

DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

Corso di Laurea in Economia e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

**FONDI DI VENTURE CAPITAL ED IL
FINANZIAMENTO DELLE START-UP INNOVATIVE.
IL CASO LVENTURE GROUP S.p.A.**

RELATORE

Prof. Raffaele Oriani

CANDIDATO

Guido Alberto Ruzzante

Matricola 222631

Anno Accademico 2019/2020

INDICE

INTRODUZIONE.....	3
CAPITOLO 1	
Le Start-up innovative	
1.1 Cosa sono le Start-up innovative.....	6
1.2 Ciclo di vita e fabbisogno finanziario delle Start-up.....	10
1.3 La valutazione delle Start-up innovative: il Business Plan.....	13
CAPITOLO 2	
I fondi di Venture Capital	
2.1 Aspetti definitori del Venture Capital.....	19
2.2 Il ruolo del Venture Capitalist: non solo aspetti finanziari.....	21
2.3 Strutturazione di un fondo di Venture Capital.....	26
2.4 Evoluzioni del mercato di Venture Capital in Italia.....	33
CAPITOLO 3	
Il caso LVenture Group S.p.A.	
3.1 Introduzione.....	38
3.2 Il profilo aziendale.....	40
3.3 Aree operative.....	46
3.3.1 Accelerazione: LUISS EnLabs.....	47
3.3.2 Investimenti: Micro-Seed e Seed.....	48
3.3.3 Crescita: LV8.....	48
3.3.4 Open Innovation	49
3.3.5 The Hub.....	50
3.4 L’ecosistema di LVenture Group.....	51
3.5 Riflessioni finali.....	52
CONCLUSIONI.....	55
BIBLIOGRAFIA.....	61

INTRODUZIONE

Questo elaborato tratterà un fenomeno in forte espansione negli ultimi anni, gli investimenti di Venture Capital nelle Start-up innovative. Il Venture Capital può essere definito come l'apporto di capitale di rischio nelle imprese non quotate che si trovano nel loro primo stadio di vita, con l'obiettivo di accrescerne il valore in un arco temporale medio-lungo per poi, generalmente, quotarle in borsa. Obiettivo di questo studio sarà di offrire una visione globale dei meccanismi che regolano questo tipo d'investimenti, tentando di evidenziare come gli odierni Venture Capitalist garantiscano un supporto necessario e ideale alle imprese che si propongono di sviluppare nuove tecnologie contribuendo al progresso. Inoltre, vi sarà la descrizione di un caso pratico al fine di cogliere i principali contributi che tali forme di finanziamento sono in grado di fornire alle imprese.

Nel primo capitolo il focus sarà sulle Start-up innovative, oggetto degli investimenti di Venture Capital. Il capitolo si aprirà con la descrizione delle Start-up, premettendo che non esiste una definizione ufficiale; per tale motivo le affermazioni di Steve Blank e l'analisi del Decreto-legge 18 ottobre 2012 n.179, renderanno più intuitivo inserirle in un contesto specifico. Verranno inoltre descritte le fasi del ciclo di vita delle imprese innovative, alle quali corrispondono determinati fabbisogni finanziari. Infine, saranno esposte le modalità di costituzione del Business Plan, documento indispensabile per una buona presentazione della Start-up agli investitori e motivo per cui, anche in questo frangente, risulterà essenziale l'intervento dei Venture Capitalist a supporto degli imprenditori.

Nel secondo capitolo si tratteranno i meccanismi che regolano le operazioni di Venture Capital. In primis, verranno fornite delle definizioni specifiche della materia, esponendo tra l'altro le caratteristiche principali che un Venture Capitalist deve possedere. Il secondo paragrafo andrà a sottolineare i motivi principali per cui i Venture Capitalist si differenziano da altri intermediari finanziari nel sostegno alle Start-up. Si vedrà che tali operatori non si limitano ad erogare finanziamenti, ma garantiscono una serie di servizi professionali ed essenziali per le imprese al loro primo stadio, così da poterle far sviluppare efficacemente. Nel terzo paragrafo verrà definita la struttura ed il funzionamento dei fondi di Venture

