative.

Per creare il suddetto "ambiente favorevole" non è tuttavia sufficiente la sola definizione di start-up e sono infatti state introdotte delle misure aggiuntive per agevolare la fase di lancio dell'impresa, con una serie di interventi culminati con il Decreto Ministeriale del 17 febbraio 2016 (Gazzetta Ufficiale dell'8 marzo 2016). Tra questi interventi, particolarmente notevoli sono:

- La predisposizione di un modello standard tipizzato per la costituzione e le successive modifiche in forma digitale. In questo modo start-up innovative e incubatori certificati possono redigere l'atto costitutivo e le successive modifiche, snellendo sensibilmente il processo burocratico di una costituzione standard;
- Esonero da diritti camerali e imposte di bollo. Non dovranno pagare quindi il diritto annuale dovuto in favore alle Camere di Commercio;
- Deroghe alla disciplina societaria ordinaria. Si consente la creazione di quote dotate di determinati diritti e la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi;
- Facilitazioni nel ripianamento delle perdite. In caso di perdite sistematiche le start-up godono di un regime agevolato sulla riduzione del capitale sociale;
- Inapplicabilità della disciplina sulle società di comodo. Non è tenuta ad effettuare il test di operatività per verificare lo status di società non operativa;
- Esonero dell'obbligo di apposizione del visto di conformità per compensazione di crediti IVA;

- Disciplina del lavoro tagliata su misura. Potrà assumere personale con contratti a tempo determinato della durata minima di 6 mesi e massima di 36 mesi con agevolazioni per quanto riguarda i rinnovi;
- Facoltà di remunerare il personale in modo flessibile. È lasciato alle parti stabilire quale parte della remunerazione sia fissa e quale variabile, questa seconda può essere legata alla redditività dell'impresa, alla produttività del lavoratore o ad altri obiettivi o parametri concordati tra impresa e lavoratore;
- Remunerazione attraverso strumenti di partecipazione al capitale. Possono remunerare i lavoratori con strumenti come *stock option* o altri strumenti;
- Credito d'imposta per l'assunzione di personale altamente qualificato. Queste agevolazioni consistono in un credito d'imposta pari al 35% del costo aziendale sostenuto per le assunzioni a tempo indeterminato;
- Introduzione di incentivi fiscali per investimenti in start-up innovative provenienti da persone fisiche (detrazione Irpef del 19% dell'investimento fino a 500mila euro) e giuridiche (deduzione dall'imponibile Ires del 20% dell'investimento fino a un massimo investito pari a 1,8 milioni di euro) per gli anni 2013, 2014, 2015 e 2016. Questi incentivi valgono sia per investimenti diretti in start-up sia per investimenti indiretti tramite OICR o altre società che investono principalmente in start-up;
- Introduzione dell'*equity crowdfunding*. La regolamentazione è predisposta dalla Consob con la pubblicazione del testo "Regolamento sulla raccolta del capitale di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line". Questa ha portato l'Italia ad essere il primo paese al mondo ad aver regolamentato il fenomeno con uno strumento normativo dedicato. Ora le start-up possono avviare campagne di raccolta di capitale attraverso portali on-line autorizzati;

- Intervento semplificato, gratuito e diretto per le start-up innovative al Fondo di Garanzia per le Piccole e Medie Imprese, un fondo pubblico che facilita l'accesso al credito attraverso la concessione di garanzie sui prestiti bancari;
- Sostegno ad hoc nel processo di internazionalizzazione delle start-up da parte dell'agenzia ICE;
- Fail-Fast. Sono state introdotte procedure volte a rendere più rapido e meno gravoso il processo che si mette in moto nel caso in cui la start-up non decolli. Si sottrae la start-up innovativa dalla disciplina del fallimento così che l'imprenditore possa ripartire con un nuovo progetto in modo più semplice e veloce.

Grazie ai report trimestrali sulle start-up¹¹ si hanno molti dati riguardanti gli effetti di queste misure adottate dal Governo, si illustra in seguito la situazione aggiornata a settembre 2016.

Le start-up innovative in Italia rappresentano circa lo 0,4% del totale di imprese che operano nel paese. A fine settembre 2016 si contano 6.363 start-up innovative iscritte nella sezione speciale del registro delle imprese, un aumento del 7,07% (420 unità) rispetto a fine giugno 2016, e il loro capitale sociale complessivo raggiunge i 335,5 milioni di euro (media di 52,7 mila euro a impresa).

Per quanto riguarda la distribuzione per settori di attività il 70,52% delle start-up innovative fornisce servizi alle imprese (es. elaborazione di software, consulenza informatica e attività di ricerca e sviluppo), il 19,6% opera nei settori di industria in senso stretto (es. fabbricazione di prodotti elettronici, di macchinari o di apparecchiature elettriche), mentre il restante 4,4% opera nel commercio. Le start-up innovative con una prevalenza di under 35 sono 1.425, il 22,4% del totale, una percentuale tre volte più grande rispetto a quella rilevata per tutte le società di capitali. Invece il numero di start-up

¹¹ Infocamere 2016

innovative con almeno un under 35 presente nella compagine sociale sono 2.430, il 38,19% del totale.

Per quanto riguarda la distribuzione geografica, la Lombardia è la regione in cui sono localizzate il maggior numero di imprese innovative, 1.382, pari al 21,72% del totale nazionale. A seguire vi sono Emilia-Romagna con 782 (12,29%), Lazio con 625 (9,82%), Veneto con 492 (7,73%) e Campania con 404 (6,35%). In valore assoluto Milano è la provincia in cui sono localizzate il maggior numero di start-up innovative, 935, pari al 14,69% del totale, seguono Roma, Torino, Bologna e Napoli.

Sotto il profilo occupazionale, a fine giugno 2016 sono 2.593 le start-up innovative con almeno un dipendente, circa il 43% del totale, mentre sono 6.217 quelle con almeno un socio (fig. 1.2). A fine giugno 2016 il numero complessivo di soci e dipendenti coinvolti nelle start-up innovative è 32.087 contro i 21.752 di fine giugno 2015. Si è dunque registrato un incremento annuo del 47,51%.

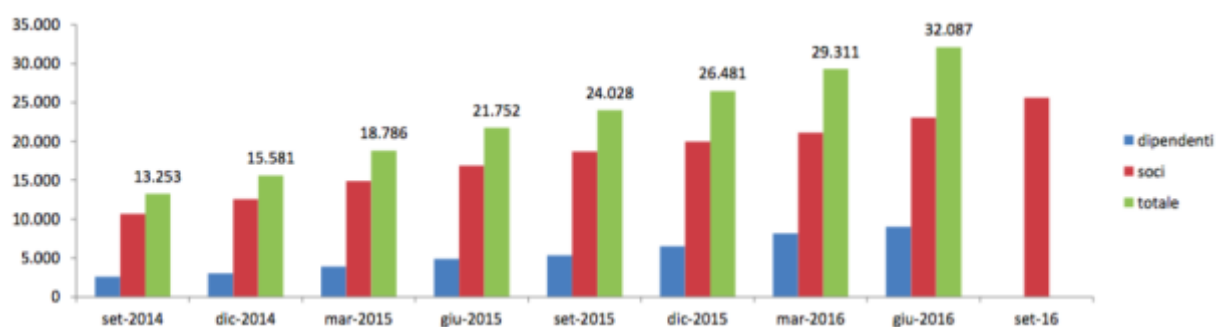


Figura 1.2: Dati riguardanti il profilo occupazionale delle start-up in Italia.
Fonte: elaborazione dei dati di Infocamere, settembre 2016

Per quanto riguarda gli indicatori di redditività ROI e ROE, essi registrano valori negativi. Tuttavia se si prendono in considerazione solo le start-up innovative in utile, gli indici sono decisamente migliori rispetto a quelli riportati dalle altre società di capitali, il ROI è pari a 0,11 contro lo 0,03, mentre il ROE è 0,25 contro lo 0,04 delle altre società.

CAPITOLO 2

Fondi di Venture Capital

2.1 Funzionamento dei fondi di Venture Capital

I fondi di Venture Capital sono diventati degli importanti intermediari nei mercati finanziari, fornendo capitali ad imprese che avrebbero difficoltà ad attrarre finanziamenti in altro modo¹². Allo scopo di raccogliere il capitale necessario sono individuati come i principali interlocutori degli investitori istituzionali, vale a dire gli operatori che, secondo la definizione corrente, esercitano in modo professionale l'attività di investimento di rilevanti risorse raccolte presso comunità molto ampie di risparmiatori¹³. In questa categoria rientrano dunque le banche, gli enti previdenziali, le società di assicurazione e le fondazioni bancarie.

Sono fondi che effettuano investimenti nel capitale di rischio, cioè apportano risorse sotto forma di partecipazioni nel capitale sociale dell'impresa in cui investono per un arco temporale medio-lungo. Gli investimenti nel capitale di rischio hanno infatti queste caratteristiche, prevedono un periodo di tempo abbastanza lungo e inoltre non comportano alcun tipo di scadenze di rimborso. Il disinvestimento in questi casi avviene tramite la cessione al mercato o a terzi della quota e la remunerazione dipende dalla creazione di valore all'interno dell'azienda stessa¹⁴.

¹² Gompers, Lerner 2001.

¹³ Ziani 2012.

¹⁴ Sulla formazione e le dinamiche di successo dei VC: Morck 2000

I fondi Venture Capital sono generalmente costituiti dai *Limited Partners* e dai *General Partners*.

I primi costituiscono la fonte primaria di capitale all'interno del fondo. La *Limited partnership* è costituita in prevalenza da investitori istituzionali ma non è esclusa la presenza di altri tipi di investitori, di tipo privatistico o in relazione con fondi sovrani.

Il ruolo del *Limited Partner* è dunque quello dell'investitore, che realizza guadagni o subisce perdite senza avere un ruolo diretto nella gestione del fondo. L'effettiva attività di gestione e di *decision making* compete invece ai *General Partners*. Questa differenziazione chiaramente non esclude la sovrapposizione dei due ruoli, nel caso in cui un *General Partner* possa aver investito nel fondo stesso ed essere di conseguenza contemporaneamente *General e Limited Partner*.

Le imprese sulle quali i Venture Capitalist investono sono generalmente di piccole dimensioni e molto giovani, caratterizzate da un alto livello di incertezza riguardo il loro futuro. I Fondi finanziano questi progetti ad alto rischio, ma potenzialmente ad altissimo rendimento, investendo nel capitale di rischio delle imprese.

L'immagine diffusa della fisionomia dell'impresa in cui investire (giovane, piccola e rischiosa) si giustifica in parte con la tendenza ad alimentare il mito dei grandi successi, ma è tutto sommato corretta. In particolare per quanto concerne l'età media degli imprenditori fondatori delle imprese, questa è considerata uno dei parametri di potenziale successo dell'impresa. Alla caratterizzazione per l'età media si sono aggiunti anche altri parametri. Assume infatti sempre maggiore importanza individuare nel profilo dell'impresa le caratteristiche che possano stabilire le possibilità di successo. A questo riguardo è notevole una statistica eseguita da una nota compagnia californiana, *First Round*, in occasione dei primi 10 anni di attività. Si tratta chiaramente di una sorta di bilancio complessivo e non di una statistica vera e propria ma, anche se limitata nei numeri, è interessante perché effettuata da addetti ai lavori. Non solo si conferma la prevalenza dell'età giovanile come elemento di successo, ma si è notato che maggiori possibilità di affermazione si profilano in caso di provenienza da Università di prestigio o in caso di già

acquisita esperienza e successo in altra impresa. A queste osservazioni tutto sommato intuibili, si aggiunge che in caso di singoli imprenditori (gli *one-man team*) aumentano invece le possibilità di insuccesso o che viceversa le compagnie con una donna nel team dei fondatori ha avuto risultati superiori rispetto a quelle composte da soli uomini¹⁵.

Le attività di un fondo Venture Capital possono essere suddivise in tre gruppi principali: investimento, monitoraggio e uscita.

1. La prima attività, l'investimento, comincia con la prospettiva di investire in nuove opportunità del mercato e si conclude con la firma del contratto. Le imprese che più attraggono gli investimenti dei fondi Venture Capital sono quelle che operano nel settore high-tech e che si trovano nei primi stadi di vita. Tuttavia ciò non è sempre vero, dal momento che nel corso del tempo sono aumentate e si sono diversificate le modalità di investimento, che coprono una gamma più ampia di interessi. I fondi Venture Capital preferiscono – è vero – investire in imprese in fase di start-up in quanto da un piccolo investimento può scaturire un grande realizzo, tuttavia investire in imprese già in fase di espansione, quindi più vicine alla fase di maturità, significa ridurre la durata dell'investimento diminuendo di conseguenza anche l'esposizione al rischio.

Secondo Andrew Metrick, il processo che porta un fondo Venture Capital ad investire in un'impresa passa attraverso diverse fasi¹⁶. La prima di queste è lo *Screening*. In questa fase vengono valutate centinaia di *Business Ideas* e vi deve essere una grande selezione. Tra queste centinaia solo una decina vengono sottoposte ad una fase di *screening* più accurata, chiamata *preliminary due diligence*. Per le 3-4 *Business Ideas* che superano queste due fasi vengono predisposti dei *term sheets*. Questi sono dei contratti preliminari, dei punti di partenza che portano alla negoziazione più dettagliata tipica dei contratti veri e propri.

¹⁵ I dati sono tratti da First Round 2014.

¹⁶ Metrick 2009.

L'accettazione di questi contratti preliminari da parte delle imprese porta ad una più accurata *due diligence*, cioè un'analisi più approfondita dell'investimento, infatti solo la metà delle imprese per cui viene predisposto un *term sheet* ottengono un finanziamento. Tipicamente, la *check-list* della *due diligence* comporta dei passi ben precisi. Tra le principali attività di analisi si registra: analisi dell'organizzazione della compagnia; informazioni di carattere finanziario, legale ed assicurativo; analisi dei *Physical Assets*, come gli equipaggiamenti e delle eventuali proprietà immobiliari; analisi della proprietà intellettuale, quali patenti e brevetti per eventuali novità tecnologiche; analisi e *curricula* dei fondatori e dipendenti della compagnia. Il momento chiave di questa analisi è tuttavia il *management test*, cioè l'incontro con il management dell'impresa e per molte imprese il percorso finisce qui. In questo test il fondo verifica se il team ha le capacità di portare a termine il *Business Plan* prefissato.

L'ultima fase è quella di *closing*, in cui viene concluso il contratto e le imprese scelte ottengono i finanziamenti richiesti. Il conferimento non avviene in un'unica soluzione, bensì in più *tranches*, ciascuna delle quali ancorata al raggiungimento di obiettivi predeterminati in fase di conclusione del contratto.

2. La seconda attività è il monitoraggio. Questa fase è fondamentale perché permette al fondo Venture Capital di seguire l'andamento dell'impresa e spesso anche di prendere decisioni.

Uno dei migliori modi di monitorare un'impresa è il *Board Representation*. In questo caso il fondo è parte del consiglio di amministrazione, il che gli permette di partecipare al processo decisionale e influenzare le attività direttamente dando consigli riguardo le strategie da implementare. Questo è uno dei motivi che porta un fondo Venture Capital a specializzarsi in un settore ben preciso. In questo modo, avendo esperienza e conoscendo alla perfezione l'ambiente in cui si trovano le imprese, possono influenzarle correttamente e prendere le giuste decisioni.

Tramite questi poteri decisionali concessi, i fondi possono introdurre la loro *Corporate Governace*, che può essere un fattore cruciale per il futuro dell'impresa. La *Corporate Governance* consiste in una serie di regole,

controlli e politiche poste in essere per influenzare il comportamento aziendale e per bilanciare gli interessi di tutti gli *stakeholders*.

I fondi inoltre spendono una grande frazione del loro tempo a risolvere questioni relative alle risorse umane. In queste attività sono necessari gli stessi parametri utilizzati nel *management test*, ma applicati a possibili nuovi membri della società. In questo frangente la reputazione del fondo Venture Capital può fare una grande differenza, dal momento che il solo nome del fondo e la sua credibilità può costituire un incentivo ad entrare nell'impresa e ad attrarre personale qualificato.

3. La terza attività è l'uscita. I fondi Venture Capital sono intermediari finanziari con obbligo contrattuale di remunerare il capitale ai propri investitori, ed è proprio attraverso l'uscita da una società che si registrano i principali profitti. In genere l'uscita di un Venture Capitalist da un'impresa si ha con un IPO (Initial Public Offering), cioè la prima volta che le azioni di un'impresa privata vengono offerte al pubblico tramite una banca intermediaria. Tuttavia questo non è l'unico metodo di uscita per un Venture Capitalist. Per imprese per cui un IPO non è un'ipotesi realistica, o a causa della sua dimensione o a causa del limitato potenziale del mercato in cui opera, allora l'uscita può avvenire tramite la vendita delle quote a un prezzo che comporti un forte surplus.

Una volta identificata quale potrebbe essere "l'uscita di successo" per il fondo è necessario stimare il valore dell'impresa per riuscire a quantificare il successo.

Esistono due modi per valutare un'impresa: valutazione relativa e valutazione assoluta. La prima si basa sull'osservazione del valore di imprese simili, non si basa quindi sul suo valore intrinseco, ma sul contesto in cui si trova. La somiglianza in genere è relativa al settore, al potenziale di crescita o alla grandezza dell'impresa. La seconda invece si basa sui flussi di cassa futuri, il valore dell'impresa è infatti pari all'attualizzazione dei flussi di cassa futuri stimati.

È possibile che un fondo Venture Capital abbia degli strumenti per rendere più semplice il processo di selezione delle imprese. Questo può essere fatto

se è lo stesso fondo a guidare la start-up fin dai primi momenti, tramite incubatori d'impresa.

Gli incubatori d'impresa sono entità che offrono servizi molto eterogenei, il che rende complesso trovare una definizione che soddisfi a pieno. La stessa definizione della *National Business Incubation Association* appare vaga, in quanto vengono definiti come entità la cui finalità è accelerare lo sviluppo di start-up tramite una serie di servizi, stimolando e supportando l'imprenditorialità.