Capital, la forma più utilizzata al mondo per operare questo genere di investimenti. Il focus sarà sulla struttura più comunemente utilizzata, la *Limited Partnership* e si distingueranno tali fondi dagli altri tipi di operatori finanziari che operano nel settore in oggetto (in particolare i Business Angels e gli Incubatori). Nell'ultima parte del secondo capitolo si approfondirà la situazione del mercato italiano di Venture Capital per evidenziare come esso si sia evoluto negli ultimi anni, in particolare a seguito delle crisi relative alla bolla Dot-com di inizio millennio e la grande crisi dei mutui *subprime* del 2008. Ciò aiuterà a comprendere le innovazioni che sono state introdotte nel mercato del Venture Capital, le quali danno modo di sostenere la crescita economica del paese grazie alla spinta del progresso tecnologico.

Nel terzo ed ultimo capitolo si descriverà un'importante Venture Capitalist italiana, LVenture Group S.p.A. Il fine sarà fornire un esempio di come una società, molto innovatrice in questo settore, possa contribuire allo sviluppo delle imprese più visionarie. Il capitolo si aprirà con una breve introduzione, utile per la comprensione della scelta di LVenture come *case study* sebbene non si configuri come un tipico fondo di Venture Capital. Si rimarcheranno le innovazioni che la società ha apportato nel mercato italiano per supportare le imprese innovative nella loro crescita. Segue una descrizione del profilo aziendale di LVenture Group, evidenziandone la struttura di Società per Azioni, elemento interessante a livello operativo per la raccolta di capitali da destinare agli investimenti nelle Start-up. Il focus principale del caso è nel terzo paragrafo, in cui verranno descritte tutte le aree operative di LVenture Group, aspetti che la differenziano dai tipici fondi di Venture Capital e che la caratterizzano come società innovatrice e strutturalmente molto flessibile. Di fondamentale importanza risulterà la rete di partnership creata dalla società, prima fra tutte quella con l'università LUISS Guido Carli, da cui è scaturito l'acceleratore d'impresa LUISS EnLabs. Per ultimo si descriverà l'ecosistema della società, formato da collaborazioni fondamentali con alcune tra le imprese italiane più importanti ed influenti a livello nazionale ed internazionale, tra cui due noti Business Angels italiani che sostengono il gruppo negli investimenti diretti alle imprese. Si vedrà come tali accordi hanno dato vita alle iniziative con cui LVenture è riuscita ad acquisire le partecipazioni di oltre 60 Start-up, sostenendole nelle varie fasi del loro ciclo di vita e riuscendo ad inserirle con successo nei

settori più innovativi. Gli elementi di questo caso sono poi ripresi e condensati nell'ultimo paragrafo del capitolo, relativo alle riflessioni finali. Quest'ultima parte si propone di sottolineare i motivi per cui LVenture Group S.p.A., mossa da un grande spirito innovativo, abbia avuto successo nel mondo del Venture Capital italiano, nonostante sia dotata di una struttura anomala rispetto ai tipici fondi di Venture Capital.

Capitolo 1

Le Start-up innovative

1.1 Cosa sono le Start-up innovative

Per comprendere al meglio l'importanza dell'operato dei Venture Capitalist, si dà inizio all'analisi definendo il principale oggetto dei loro investimenti, le *Start-up innovative*.

Con Start-up intendiamo la prima fase di un'impresa, quella di avvio; ciò permette di distinguere tale tipologia di aziende da quelle consolidate e presenti, nel settore in cui operano, da maggiore tempo.

Chiaramente quella appena riportata non è una definizione esatta di impresa Start-up, poiché in realtà non ne esiste una ben precisa dal momento che, come detto, Start-up è una fase e non una forma giuridica. A tal proposito, è un riferimento fondamentale per tale analisi la descrizione di Start-up innovativa di uno degli esponenti più autorevoli dello *Start-up ecosystem* internazionale, Steve Blank. Egli è il creatore dell'approccio "*Lean Start-up*"¹, professore dell'università di Stanford e ricercatore presso la Columbia University di New York. Egli afferma che la Start-up è "*un'organizzazione temporanea alla ricerca di un modello di business scalabile, ripetibile e redditizio*"². Difatti Blank sostiene che la Start-up deve possedere alcune caratteristiche indiscutibili per avere successo³:

- *Temporaneità*: la fase di Start-up in un'impresa è transitoria, l'ambizione deve essere diventare una grande azienda per crescere nell'immediato con maggiore spinta.

¹ Il *Lean Start-up* è un approccio radicale per la nascita di imprese innovative, che ha il fine di individuare dei business sostenibili riducendo contestualmente le tempistiche, i costi e quindi le possibilità di fallimento. Fonte: Business People.

² Fonte: S. Blank, "The Start-up Owner's Manual", John Wiley & Sons, 2011.

³ Fonte: Startup Business.

- *Sperimentazione*: la Start-up è alla continua ricerca di un modello di business efficace, per cui gli imprenditori devono fare molti tentativi per trovare una formula giusta al fine di implementare un'innovazione profittevole.
- *Scalabilità*: il modello di business che si implementerà deve risultare scalabile (quindi deve operare in un ampio mercato, con concrete possibilità di crescita) e ripetibile nei suoi processi.

Per comprendere meglio il concetto di Start-up, è utile fare un riferimento al Decreto-legge, risalente all'autunno 2012, animato dall'obiettivo di promuovere la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico e l'occupazione nelle PMI⁴, in cui il Governo italiano ha adottato una normativa proprio per sostenere la nascita e la crescita dimensionale delle imprese innovative. Questa chiaramente non è una definizione ufficiale di Start-up ma è piuttosto un'impostazione normativa che lo Stato ha voluto fornire, il che, in termini operativi, facilita il loro inquadramento da parte dei Venture Capitalist.

Tale provvedimento è stato attuato con il Decreto-legge 18 ottobre 2012, n.179⁵. L'articolo 25, comma 2, offre una descrizione alquanto precisa di Start-up: “... *l'impresa Start-up innovativa, è la società di capitali⁶, costituita anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale, non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione...*”⁷.

Oltre ad una definizione letterale, il Decreto del 2012 ha previsto anche la descrizione dei requisiti affinché, una società creata con tale forma giuridica, possa essere classificata come una Start-up innovativa. Tali requisiti sono⁸:

⁴ Piccole-medie imprese.

⁵ Tale Decreto è stato poi convertito dalla Legge 221 del 17 dicembre 2012.

⁶ Il Legislatore impone quindi che possono assumere la qualifica di Start-up innovative: società per azioni, società in accomandita per azioni, società a responsabilità limitata e società cooperative. Fonte: Decreto-legge 18 ottobre 2012, n.179.

⁷ Fonte: Decreto-legge 18 ottobre 2012, n.179.

⁸ Fonte di tale catalogazione: KPMG S.p.A., “*Start-up: istruzioni per l'uso*”, 2018.

Deve essere costituita da *meno di 60 mesi*.

1. Deve avere un *totale del valore della produzione annuo inferiore a 5 milioni di euro*, a partire dal secondo anno di attività.
2. Deve avere *sede principale in Italia* o, avendo sede in un paese membro dell'Unione Europea o in uno degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, disponga di una *sede produttiva* oppure di una *filiale in Italia*.
3. *Non deve distribuire utili e non li deve aver già distribuiti*.
4. Deve avere come *oggetto sociale esclusivo o prevalente*, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di *prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico*.
5. *Non* deve essere costituita *a seguito di una fusione o scissione societaria*, né a seguito della *cessione* di azienda o di un ramo di essa.
6. Le *quote e le azioni del capitale sociale non devono essere quotate* su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione.
7. Il contenuto innovativo dell'impresa deve essere identificato con almeno uno dei seguenti criteri: a) almeno il 15% del valore maggiore tra fatturato e costi deve essere ascrivibile ad *attività di ricerca e sviluppo*; b) deve assumere *forza lavoro con determinate caratteristiche* (dipendenti in possesso di lauree magistrali, dottorati o con alle spalle almeno 3 anni di ricerca); c) deve essere titolare, depositaria o licenziataria di un *brevetto registrato*.