Una prima caratterizzazione, a seconda dei paesi dove operano le compagnie, è quella che vede gli incubatori come una forma di intervento pubblico volta a limitare i fallimenti delle start-up, a risollevare l'economia di un'area svantaggiata, a creare occupazione o a diffondere una determinata tecnologia. In linea di massima gli *Start-up Incubators* sono delle organizzazioni, che possono essere pubbliche, come si è detto, ma anche private e sono spesso associate ad istituti universitari, ma possono essere anche gruppi civici.

Un esempio tipico è Y Combinator. La compagnia, fondata nel 2005 ha maturato numerose start-up di grande rilevanza (ad esempio, Dropbox e Airbnb) è oggi considerata una delle più influenti compagnie di accelerazione per start-up, ed ha ispirato il modello di altre piattaforme (in Italia, ad esempio, H-Farm). Y Combinator ha nel tempo aggiunto nuovi contenuti ed ha gradualmente assorbito anche organizzazioni *non profit* e finanziato borse di studio e ricerche universitarie.

Dagli anni Novanta si sono sviluppati incubatori autosufficienti, che non hanno dunque bisogno di finanziamenti pubblici per promuovere la loro attività. Non mancano infatti incubatori finanziati da Venture Capitalists, che in tal modo sviluppano attività innovative correlate al settore in cui operano¹⁷.

¹⁷ Zider 1998.

2.2 Venture Capitalist e Business Angels

I Business Angels sono investitori informali e non istituzionali. Secondo IBAN (*Italian Business Angels Network*) sono nella maggioranza dei casi ex-titolari d'impresa, *manager* in attività o in pensione, che dispongono di mezzi finanziari (anche limitati), di una buona rete di conoscenze, di una solida capacità gestionale e di un buon bagaglio di esperienze¹⁸.

Dunque i Business Angels sono investitori autonomi, che non si avvalgono dell'intermediazione di un fondo o una banca, ma investono direttamente in start-up o imprese ad alto potenziale di crescita diventandone azionisti. In questo modo, essendo proprietari, assumono un ruolo importante nell'impresa e ne influenzano le strategie (come i fondi Venture Capital tramite la *Board Representation*). Grazie alla sua esperienza quindi può agevolare lo sviluppo e la crescita dell'impresa. In questo caso si tratta di Business Angels industriali, in quanto oltre ad apportare risorse finanziarie sono anche coinvolti nell'attività decisionale. Nel caso in cui invece di partecipare direttamente alle decisioni dell'impresa svolgano solo incarichi di supervisione e controllo del proprio investimento si chiamano Business Angels finanziari.

Qualunque sia il grado di coinvolgimento e qualunque siano le caratteristiche dell'“Angelo” lo scopo è quello di uscire dall'impresa con un'importante plusvalenza in un orizzonte medio (3-5 anni).

La tempistica è uno dei fattori principali per quanto concerne l'intervento degli “Angeli” nel finanziamento di un'impresa, ma lo schema di valutazione dell'investimento non sempre segue i parametri consueti. Secondo un recente studio canadese l'approccio del Business Angel nelle prime fasi decisionali assume dei caratteri non sistematici e a volte soggettivi¹⁹. L'aspetto individuale delle modalità decisionali del Business Angel rende difficoltoso ricostruire un modello del processo di investimento.

¹⁸ Analisi dettagliata in IBAN 2008.

¹⁹ Maxwell, Jeffrey, Lèvesque 2011.

I Business Angels non si differenziano dai Venture Capitalist solo per l'aspetto individuale e per il fatto di essere non istituzionali, ma anche per quanto riguarda le imprese target. Infatti negli ultimi anni vi è una diminuzione degli investimenti dei Venture Capitalist in imprese nelle fasi di *seed* e *start-up*, in quanto investire in imprese ancora lontane da una possibile quotazione comporta investimenti molto lunghi e rischi elevati. Questa diminuzione è stata colmata proprio dai Business Angels. Essi infatti investono il proprio capitale e non hanno quindi alcun obbligo di remunerazione, possono permettersi quindi di investire anche in progetti più rischiosi se sentono di poter raggiungere forti profitti.

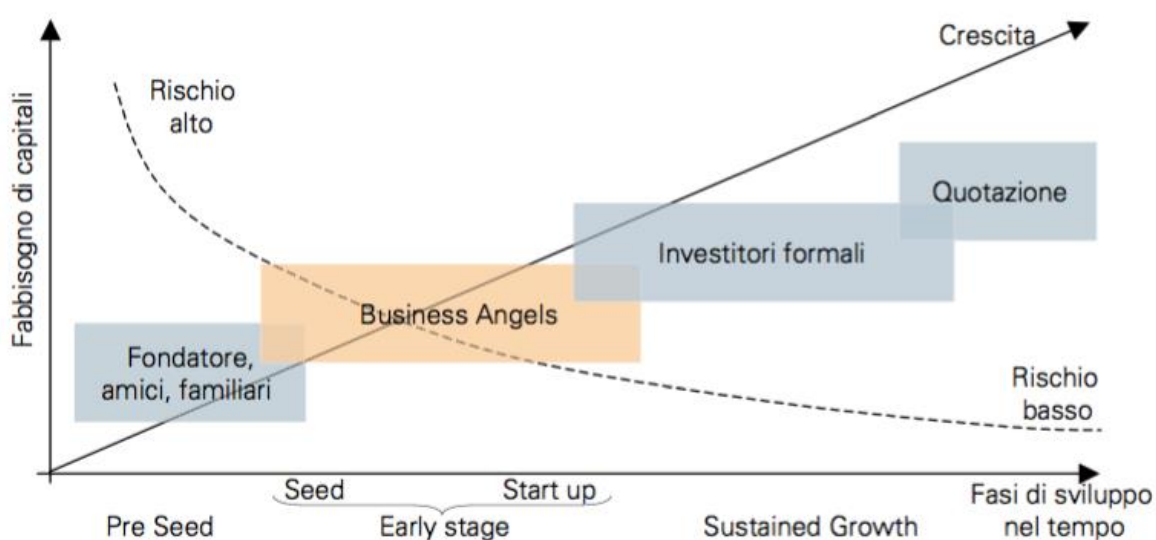


Figura 2.1: Stadi del finanziamento delle start-up.
Fonte: Guida pratica allo sviluppo di progetti imprenditoriali

Inoltre, facendo uso capitali propri, l'investimento sarà di più piccole dimensioni (con una cifra media che oscilla tra i 50.000 e i 500.000 euro) e in genere localizzato geograficamente in un raggio d'azione limitato rispetto alla residenza (intorno ai 150-200 km). Questo perché il Business Angels fa leva sulla propria rete di conoscenze così da ridurre i costi di analisi e di ricerca delle informazioni.

Grazie ai dati rilevati dall'IBAN, è possibile studiare le caratteristiche di questo fenomeno in Italia. Per quanto riguarda l'ammontare investito il 70% dei Business Angels investe fino al 30% del proprio patrimonio, mentre il restante 30% arriva fino al 50%. Negli ultimi anni sono diventati più consueti

investimenti di minori dimensioni ma più frequenti, con un'ottica di diversificazione del rischio. Tramite questi investimenti in genere gli "Angeli" si impossessano di quote di minoranza (15%-30%), tuttavia in ogni caso richiedono un ruolo attivo all'interno dell'impresa. Questi investimenti, nel 2007, sono stati effettuati per il 24% nel settore ICT/Internet, per il 13% nel settore del commercio, per il 10% ciascuno nel settore manifatturiero, servizi alle imprese, biotech ed energia e per l'8% ciascuno nell'entertainment e food²⁰.

2.3 Corporate Venture Capital

Il Corporate Venture Capital, anche detto CVC, è una forma di finanziamento nata negli anni Sessanta del Novecento e viene utilizzata per descrivere un'ampia gamma di forme di finanziamento nel capitale di rischio di un'impresa²¹. In generale può essere definito come l'investimento di un'impresa nel capitale di rischio di un'altra impresa con grandi potenzialità di crescita. Tuttavia questi tipi di investimenti possono essere tanto diversi fra di loro tante quante sono le tipologie di imprese che li fanno, dunque una definizione generale può essere un po' forzata. Spesso questi fondi CVC hanno la forma di imprese sussidiarie.

L'obiettivo di un fondo di Venture Capital è solo uno, cioè ottenere un profitto dall'investimento nel capitale di rischio di una start-up.

I Corporate Venture Capitalist hanno invece due obiettivi che possono perseguire. Il primo di questi è lo stesso dei Venture Capitalist tradizionali, mentre il secondo è decisamente più strategico. Infatti vi è un grado di correlazione tra l'impresa che investe e le start-up che ricevono i capitali; spesso il settore è lo stesso o comunque queste ultime producono un bene o servizio in settore di interesse dell'impresa investitrice. In questo modo

²⁰ IBAN 2008.

²¹ Definizione presente in BVCA 2012, p. 4.

quest'ultima ottiene un accesso privilegiato alle innovazioni tecnologiche sviluppate dalla start-up controllandone anche la crescita tramite un sostegno finanziario e manageriale adatto al loro sviluppo.