Infine, importante è individuare i settori dove, negli ultimi anni, si concentra maggiormente la nascita delle Start-up innovative. Il termine innovative ci fa intuire che le nuove aziende ad oggi sorgono nei settori che attirano più capitali, soprattutto dove le tecnologie di produzione sono in continuo sviluppo; ciò da modo agli imprenditori di poter ideare

Business Model sempre più innovativi, a fronte della rapida crescita del settore e dell'alta disponibilità di capitali.

Un indice importante circa i settori in maggiore sviluppo, è quello del livello di distribuzione settoriale degli investimenti realizzati dai Venture Capitalist nel 2019, riportato nel grafico seguente.

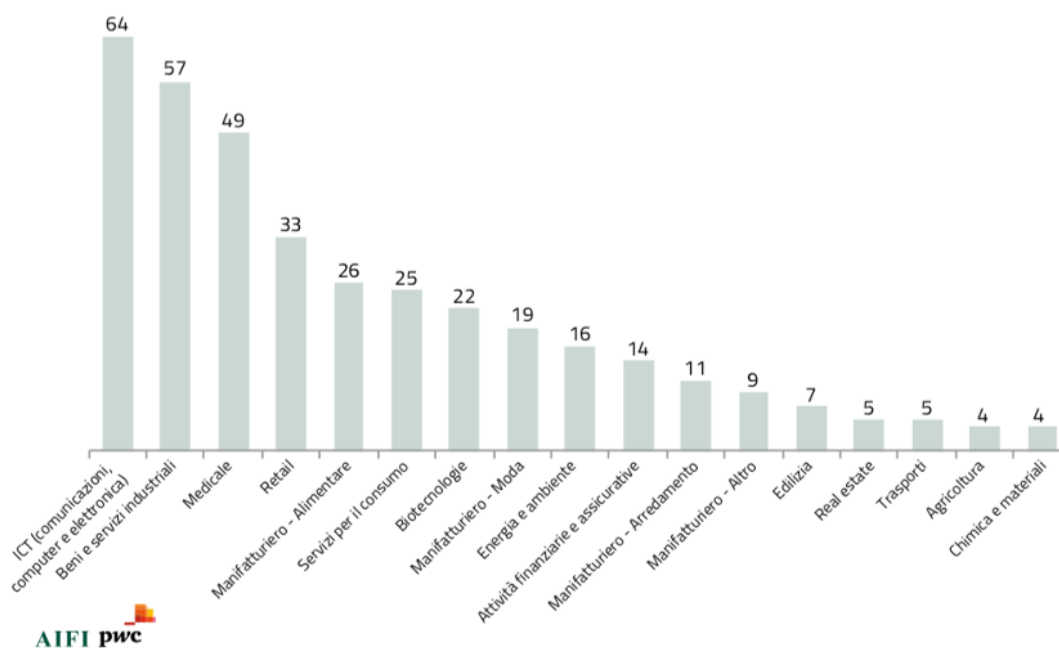


Figura 1.10: distribuzione settoriale degli investimenti di Venture Capital nel 2019. Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers.

Dai dati emerge che il settore dell'*Information and Communication Technologies* (ICT), ovvero delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, è nettamente quello che attira più investimenti di Venture Capital e Private Equity, con un mercato il cui valore in Italia, nel 2019, ammonta a 30 miliardi di euro⁹. Il motivo principale è legato all'emergere di nuove e sempre più performanti tecnologie, soprattutto con il recente sviluppo del *Cloud Computing*¹⁰ molto diffuso tra le aziende. Seguono gli investimenti in beni e servizi industriali e nel settore medicale, dove è chiaro che, le nuove iniziative e tecnologie, risultano essere vincenti per lo sviluppo di prodotti e servizi sempre più utili ed efficaci.

⁹ Fonte: Assintel, Associazione Nazionale Imprese ICT.

¹⁰ Il Cloud Computing è la fornitura di risorse e l'elaborazione di dati in via del tutto telematica. Fonte: IBM.

1.2 Ciclo di vita e fabbisogno finanziario delle Start-up

Per le Start-up innovative l'intensità, la qualità e la tipologia dei rapporti che instaura con finanziatori ed investitori sono strettamente legati agli stadi del suo ciclo di vita. Ogni fase ha delle differenti caratteristiche dalle quali dipende il fabbisogno finanziario dell'azienda. In questa analisi è fondamentale definire le fasi delle Start-up poiché l'operato dei Venture Capitalist si concretizza proprio nel momento in cui un'impresa innovativa manifesta la necessità di risorse finanziarie e manageriali. Chiaramente l'azienda potrebbe attingere a risorse finanziarie anche da altri intermediari quali, in primis, le banche. Lo svantaggio di quest'ultima forma di finanziamento è che, data l'esistenza delle rate di un mutuo o di un finanziamento bancario, che richiedono esborsi sin da subito, gli imprenditori dovrebbero cominciare a produrre discreti flussi di cassa nel brevissimo termine per poter sopportare il finanziamento e per non incappare in un fallimento precoce, accompagnato dalla confisca dei beni a garanzia di un eventuale mutuo ipotecario. Con il finanziamento tramite Venture Capital non vi è questo rischio, data la grande flessibilità ed il grande supporto garantito dai Venture Capitalist, grazie al loro diretto interessamento alla crescita dell'azienda. Pertanto, a seguito dell'analisi di diverse fonti, è possibile fornire un quadro generale relativo alle fasi del ciclo di vita delle Start-up innovative, con i seguenti punti¹¹:

1. **Bootstrap e pre-seed**: questa è la fase di ricerca dei primissimi finanziamenti, con il fine principale di validare l'idea degli imprenditori. È importante per comprendere se il mercato accoglierà il prodotto (o meglio l'idea del prodotto) della Start-up nascente oppure se è necessario un cambiamento radicale. Una tecnica importante di cambiamento in questa fase è quella del *Pivoting*¹². I primi finanziamenti in questa fase embrionale sono solitamente risparmi personali degli imprenditori (quindi si parla di *autofinanziamento dell'azienda*). Capita spesso che vi siano anche investitori

¹¹ Fonti della descrizione delle fasi del ciclo di vita delle Start-up: F. De Martino, "Il ciclo di vita di una Start-up e le fasi del finanziamento", Start-up Geeks, 2018; E. Ries, "The Lean Startup", Crown Publishing Group, 2011; JA Italia, Programma Impresa in Azione; R. Pinardi, "Il ciclo di vita della Start-up", VZ19 Start-up Factory, 2016.

¹² È una tecnica, tipica dell'approccio di Lean Start-up, in cui non si cambia solamente l'idea il prodotto o il servizio da proporre, ma vi è un radicale mutamento di quasi tutti gli elementi del Business Model che era stato pensato. Fonte: ideastartup.it.

attivi in questa fase delle nuove imprese, per lo più privati, i Business Angels, che investono somme solitamente esigue.

2. **Seed:** se l'idea sviluppatasi nella fase di pre-seed risulta essere potenzialmente valida iniziano i primi veri finanziamenti, più consistenti per l'azienda, nella fase di Seed. In questa fase il prodotto o il servizio che la Start-up intenderà erogare è ancora un prototipo, per cui il fabbisogno finanziario in questo stadio è indirizzato a coprire le prime spese per la ricerca, lo sviluppo, l'edificazione di un Business Plan nonché una prima analisi di mercato. Durante questa fase gli investitori più attivi sono i Business Angel, gli Incubatori e talvolta (se ritengono che l'impresa abbia un grande potenziale) i fondi di Venture Capital. Nel Seed, essendo ancora una fase sperimentale, i finanziamenti raramente superano i 200.000 euro.
3. **Early Stage:** come già affermato, questa fase è probabilmente quella più importante per una Start-up innovativa che vuole garantirsi una crescita concreta e vuole vedere il suo prodotto o servizio collocato nel mercato. Difatti nell'Early Stage i finanziatori per eccellenza sono i fondi di Venture Capital. In questa tappa del ciclo di una Start-up il prodotto o servizio da offrire sul mercato è già stato deciso, ma la sua validità commerciale deve essere ancora confermata. Gli investimenti dei Venture Capitalist quindi sono assolutamente necessari per lanciare i prodotti e far crescere l'impresa; solitamente, le somme erogate dai Venture Capitalist in Early Stage, si aggirano in un range tra 250.000 e 1.000.000 di euro.
4. **Early Growth:** questa fase è leggermente più avanzata di quella dell'Early Stage e la necessità è di implementare il Business Model dell'impresa, in particolare il piano marketing e la strategia commerciale. Anche in questa fase i fondi di Venture Capital giocano un ruolo fondamentale ma sono affiancati da investitori specializzati nel Private Equity, che investono in imprese innovative in fase di sviluppo e maturità più che di primo avvio (quale il Seed e l'Early Stage). I finanziamenti in questa fase solitamente si dividono in due *Round*: il Round A (investimenti tra i due ed i cinque

milioni di euro) e Round B (investimenti fino a dieci/quindici milioni di euro per le imprese con il maggiore potenziale), dove operano principalmente gli operatori di Private Equity.