Tuttavia nessun investimento di un CVC è finalizzato ad uno solo di questi due obiettivi, la maggior parte delle volte ci si trova in un punto intermedio dei due poli. Sono ormai consolidate le quattro tipologie di investimento per un Corporate Venture Capitalist teorizzate da Chesbrough²²:

- *Driving Investments*: Questo tipo di investimento è caratterizzato da un ragionamento logico strategico e un forte legame tra la start-up e l'impresa investitrice: vengono quindi fatti principalmente per promuovere la propria strategia. L'esempio emblematico è il capitale investito da Microsoft per sostenere iniziative utili e compatibili con i servizi Internet dell'azienda e che contribuiscono quindi a promuovere gli standard Microsoft a scapito dei rivali.
- *Enabling Investments*: In questo tipo di investimento l'impresa continua a investire principalmente per ragioni strategiche, tuttavia il legame con la start-up non è così forte come al punto precedente. La teoria dietro a questo tipo di ragionamento è che un investimento di successo porterà benefici sia strategici che per quanto riguarda il profitto, tuttavia il collegamento tra la start-up e l'impresa non è così importante per portare a questi benefici. Chesbrough si domanda tuttavia come faccia un'impresa a trarre benefici strategici da un investimento in una start-up non collegata ad essa e trova una spiegazione nella complementarità: possedere un prodotto porta le persone a volerne altri. Un'impresa può quindi trarre vantaggio dallo stimolo di sviluppo dell'ecosistema in cui essa opera stimolando indirettamente la domanda dei consumatori. Tuttavia questo tipo di investimento porta a risultati positivi solo se riesce a influenzare una porzione sufficiente del mercato.

²² Chesbrough 2002.

- *Emergent Investments*: Un'impresa che fa questo tipo di investimento investe in start-up adatte a portare avanti il proprio piano operativo ma che offrono poche possibilità di migliorare la propria situazione strategica. Tuttavia se l'ambiente economico cambia o cambiano gli obiettivi dell'impresa questo tipo di investimento può trasformarsi in un'utile risorsa strategica. Questo tipo di investimento può portare a non pochi problemi per l'impresa in quanto si investe in un settore in cui non si hanno le stesse informazioni rispetto a quello principale. Tuttavia in questo modo se ne possono raccogliere di nuove, informazioni che non sarebbero state disponibili senza entrare nel settore.
- *Passive Investments*: In questo tipo di investimento la start-up in cui si investe non è connessa alla strategia dell'impresa e l'investimento è effettuato quasi esclusivamente per il profitto che può portare. La strategia rientra in generale nella categoria degli investimenti che mirano a massimizzare i profitti sulla media-lunga durata.

Mapping Your Corporate VC Investments

Combining an assessment of your company's corporate objective—strategic or financial—with an analysis of the degree of linkage—tight or loose—between your operation and a start-up receiving your funding reveals the four types and purposes of corporate VC investments.

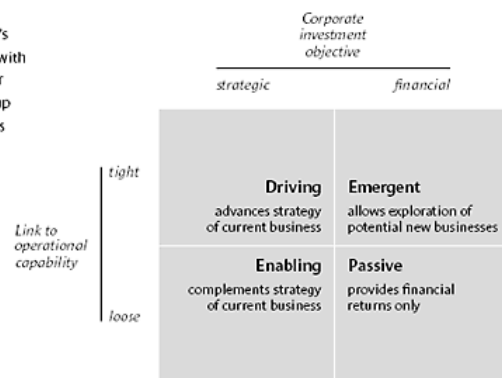


Figura 2.2: Tipologie di investimenti dei Corporate Venture Capitalist
Fonte: Chesbrough, 2002

La razionalizzazione operata da Chesbrough aveva lo scopo di creare un sistema, un *framework* che servisse ad incoraggiare gli investimenti e che poteva in linea di massima offrire una valutazione immediata del tipo di profitto che poteva essere ottenuto nei diversi casi. Il suo studio costituisce una base teorica per comprendere la logica di un fondo di Venture Capital, in

seguito analizzata²³ per quanto riguarda l'uso strategico del *corporate venturing*.

2.4 Metodi di valutazione delle start-up

Valutare una start-up, per un Venture Capitalist, come per chiunque altro, è un'operazione molto complessa per una moltitudine di ragioni. La sua caratteristica di novità è una di queste. Per la valutazione di un'impresa studiarne il passato fornisce informazioni molto importanti per comprenderne il futuro. Con una start-up quest'operazione non può essere posta in essere. Inoltre il fatto di essere di piccole dimensioni le rende fortemente esposte al rischio di fallimento.

Come abbiamo visto in precedenza esistono due principali metodi di valutazione di un'impresa, la valutazione relativa e quella assoluta. Valutare un'azienda significa stimarne il valore tramite alcuni metodi.

La valutazione assoluta, conosciuta anche come *Discounted Cashflow Valuation*, è un processo articolato in tre fasi e si prefissa l'obiettivo di stimare i flussi di cassa generati dall'impresa e verificare quanto questi valgono oggi. È considerata la più attendibile tra le moderne teorie di valutazione aziendale.

Le tre fasi sono le seguenti:

- Calcolo dei flussi di cassa futuri. I flussi dei primi anni di vita si basano sui dati prospettici presi dal piano industriale della società, mentre per quanto riguarda il medio-lungo periodo è necessario stimare un tasso di crescita del fatturato e dei costi per ottenere i flussi di cassa di un numero sufficiente di esercizi;

²³ Miles, Covin 2007.

- Calcolo del tasso di attualizzazione. Questa fase è decisiva in quanto il tasso riflette il rendimento minimo che il Venture Capitalist richiede per il proprio contributo di capitale. Infatti il tasso è il costo del capitale, il WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) o costo medio ponderato del capitale;
- Calcolo del valore dell'impresa attualizzando i flussi di cassa rispetto al WACC trovato al punto precedente.

Ciò che interessa ai Venture Capitalist tuttavia non è tanto il valore dell'impresa oggi quanto il valore dell'impresa al momento dell'uscita. Questa necessità ha portato alla creazione di un nuovo metodo di valutazione: il *Venture Capital Valuation Method*. La necessità di nuovi parametri di valutazione rispetto a quelli della “*mainstream corporate finance*” è dovuta al problema di quello che è stato definito un problema di informazione asimmetrica²⁴. Questo metodo è stato teorizzato la prima volta nel 1987 da Bill Shalman della Harvard Business School ed è stato in seguito attualizzato o rivisto, ma rimane comunque uno degli strumenti più utili per la valutazione di imprese start-up²⁵: si prevede un valore futuro (ad esempio 5 anni dal presente) e si attualizza quel termine al presente scontando il valore di circa il 50%.

Il metodo viene dunque utilizzato principalmente per imprese fortemente innovative che operano in un settore ancora non sviluppato, senza quindi la possibilità di studiare il passato non solo dell'impresa ma nemmeno del settore in cui opera. Queste imprese generalmente hanno flussi di cassa negativi, dunque l'orizzonte di analisi deve essere sufficientemente lungo e deve arrivare fino al momento in cui si pensa che il progetto abbia cominciato a generare flussi di cassa positivi. Si concentra quindi sul valore finale che l'impresa può raggiungere nel momento di uscita del fondo.

Dopo aver calcolato il futuro valore stimato dell'impresa è necessario attualizzarlo utilizzando come tasso il rendimento richiesto dal Venture Capitalist. Essendo questi progetti molto rischiosi il rendimento è in genere

²⁴ Wright, Robbie 1998.

²⁵ Sahlman 1987.

molto alto, in media oscilla tra il 30% e 60%. La maggior parte di questo rendimento è dovuta al rischio di non sopravvivenza della società nel periodo di investimento del fondo. Questo rischio è tutt'altro che trascurabile quando si ha a che fare con imprese così innovative, e sono così negative le conseguenze sul fondo che giustificano l'altissimo rendimento richiesto dagli stessi.

Una volta stimato il valore futuro il Venture Capitalist calcola la quota da acquistare in base ai ritorni attesi. $Quota\ Finale = Investimento\ Programmato / Valore\ Finale\ Scontato$.

2.5 Gestione del portafoglio di start-up

Dopo aver deciso il settore in cui specializzarsi e l'ammontare di capitale da investire, un fondo Venture Capital deve rendersi conto quando ha raggiunto il numero ideale di start-up in cui investire.

Questo è necessario sia per gestire il rischio specifico connesso alle attività oggetto di investimento, sia per essere in grado di seguire e dare supporto a tutte le imprese nel portafoglio²⁶.

Nel caso in cui le imprese del portafoglio siano molto simili o comunque non così diverse tra loro la strategia migliore da implementare sarà aumentare il numero di investimenti piuttosto che concentrare investimenti e consulenze in uno specifico progetto. Tuttavia all'aumentare del numero di imprese in portafoglio aumentano sia i costi che le difficoltà di gestione. Compito dei Venture Capitalist è quello di trovare il punto d'incontro tra numero sufficiente di imprese in portafoglio per diversificare il rischio e la qualità delle consulenze offerte alle singole imprese. Questo equilibrio diventa fondamentale da mantenere quando aumentano le richieste di finanziamento, dunque aumentano le opportunità d'investimento del fondo. Ciò che bisogna

²⁶ Analisi generale in Cochrane 2005.

evitare è dunque dare la precedenza al numero delle imprese piuttosto che alla qualità dei servizi offerti. Questo porterebbe ad una situazione in cui le imprese che ottengono finanziamenti non performino meglio delle altre imprese, in quanto non vi è un'aggiunta di valore data dalle consulenze del fondo. Si perde così un'opportunità di profitto per il Venture Capitalist. Tuttavia spesso investire in nuove imprese risulta essere un obbligo per i fondi, in quanto un portafoglio poco diversificato comporta rischi molto alti per l'impresa che si trova ad essere fortemente dipendente dall'andamento del settore in cui investe.

La grandezza del portafoglio di un Venture Capitalist dipende da molte variabili. Sono stati individuati quattro principali fattori che influenzano la grandezza del portafoglio²⁷.

- Il primo è il tipo di fondo. Infatti ad esempio i Corporate Venture Capitalist e i fondi privati indipendenti hanno portafogli di minori dimensioni rispetto ai fondi gestiti dal governo. Dunque le differenze sono dettate dalla quantità di capitali a disposizione del fondo e dalla quantità di personale qualificato all'interno dello stesso.
- Il secondo è il tipo di start-up in cui si investe. I portafogli di maggiori dimensioni sono tipici di fondi che investono principalmente in imprese in fase di *seed* e *start-up* e soprattutto nei settori di medicina e biotecnologie. I portafogli di minori dimensioni invece sono caratteristici di fondi che investono soprattutto in imprese negli altri settori *high-tech*.
- Il terzo è il tipo di operazione finanziaria che viene effettuata. Fondi che investono una percentuale maggiore del loro capitale nelle società partecipate avranno un portafoglio di minori dimensioni.

²⁷Analisi e definizione in Cumming 2006. Sul portfolio del VC: Kannianen, Keusschnigg 2003.

- Il quarto è il periodo di investimento. Le dimensioni dei portafogli sono maggiori tra i fondi che hanno investito in periodi di maggiori rendimenti dei mercati azionari

2.6 Scenario italiano dei Venture Capitalist

Il panorama italiano dei Venture Capitalist è ancora notevolmente indietro rispetto alla situazione presente negli Stati Uniti, tuttavia questa arretratezza è una caratteristica comune alla maggior parte degli stati europei²⁸.

In Italia vi sono ottimi fondi che vanno ad aiutare imprese in fase di *seed* e *pre-seed*, tuttavia ciò che differenzia maggiormente il contesto italiano da quello statunitense è l'assenza dei grandi fondi di investimento in start-up e la rarità dei Corporate Venture Capitalist. Nonostante i dati positivi relativi alla crescita del numero delle imprese (aumento del 31%) e del numero degli occupati (aumento del 44 %), un'analisi attenta ha messo in evidenza quello che è stato definito, per così dire, il “bicchiere mezzo vuoto”²⁹ e che consiste soprattutto nella cifra di investimenti in Venture Capital che non superano la soglia dei 200 milioni di euro.

²⁸ Gervasoni 2005.

²⁹ Patti 2017; anche Pecora 2017. Sui dati: MISE 2015.

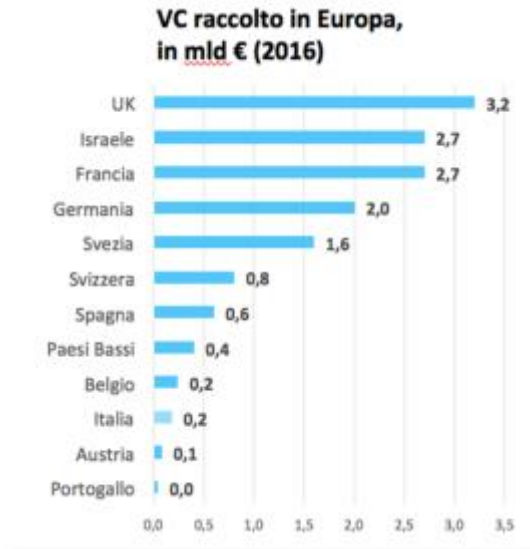


Figura 2.3: Investimenti in VC in Europa.
Fonte: MISE

Per colmare questo *gap* è necessario aumentare la sensibilità del mondo industriale nei confronti delle start-up, e in particolare nei confronti di quelle digitali. In questo momento l'Italia si trova nella prima fase del percorso, in questo periodo storico vi è infatti un coinvolgimento dei grandi fondi industriali che fanno investimenti diretti o tramite *partnership* con Venture Capitalist. Tuttavia ciò che manca è l'acquisizione delle start-up diffondendo una cultura di Venture Capital anche nelle *corporations* italiane. A questo risultato si potrebbe giungere, come per altro diverse nazioni hanno fatto, tramite crediti d'imposta o altri tipi di incentivazione nei confronti delle imprese che investono in start-up. Più complesso è invece risolvere il problema dei grandi fondi. Per pareggiare la grandezza e le disponibilità liquide dei fondi di Venture Capital americani bisognerebbe convogliare le risorse dei fondi pensione o altri grandi investitori istituzionali molto stabili e con molte risorse finanziarie, che però dovrebbero essere indirizzati verso gli investimenti in start-up tramite adeguate incentivazioni.

Oltre alle questioni puramente tecniche, fiscali o più in generale manovre economico-politiche è necessario far entrare nella cultura economica italiana l'importanza di investire in start-up innovative, andando a modificare la visione attuale, che vede la start-up quasi come una moda degli ultimi anni. Questo tipo di investimento è fondamentale per costruire uno scenario

economico forte e stabile, esse sono imprese vere e proprie che se crescono nella giusta maniera possono creare moltissimi posti di lavoro e aiutare l'intera economia nazionale³⁰.

In Italia le imprese supportate dai Venture Capitalist negli ultimi anni hanno registrato *performance* superiori rispetto alle altre aziende italiane. A supportare questa tesi vi è Waterhouse Coopers³¹, che ha pubblicato uno studio chiamato "L'impatto economico del Private Equity e Venture Capital in Italia". Lo scopo dello studio è analizzare le *performance* delle aziende che nel periodo di studio (2004-2014) sono state possedute da operatori di Private Equity e confrontarle con imprese non supportate da questi investitori. Le misure di *performance* utilizzate sono: ricavi, EBITDA (margine operativo lordo) e occupazione (numero medio di dipendenti per anno). Per confrontare queste misure delle imprese campione con il mercato è stato utilizzato un *benchmark* estrapolato da dati su 2.055 imprese italiane.

La prima variabile studiata è il tasso di crescita dei ricavi. Le aziende in portafoglio a Private Equity e Venture Capital hanno registrato un tasso superiore al PIL italiano per l'intera durata dello studio, nel 2014 questo era del 7.9%, +4,7% rispetto al *benchmark* (3,2%).



Figura 2.4: Relazione tra tasso di crescita dei ricavi di start-up finanziate da Venture Capitalist e PIL italiano.

Fonte: ISTAT, AIFI e Waterhouse Coopers 2014

³⁰ Per il panorama italiano: Di Giorgio, Di Edoardo 2008.

³¹ Waterhouse Coopers 2014.

Per quanto riguarda la crescita dell'occupazione, le società partecipate da operatori di Private Equity e Venture Capital sono in controtendenza rispetto al tasso di crescita dell'occupazione italiano. Quest'ultimo infatti è negativo (-0,3%), al contrario del primo che in tutto l'arco del periodo considerato è stato positivo, con un valore del +5,2% nel 2014. Rispetto al *benchmark* vi è una differenza del +5,5%, in quanto anch'esso si assesta sul -0,3%.

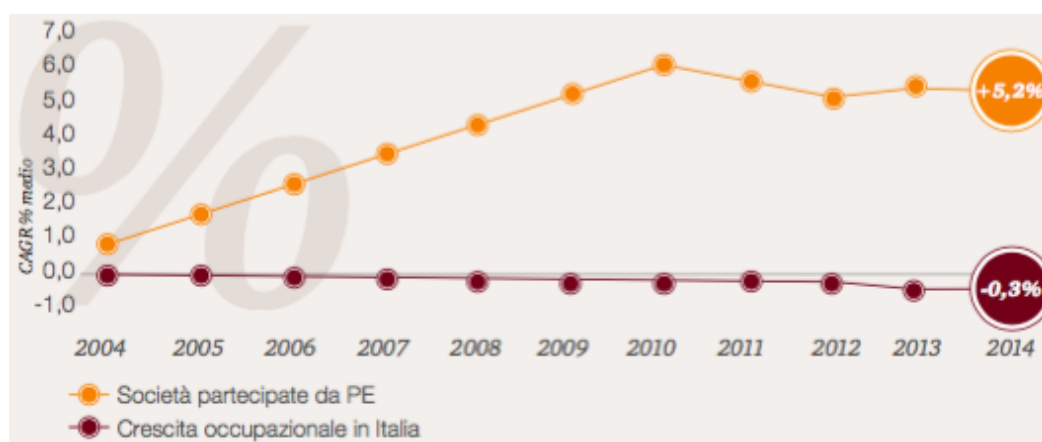


Figura 2.5: Relazione tra crescita dell'occupazione nelle start-up finanziate da Venture Capitalist e crescita dell'occupazione in Italia.

Fonte: AIFI e Waterhouse Coopers 2014

Anche l'EBITDA delle aziende partecipate da Venture Capitalist risulta maggiore del *benchmark* anche se la differenza è meno sostanziale rispetto a quella verificata negli altri parametri. Il tasso di crescita del margine operativo lordo delle prime è lo 0,9% mentre il *benchmark* risulta essere 0,3%, con una differenza dello 0,6%.