5. ***Sustained Growth***: questa è l'ultima fase del ciclo di vita di una Start-up, prima dell'Exit degli investitori. Nella Sustained Growth la crescita (come suggerisce il nome) molto sostenuta, è caratterizzata dall'incremento di utenti e dalla fidelizzazione dei clienti, con contestuale aumento del fatturato dell'impresa. Chiaramente solo poche Start-up, le più forti, arrivano in questa fase senza frizioni economiche. I finanziamenti nella Sustained Growth sono classificati come Round C; sono solitamente a basso rischio ed indirizzati al consolidamento dell'impresa nel mercato, difatti spesso precedono le offerte pubbliche iniziali.
6. ***Exit***: è il momento che decreta il passaggio dallo stadio di Start-up a quello di impresa radicata nel mercato. È il momento dell'uscita dei Venture Capitalist e degli operatori di private Equity dall'impresa, tramite la vendita delle quote della Start-up sul mercato. Dalla vendita delle quote gli investitori ricavano le plusvalenze rispetto ai finanziamenti concessi, se il processo di crescita è stato efficiente. Le principali opzioni di uscita sono: quotazione delle quote su un mercato regolamentato tramite un'offerta pubblica iniziale (IPO); vendita delle quote dell'azienda ad imprese più grandi operanti in uno specifico settore ed infine il Buy Back¹³.

¹³ Il Buy Back è l'operazione di riacquisto di azioni proprie (da parte dei proprietari e fondatori di un'azienda), che precedentemente erano state collocate sul mercato. Fonte: Borsa Italiana.

1.3 La valutazione delle Start-up innovative: il Business Plan

Per la creazione di una start-up innovativa avere una buona idea o scoprire tecnologie innovative non è sufficiente. Se gli imprenditori intendono fondare un'azienda che abbia successo e che trovi spazio in un mercato sempre più competitivo, è necessario che l'idea di business si trasformi in un processo di produzione di un bene o di un servizio innovativo, che permetta all'impresa sia di ottenere degli acquirenti, sia di cogliere le opportunità di mercato. Tutto ciò implica la necessità di progettare un piano d'azione, nonché di effettuare analisi e valutazioni iniziali. Una Start-up che sceglie di finanziarsi come descritto in quest'analisi, sin dalla sua nascita, intrattiene rapporti con degli investitori che non sono meramente interessati a concedere un prestito ed avere la certezza che verrà restituito (come le banche), ma sono altamente interessati alla crescita ed al successo dell'azienda, ovvero i Venture Capitalist. Lo strumento che permette di fare le suddette analisi preliminari è il *Business Plan* o *Piano Individuale*. Possiamo fornire due definizioni di diversi economisti, che rendono l'idea su cosa rappresenti il Business Plan. Secondo Fabio Sattin è “*lo strumento che illustra le intenzioni strategiche dell'imprenditore e del management relative alle strategie competitive dell'azienda, le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici, l'evoluzione dei key value drivers¹⁴ e dei risultati economici e finanziari attesi¹⁵*”. Pierluigi e Fabio Novello, descrivono più brevemente il Business Plan come “*uno strumento flessibile che si adegua, di volta in volta, alle esigenze di rappresentazione e comunicazione*”¹⁶. Entrambe le descrizioni lasciano intuire il ruolo vitale del Business Plan utile non solo per dare un indirizzo efficace alla nuova impresa ma, soprattutto, per presentarsi ad investitori e finanziatori. Esso è la base per la richiesta del capitale di rischio quindi, spesso, per gli imprenditori è il primo strumento in assoluto di contatto con i Venture Capitalist. Inoltre, come verrà illustrato nel secondo capitolo al paragrafo 2.2, i Venture Capitalist assistono gli imprenditori nella redazione ed implementazione del Business Plan. Il motivo è intuitivo, infatti da esso deriva la nascita di

¹⁴ Per *key value driver* si intendono i fattori chiave per la creazione di valore da parte dell'impresa.