CAPITOLO 3

LVenture Group Spa

3.1 Presentazione

Il capitolo analizza come *case study* LVenture Group, fondo di Venture Capital italiano che opera in *partnership* con l'università LUISS Guido Carli. Gli obiettivi del caso sono esaminare le dinamiche di un fondo che non solo investe in start-up innovative in fase di early stage, ma che segue il loro processo evolutivo fin dai primissimi stadi di vita (*seed* e *pre-seed*) tramite l'acceleratore LUISS EnLabs.

Si andrà ad analizzare la situazione finanziaria del fondo negli ultimi anni e, soprattutto, a studiare le strategie che utilizza per scegliere le start-up. Si esporranno inoltre brevemente quelli che sono i settori delle imprese possedute.

Lo studio di questo fondo è un'ottima opportunità per comprendere al meglio la realtà italiana di questo tipo di operatori finanziari. Innanzitutto occorre dire che, per quanto riguarda le dimensioni, esso si inserisce perfettamente negli standard analizzati nell'ultima parte del capitolo precedente. È infatti un fondo di dimensioni medie che fornisce alle imprese che decide di finanziare investimenti abbastanza contenuti (dagli 80.000€ di LUISS EnLabs per il programma di accelerazione fino a un massimo di 250.000€ direttamente da LVenture Group³²). Nonostante i limitati investimenti in una singola start-up

³² LVenture Group, *Company Profile*, Roma 2016

è perfettamente integrato in un ecosistema che come vedremo in seguito coinvolge imprese dalle grandissime potenzialità finanziarie.

La caratteristica peculiare di LVenture Group è tuttavia quella di essere una società quotata. Questo rappresenta un forte valore aggiunto per tutte le parti coinvolte nel processo: le start-up finanziate, gli investitori e il fondo stesso.

LVenture Group è una società fondata dagli imprenditori Luigi Capello e Giovanni Gazzola nel 2010 con l'obiettivo di portare in Italia un modello di Venture Capital vincente tipico del panorama americano. Lo stesso Capello ha osservato da vicino il funzionamento dei principali fondi della Silicon Valley (come *500 startups* e *Y Combinator*) per importarlo al meglio in Italia. Attualmente LVenture Group Spa è una holding di partecipazioni controllata da LV.EN. Holding Srl per il 39,93% quotata alla borsa di Milano ed è uno dei pochi fondi di Venture Capital quotati in borsa.

L'obiettivo è quello di sviluppare nuove imprese nel settore digitale e renderle competitive a livello mondiale con un modello di *business* ben preciso. La *mission* dell'impresa è infatti così definita: “investiamo oggi in imprese di successo del domani, acquistando partecipazioni di start-up innovative. Creiamo valore trasformando start-up in imprese di successo³³”. Chiaramente, come tutti i fondi di Venture Capital, il profitto di LVenture Group deriva dalle plusvalenze derivanti dalle *exit* delle start-up in portafoglio.

Essere uno dei pochissimi fondi di Venture Capital quotati in Europa porta notevoli vantaggi sia per quanto riguarda il fondo che per la tutela degli investitori. Questi ultimi hanno infatti la possibilità di liquidare il proprio investimento in un mercato regolamentato in maniera molto semplice e di essere al corrente dell'andamento finanziario, del governo societario e della retribuzione del management grazie al regime di trasparenza a cui sono sottoposte tutte le società quotate. Inoltre vi è una maggiore tutela dell'investimento grazie ai controlli esercitati dalle società di vigilanza. Dal punto di vista del fondo il vantaggio è principalmente quello della visibilità internazionale, vantaggio che non si ferma solo al fondo ma colpisce anche tutte le start-up in portafoglio.

³³ LVenture Group, *Company Profile*, Roma 2016

Fino a questo momento sono stati effettuati tre aumenti di capitale per fronteggiare le necessità dell'impresa, infatti essendo un fondo relativamente giovane è stata effettuata una sola *exit* dal 2010, quella di "NetLex", una società che ha creato il primo software di *cloud computing* interamente dedicato al mercato degli studi legali in Italia, effettuata il 22 dicembre 2016³⁴. La quota detenuta da LVenture Group è stata acquistata da "TeamSystem", uno dei leader italiani nello sviluppo di software per aziende e professionisti. L'ultimo aumento di capitale è stato deliberato dall'Assemblea il 2 febbraio 2016, ha portato all'emissione di 9.741.116 nuove azioni ordinarie prive di valore nominale offerte in opzione agli azionisti ad un prezzo di 0.512 euro per azione con l'obiettivo di aumentare il capitale di 4.987.451,39 euro. Il diritto di opzione è stato offerto a tutti i proprietari di azioni ordinarie della Società con un rapporto di sottoscrizione di 11 nuove azioni ogni 20 azioni ordinarie LVenture Group possedute³⁵. Per quanto riguarda i precedenti aumenti, il 30 aprile 2014 l'Assemblea ha deliberato l'emissione di 7.100.000 nuove azioni offerte in opzione agli azionisti ad un prezzo di 0.70 euro per azione³⁶, mentre nel 2013 sono state emesse 95.850.000 nuove azioni al prezzo di 0,052 euro ciascuna³⁷.

L'impresa è così strutturata: un fondo di Venture Capital che gestisce circa 40 start-up e che possiede il 100% delle partecipazioni dell'acceleratore di start-up "LUISS EnLabs: La Fabbrica di Start-up" costituito tramite un *joint venture* con l'università LUISS Guido Carli. In questo modo il fondo ha la possibilità non solo di investire in imprese con un forte potenziale di crescita, ma anche crearle da zero e supportarle fin dai primissimi momenti. LUISS EnLabs S.r.l. è stata incorporata in LVenture Group il 20 dicembre 2016 tramite fusione. Attraverso questa operazione si mira a snellire i processi

³⁴LVenture Group, *LVenture Group announces the exit of NetLex*, Roma 22 dicembre 2016

³⁵LVenture Group, *Comunicato stampa su aumento di capitale*, Roma 2 febbraio 2016

³⁶LVenture Group, *Comunicato stampa su aumento di capitale*, Roma 30 aprile 2014

³⁷LVenture Group, *Comunicato stampa su aumento di capitale*, Roma 15 febbraio 2013

decisionali interni e renderli più flessibili e semplici, oltre che a sfruttare sinergie ed evitare duplicazioni di costi.

Inoltre LVenture Group ha creato intorno a sé un vero e proprio ecosistema, che favorisce ogni passaggio del processo investimento/monitoraggio/uscita, ed è composto da università, sponsor, altre imprese partner ma anche enti istituzionali (come il Ministero dello Sviluppo Economico). Le interazioni e le sinergie con l'intero ecosistema sono fondamentali per la crescita e lo sviluppo delle start-up.



Figura 3.1: Ecosistema di LVenture Group.
Fonte: LVenture Group website

Il 10 maggio 2017 è stato pubblicato un rendiconto intermedio di gestione relativo al primo trimestre 2017. La Società ha ottenuto risultati molto positivi registrando un aumento dei ricavi dell'83% rispetto al primo trimestre del 2016 (505.000 € contro i 276.000 € dell'anno precedente) grazie soprattutto a programmi di *Open Innovation* (una serie di servizi di consulenza dedicati alle aziende). Per quanto riguarda gli investimenti essi sono rimasti abbastanza simili rispetto al 2016, con un aumento del 3% (728.000 € nel 2017 contro i 709.000 € del 2016)³⁸.

³⁸ LVenture Group, *Relazione trimestrale, primo trimestre 2017*, Roma 10 maggio 2017

Nell'ottobre 2015 LVenture Group entra a far parte di "Club Acceleratori", club che prevede la collaborazione di una serie di acceleratori con un network di *Business Angels* per sostenere le principali start-up italiane. Inoltre il fondo è co-fondatore di "Angel Partner Group", un'associazione composta da imprese ed *entrepreneurs* con la convinzione che l'innovazione e la nascita di nuove imprese sia una componente fondamentale per la crescita economica. I membri di questo gruppo hanno investito più di 700 mila euro nelle start-up nel portafoglio di LVenture Group.

3.2 Strategie di investimento e portafoglio di start-up

I settori di investimento del fondo LVenture Group sono i principali settori digitali³⁹. In particolare sono:

- ICT. *Information and Communication Technology*, settore in cui le imprese si occupano di trasmettere, ricevere ed elaborare dati.
- E-Commerce. Dunque l'insieme di applicazioni utilizzate per gestire le transazioni commerciali in rete.
- Online Media. Applicazioni che gestiscono piattaforme di condivisione, interazioni e analisi di contenuti informativi.
- Gaming. Produzione e distribuzione di contenuti interattivi per l'intrattenimento nel mercato videoludico.
- Apps. Progetti di sviluppo e vendita di software di qualsiasi tipo destinati ad essere utilizzati su più tipologie di dispositivi.

³⁹LVenture Group, *Company Profile*, Roma 2016

Il fondo tuttavia cerca all'interno di queste imprese alcune caratteristiche comuni, in particolare per quanto riguarda la tecnologia utilizzata. Infatti ogni start-up che riceve finanziamenti è caratterizzata da un'innovazione tecnologica emergente ed innovativa, che possa in qualche modo influenzare il mercato con qualcosa di nuovo, una *disruptive innovation*. Dunque che potenzialmente possa entrare in un mercato internazionale e non fermarsi ad una realtà locale. Una componente molto importante è anche il team, che deve essere eterogeneo e completo in termini di competenze. Tuttavia su questo aspetto vi è la possibilità di andare ad effettuare delle modifiche nel corso della vita dell'impresa introducendo nuovi membri.

L'obiettivo di medio termine dell'impresa è quello di aumentare il tasso di successo delle start-up in cui si investe ma allo stesso tempo ridurre il rischio a cui si va incontro svolgendo questo tipo di attività. Secondo la "Relazione sulla Gestione" del bilancio relativo all'esercizio dell'anno 2016 questo obiettivo viene perseguito per mezzo delle seguenti strategie⁴⁰:

- Investimenti iniziali di importo contenuto affiancati da eventuali diritti di opzione per sottoscrivere successivi aumenti di capitale;
- Ampia diversificazione del Portafoglio di Investimenti;
- Sottoscrizione di accordi volti alla tutela della partecipazione di LVenture Group nelle start-up;
- Creazione di importanti relazioni con altri tipi di investitori (ad esempio Business Angels o altri Venture Capitalist);
- Supporto e assistenza alle start-up nella fase di avvio e di sviluppo delle relative attività imprenditoriali.

⁴⁰ LVenture Group, *Bilancio 2016*, Roma

Le attività di investimento di LVenture Group si dividono in due aree. La prima di queste è relativa ad imprese nella fase di *seed*. Le imprese che ricevono questo tipo di finanziamento possono essere uscite dal programma di accelerazione di LUISS EnLabs o essere imprese in una fase leggermente più matura e scelte tra quelle con gli indicatori di crescita più elevati. Gli investimenti in questo tipo di imprese possono arrivare fino a 250.000€ in cambio di una quota di minoranza. La seconda attività di investimento invece si concentra su imprese di ancora più piccole dimensioni e con ancora più incertezze riguardo il futuro della stessa, le imprese nella cosiddetta fase di *pre-seed*. In questo tipo di investimento, causa il grado di incertezza, l'apporto di capitale sarà di minore entità. In particolare consiste in 30.000€ di liquidità più 50.000€ in servizi per un totale di 80.000€. In cambio LVenture Group ottiene il 9% delle partecipazioni sotto forma di strumenti finanziari partecipativi.

3.3 LUISS EnLabs: La Fabbrica di Start-up

LUISS EnLabs è un acceleratore di start-up, cioè un luogo in cui un team già formato con un'idea che ha già qualche test tecnico può essere rapidamente portata sul mercato tramite supporti economici e consultivi. Dunque al contrario di un incubatore aziendale, cioè un programma il cui scopo è quello di trasformare idee in un qualche prototipo che possa essere accettato dal mercato, le imprese che riescono a ottenere il sostegno di un acceleratore si trovano in uno stadio di vita leggermente più avanzato.

LVenture Group possiede il 100% delle partecipazioni di EnLabs dunque è lo stesso fondo a finanziare i progetti, EnLabs è il gestore dei soldi, che valuta le opportunità e decide di investire solo a seguito di un accurato processo decisionale.

Il target di start-up è quello delle *early stage* che operano nel settore ICT o comunque nel settore *high-tech*. Una start-up nella fase di *early stage* è

appunto un'impresa che ha già un team, un prototipo e un potenziale mercato in cui entrare e fare profitti.

Le start-up interessate al programma applicano tramite il sito web di EnLabs in determinati periodi dell'anno in cui sono aperte le selezioni, e le modalità di *application* sono ormai consolidate. I criteri di selezione non si fermano all'idea (che gioca comunque un ruolo fondamentale) bensì si espande anche al team. I *founders* sono infatti molto importanti, tanto che la prima selezione viene effettuata tramite una presentazione di 60 secondi in cui devono essere presentati in inglese tutti i membri e descritte in breve tutte le loro esperienze. La seconda parte di questa preselezione si concentra sul prodotto. È necessario mostrare una *demo* del prodotto e una cosiddetta *twitter description*, cioè la descrizione dell'azienda in 120 caratteri, così da dimostrare di essere in grado di spiegare la start-up e i vantaggi che possono essere offerti ai clienti in poche righe, e un piano di suddivisione delle quote. Dopo aver effettuato le scelte in base alle *applications* ricevute vi è una fase di preselezione che comporta un *meeting* con i selezionatori che scremano ancor di più i candidati. In questa fase, ancor di più rispetto alla precedente, il team gioca un ruolo fondamentale in quanto vi è un incontro con i selezionatori che effettueranno domande soprattutto riguardo al piano per i successivi 5 mesi. EnLabs infatti fornisce 30.000 € *cash* e 50.000 € in servizi a tutte le start-up scelte, ed è interesse dei selezionatori sapere cosa il team ha intenzione di fare con i 30.000€ *cash*.

Due volte l'anno vi è il *Selection Day*, in cui tutte le start-up selezionate si ripresenteranno di fronte al Board of Advisor, il quale avrà la possibilità di effettuare altre domande per risolvere gli ultimi dubbi per poi prendere la decisione finale, in genere questo incontro viene effettuato tutto in lingua inglese in quanto alcuni tra i selezionatori non sono madrelingua italiani.

CONCLUSIONE

Nell'elaborato appena concluso si è tracciato uno scenario delle start-up. Ci si è tuttavia soffermati sul finanziamento di queste ultime e i fabbisogni finanziari che hanno nelle varie fasi di vita, dando particolare importanza ad una tipologia di finanziamento, il Venture Capital.

Si è cercato di trovare una definizione completa di "start-up", non riuscendo in parte a raggiungere questo obiettivo. Infatti si è posto attenzione su come nei diversi paesi i parametri con cui si definiscono sono diversi e si è giunti alla conclusione che una definizione precisa (capitale, bilancio, composizione della società) si dimostra necessaria nei paesi per i quali sono previsti incentivi governativi. Un caso emblematico, che si è presentato nel primo capitolo, è quello della recente iniziativa legislativa del Governo indiano per porre riparo ad interpretazioni troppo libere del fenomeno: nello specifico le piccole iniziative commerciali (i "*mom and pop shops*") che dotandosi di una minima innovazione tecnologica (ad esempio una *app*) potevano trovarsi a rientrare nella categoria.

D'altro canto, gli stessi protagonisti del mondo delle start-up (gli investitori), spesso si trovano in disaccordo, non riuscendo a contenere un fenomeno così particolare in una definizione di poche righe, trovandosi però d'accordo su quella che è considerata la caratteristica principale: crescere in maniera rapida. Si sono successivamente studiate le fasi principali della vita di un'impresa, *seed*, *start-up*, *early growth*, *sustained growth*, associando a ciascuno di questi stadi un determinato fabbisogno finanziario da soddisfare. In ognuna di queste fasi abbiamo posto l'attenzione sul rischio dell'investire in questa tipologia di imprese, in quanto caratterizzate da una fortissima incertezza riguardo il loro futuro.

L'ultima parte del primo capitolo è dedicata ad uno studio del panorama italiano. È stato infatti descritto in maniera completa il contenuto del "Decreto Crescita 2.0", una nuova normativa per promuovere la nascita e la crescita sostenibile di nuove imprese innovative in Italia. Viene infatti introdotto nell'ordinamento giuridico la definizione di "start-up innovativa ad alto valore tecnologico", concedendo facilitazioni in diversi ambiti. Grazie ad un

report di Infocamere è stato poi inoltre possibile fornire alcuni dati riguardo la collocazione geografica delle start-up innovative in Italia (la maggior parte delle quali si trovano nel nord, in particolare in Lombardia), riguardo i settori in cui operano (principalmente servizi alle imprese), e alcuni dati relativi alle performance delle stesse.

Nel secondo capitolo si è analizzata l'utilità e il funzionamento dei fondi di Venture Capital. Nella prima parte vengono descritte le caratteristiche principali di questi investitori, con un particolare *focus* sui tre gruppi di attività attraverso le quali questi fondi investono e fanno profitti: Investimento, Monitoraggio e Uscita. Nella prima attività vengono inclusi tutti i processi decisionali che portano a scegliere una determinata impresa in cui investire piuttosto che un'altra, basandosi su diverse variabili come il settore, l'età e il rischio connesso alla start-up.

Come possibile conclusione si è messo in evidenza che i Venture Capital effettuano investimenti solo dopo aver constatato che la start-up che finanziano possa collocarsi all'interno del progetto del fondo, che dunque si armonizzi con altre start-up in portafoglio portando diversificazione, riducendo quindi anche l'esposizione al rischio. Inoltre vi è un accurato processo di stima del valore futuro dell'impresa nel momento di uscita (in genere tramite IPO). Questa infatti è l'ultima fase del processo di investimento, attraverso la quale si registrano i veri profitti e si remunera il capitale agli investitori. Nel mezzo vi è la fase di Monitoraggio, che permette al fondo di seguire l'andamento dell'impresa e spesso anche di prendere decisioni.