¹⁵ F.L. Sattin, *Private Equity e Venture Capital. Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, Quinta Edizione, GueriniNext, Capitolo 8, 2015.

¹⁶ P. Novello e F. Novello, *Guida alla redazione del Business Plan*, VentureUp, 2015.

un Business Model per l'impresa che se ben realizzato, diventerà la base per il successo sia della Start-up e di conseguenza per gli investitori del fondo di Venture Capital che la finanzia e la fiancheggia.

Il processo di preparazione di un Business Plan coinvolge tutta l'azienda (come abbiamo visto anche gli investitori istituzionali) ma, al primo contatto con il Venture Capitalist, gli imprenditori difficilmente si presentano con un Business Plan completo. Le prime fasi di incontro tra gli imprenditori ed i finanziatori sono per lo più informali, con l'intenzione di comprendere una prima fattibilità del progetto. Nella maggior parte dei casi gli Startupper avranno redatto un *documento preliminare*. In questa fase il potenziale socio finanziario dell'impresa innovativa non è interessato ai particolari del prodotto o alle prospettive di vendita, quanto all'accertamento dell'affidabilità degli imprenditori sotto l'aspetto manageriale ma anche umano. Pertanto, nel documento preliminare è bene evidenziare¹⁷:

- I fattori critici di successo del progetto
- La possibile posizione di mercato dell'azienda, facendo riferimento alle barriere all'entrata del settore e ai livelli di concorrenza attuale e potenziale
- Un primo studio riguardo il fabbisogno finanziario dell'impresa
- Un'analisi dei maggiori rischi del progetto

Il passaggio successivo è chiaramente quello della redazione del Business Plan, lavoro che coinvolge tutti i soggetti aziendali, in particolare gli imprenditori supportati dagli esperti Venture Capitalist. Il Business Plan deve esplicitare, in termini qualitativi, gli obiettivi da raggiungere e la compatibilità di tali obiettivi con le risorse a disposizione dell'azienda (umane, conoscitive, tecnologiche e ovviamente finanziarie). Inoltre, deve essere quanto più schematico possibile, senza eludere gli approfondimenti delle tematiche chiave; ciò significa che la chiarezza e la sintesi del Business Plan devono confermare le qualità del progetto e le professionalità di chi lo ha redatto. Infine, bisogna sottolineare che il Business Plan è un documento che generalmente ha un orizzonte temporale che varia dai 3 ai 5 anni. Per questo

¹⁷ M. Rija, Il ruolo del Venture Capital e del Private Equity nel Capitale di Rischio delle Imprese, FrancoAngeli, 2012.

motivo è necessario un suo sistematico aggiornamento al fine di recepire le evoluzioni, i cambiamenti e le strategie emergenti che si prospettano all'azienda nel corso del suo esercizio. A questo punto è possibile, sulle basi di un'analisi *ad hoc*, descrivere le principali fasi della redazione di un Business Plan completo¹⁸:

1. *Introduzione*: vi sono esposte le finalità del Business Plan e la struttura della guida di esso. Nell'introduzione, bisogna inserire elementi qualitativi e quantitativi che definiscano l'indirizzo strategico ricercato dalla Start-up per il suo avvio.
2. *Il progetto imprenditoriale o Executive Summary*: è la sezione più importante del Business Plan, poiché è la sintesi del progetto imprenditoriale futuro; sulla base dell'Executive Summary il Venture Capitalist deciderà se procedere alla lettura approfondita o meno del Piano Individuale.
3. *Descrizione della società*: ovvero la forma societaria, il settore in cui intende operare, gli obiettivi di breve e lungo termine e l'analisi SWOT¹⁹.
4. *Descrizione dei prodotti e servizi*: sezione dedicata all'illustrazione approfondita dei prodotti e servizi offerti dalla Start-up, nonché delle tecnologie innovative utilizzate per realizzarli.
5. *Analisi del settore*: il fine di questa analisi è illustrare le ragioni per cui il prodotto o servizio che sarà prodotto dalla Start-up, assicurerà ad essa un vantaggio competitivo sostenibile nel mercato. Per cui bisognerà analizzare gli aspetti di profittabilità del settore, ovvero: la dimensione del settore, il livello di adattamento ai cambiamenti