Nel capitolo vengono inoltre analizzate altre tipologie di investitori che svolgono un'attività simile ai fondi di Venture Capital, ma con una struttura e un'organizzazione differente: i Business Angels e i Corporate Venture Capitalist. In particolare vengono analizzati i punti di contatto e le differenze tra questi investitori. I Business Angels si discostano dai fondi di Venture Capital prima di tutto per l'aspetto individuale dei primi e per il fatto di non essere istituzionalizzati, ma anche per quanto riguarda il raggio d'azione e il tipo di impresa target, si è infatti notato uno spostamento degli investimenti dei fondi di Venture Capital da imprese in fase di *seed* e *start-up* in imprese

in stadi più avanzati, questo *gap* è stato proprio colmato dai Business Angels. Per quanto riguarda i Corporate Venture Capitalist invece si sono individuati due obiettivi che perseguono, di cui uno simile a quello dei fondi (fare profitti), ed uno fortemente discostante (investire in imprese correlate così da migliorare la propria posizione strategica ed avere un accesso privilegiato alle innovazioni sviluppate dalle start-up controllate). Nell'ultima parte del capitolo è stato studiato il panorama italiano del Venture Capital, rimarcando le differenze con quello statunitense e proponendo alcune soluzioni per diminuire questo *gap*, causato soprattutto dall'assenza di grandi fondi di investimento in start-up e dalla scarsità di Corporate Venture Capitalist. Inoltre, grazie al report di Waterhouse Cooper⁴¹, è stato possibile verificare che, in Italia, le start-up supportate da Venture Capitalist performano decisamente meglio rispetto al *benchmark* di riferimento (costituito da dati su 2.055 imprese italiane).

Il capitolo finale è stato interamente dedicato ad uno dei più importanti fondi di Venture Capital del nostro paese, LVenture Group. Una caratteristica che differenzia questo fondo da altri, e che lo rende anche più interessante da analizzare, è la sua quotazione in borsa. Questo porta notevoli vantaggi all'attività svolta dal fondo e soprattutto agli investitori, che hanno il loro capitale investito in un mercato regolamentato e con obblighi di trasparenza più stringenti, essendo dunque sempre al corrente dell'andamento finanziario. Il fondo investe nei principali settori digitali, e si è visto come abbia creato intorno a sé un ecosistema che supporta l'attività svolta, tramite il coinvolgimento imprese, enti istituzionali e università.

Proprio con un'università, la LUISS Guido Carli, lo stesso fondo ha costituito tramite una *joint venture*, LUISS EnLabs: La Fabbrica di Start-up, un acceleratore di start-up. In questo modo il fondo non ha solo la possibilità di investire in imprese con un forte potenziale di crescita, ma anche supportarle dalle primissime fasi di vita.

⁴¹ Waterhouse Cooper 2014.

BIBLIOGRAFIA

Baptiste 2012 = J. Baptiste, *Start-up vincenti: dall'idea al successo*, Milano 2012

Bizzarri 2009 = L. Bizzarri, *Il finanziamento dell'innovazione nell'economia della conoscenza*. Tesi di Dottorato di Ricerca in Banca e Finanza XX Ciclo, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"

Blank, Dorf 2013 = S. Blank, B. Dorf, *Startupper. Guida alla creazione di imprese innovative*, Milano (Egea) 2013

BVCA 2012 = British Private Equity and Venture Capital Association, *Guide to Corporate Venture Capital*, Londra 2012

Breasley, Myers, Allen, Sandri 2011 = R.A. Brealey, S.C. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di Finanza Aziendale*, Milano 2011

Cambridge Associates 2015 = Cambridge Associates, *U.S. Venture Capital Index and Selected Benchmarks Statistics*, 2015

Chesbrough 2001 = H. Chesbrough, *Making sense of Corporate venture Capital*, Harvard Business Review, USA 2002

Cochrane 2005 = J.H. Cochrane, *The Risk and Return of Venture Capital*, Journal of financial economics, 75, 2005

Commissione AIFI = Commissione Venture Capital AIFI, *Proposte per lo sviluppo del Venture Capital in Italia*

Covin, Miles 2007 = J.G. Covin, M.P. Miles, *Strategic use of corporate venturing. Entrepreneurship: Theory and Practice*, 2007

Cumming 2006 = D.J. Cumming, *The Determinants of Venture Capital Portfolio Size: Empirical Evidence*, The University of Chicago Press, 2006

Di Giorgio, Di Edoardo 2008 = G. Di Giorgio, M. Di Edoardo, *Venture Capital e Private Equity in Italia*, MEF Working Papers, Roma 2008

Dringoli, Boccardelli 2008 = A. Dringoli, P. Boccardelli, *Le imprese start-up nei business ad alta innovazione: caratteristiche e fattori di successo*, Luiss University Press, Roma 2004

Duvivier 2001 = A.Duvivier, *Financing and risks of internet start-ups*, Banque de France 2001

First Round 2014 = *What we have learned in 10 years*.<http://10years.firstround.com>

Florio 2003 = A. Florio, *Il Finanziamento alle imprese innovative, quale ruolo per il sistema bancario?*, “Innovare per competere. Come finanziare l’innovazione?” Novara 2003
(oldweb.eco.unipmn.it/eventi/innovarepercompetere/florio.pdf)

Gervasoni 2005 = A.Gervasoni, *Evoluzione del mercato italiano del private equity e venture capital*, Milano 2005

Gompers, Lerner 2001 = P. Gompers, J. Lerner, *The Venture Capital Revolution*, *The Journal of Economics Perspectives*, 15, 2, 2001

IBAN 2008 = *Italian Business Angels Network, Guida pratica allo sviluppo di progetti imprenditoriali*, 2008

Infocamere 2016 = Infocamere/Ministero dello Sviluppo Economico, *Report con dati strutturali sulla start-up innovativa*, Roma, Ottobre 2016

Kanniainen, Keuschnigg 2003 = V. Kanniainen, C. Keuschnigg, *The optimal portfolio of start-up firms in Venture Capital Finance*, Journal of Corporate Finance, 2003

Linna 2016 = D.W. Linna, *What We Know and Need to Know About Legal Startups*, 2016 <http://digitalcommons.law.msu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1540&context=facpubs> (consultato nel Maggio 2017)

LVenture Group, *Strategy*, Roma 2014

LVenture Group, *Company Profile*, Roma 2016

LVenture Group, *Relazione Finanziaria Semestrale*, Roma 2016

LVenture Group, *Relazione trimestrale, primo trimestre 2017*, Roma 10 maggio 2017

LVenture Group, *LVenture Group announces the exit of NetLex*, Roma 22 dicembre 2016

LVenture Group, *Comunicato stampa su aumento di capitale*, Roma 15 febbraio 2013

LVenture Group, *Comunicato stampa su aumento di capitale*, Roma 30 aprile 2014

LVenture Group, *Bilancio 2016*, Roma

LVenture Group, *Comunicato stampa su aumento di capitale*, Roma 2 febbraio 2016

Maxwell, Jeffrey, Lèvesque 2011 = A.L. Maxwell, S.A. Jeffrey, M. Lèvesque, *Business angel early stage decision making*, *Journal of Business Venturing*, 26, 2011

Metrik 2009 = A. Metrik, *Venture Capital and the finance of innovation*, USA seconda edizione, 2009

MISE 2015 = Ministero dello Sviluppo Economico, *Scheda di sintesi della policy a sostegno delle Start up innovative*, Roma 2015

Morck 2000 = R.K. Morck, *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press, 2000

Nanda, Rhodes-Kropf 2012 = R. Nanda, M. Rhodes-Kropf, *Investments Cycles and Start-up Innovation*, *Journal of Financial Economics*, 110, Boston 2012

Patti 2014 = F. Patti, *Le startup non crescono abbastanza perché le grandi imprese le ignorano*. www.linkiesta.it/it/article/2017/02/14 (consultato nel Maggio 2017)

Pecora 2016 = A. Pecora, *Quanto lavorano e quanto fatturano le startup*. 17 febbraio 2017: <http://startupitalia.eu/69271-20170214-startup-act-mise-firpo-rapporto-numeri-2016> (consultato nel Maggio 2017)

Ries 2012 = E. Ries, *Partire leggeri. Il metodo lean startup: innovazione senza sprechi per nuovi business di successo*, Milano (Rizzoli), 2012

Sahlman 1987 = B. Sahlman, *A Method for valuing high-risk, long-term investment: the "Venture Capital method"*, Harvard Business School Background Note, 1987

Startup Companies Law & Legal Definition, USLEGAL, <http://definitions.uslegal.com/s/startup-companies> (consultato nel Maggio 2017)

StartupIndia 2015 = Government of India. Ministry of Commerce and Industry <http://www.startupindia.gov.in/> (consultato nel Maggio 2017)

Waterhouse Coopers 2014 = P. Waterhouse Coopers, *L'impatto economico del Private Equity e Venture capital in Italia*, 2014 (pvc.com)

Wright, Robbie 1998 = M. Wright, K. Robbie, *Venture Capital and Private equity: a review and synthesis*, *Journal of Business Finance and Accounting*, 1998

Ziani 2012 = L. Ziani, Investitore Istituzionale, *Dizionario Treccani di Economia e Finanza*, Roma 2012

Zider 1998 = B. Zider, *How Venture Capital Works*, Harvard Business Review, USA 1998