¹⁸ Fonti dell'analisi del Business Plan: AIFI e PricewaterhouseCoopers, "Guida al Business Plan", gennaio 2013; P. Novello e F. Novello, "Guida alla redazione del Business Plan", 2015; KPMG, "Business Plan", 2015.

¹⁹ SWOT significa Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats, ovvero rispettivamente punti di forza, punti di debolezza, opportunità e possibili minacce. I primi due punti descrivono i fattori endogeni dell'impresa, gli ultimi due i fattori esogeni. La SWOT è l'analisi principale della pianificazione strategica di una società. Fonte: Borsa Italiana, Guida alla Valutazione, luglio 2014.

macroeconomici, il livello di innovazione tecnologica e le barriere sia in entrata che in uscita; inoltre, bisognerà illustrare i livelli di domanda attesi.

6. *Analisi di mercato*: il focus principale dell'analisi del mercato è la concorrenza ed il posizionamento. In questo modo si riesce a comparare le potenzialità della Start-up che intende finanziarsi, con i competitors già attivi nel settore. Ciò evidenzierà le possibili opportunità per l'azienda di attivarsi e cominciare ad operare. Per questo motivo le indagini svolte dall'analisi del mercato fanno riferimento alla segmentazione²⁰ del mercato ed al targeting²¹, nonché alle stime riguardo i livelli di vendite attesi, i margini ed il potenziale EBITDA²² della Start-up rispetto al segmento di mercato analizzato. La domanda finale che ci si pone nell'analisi di mercato è quella relativa alla stima della quota di mercato che la società riuscirà ad ottenere.
7. *Definizione della strategia di Marketing*: completata l'analisi di mercato ci si sofferma sull'esame dei metodi di distribuzione dei prodotti o servizi erogati dalla società, progettando le strategie necessarie per implementare la distribuzione stessa. L'analisi della strategia di marketing ha come focus principali lo studio dei clienti individuati nel targeting e tutte le modalità di soddisfacimenti dei loro bisogni, dai servizi offerti pre e post-vendita, ai metodi di pagamenti concessi fino alla strategia di prezzo ed alla scelta dei canali distributivi più adatti.

²⁰ Per Segmentazione si intende il processo di suddivisione del mercato in gruppi di potenziali clienti della società per cui, i prodotti o servizi da essa erogati, rispondano ai loro desideri ed esigenze. Tali clienti avranno caratteristiche simili e saranno più facilmente raggiungibili per la società. Fonte: PMI.it

²¹ Il Targeting è il processo che segue la segmentazione e consiste nel selezionare uno o più segmenti di mercato individuati (con la segmentazione per l'appunto), che risultano essere appropriati al business che sta edificando la Start-up. Ciò serve a realizzare gli strumenti adatti ad un'efficace distribuzione della produzione della società ai clienti individuati. Fonte: PricewaterhouseCoopers, *Target Market Definition*, 2016.

²² EBITDA significa "*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation*", ovvero gli utili che vengono rilevati precedentemente al pagamento di interessi, imposte, deprezzamenti ed ammortamenti. L'EBITDA misura il margine operativo lordo (MOL), ovvero serve a verificare se la società realizza profitti positivi dalla gestione ordinaria. Fonte: Borsa Italiana.

8. *Definizione della struttura del management*: la presenza di un management solido è di fondamentale importanza, sia agli occhi del finanziatore (in tal caso il Venture Capitalist), sia per una gestione ottimale della società, che ne garantisca il successo. Per questi motivi tale fase è di vitale importanza e si struttura in: scelta dei manager, ripartizione delle loro funzioni e responsabilità ed infine descrizione della politica gestionale (*policy*) che tutti dovranno seguire.
9. *Piano operativo ed analisi tecnico-produttiva*: dopo aver analizzato tutte le caratteristiche dell'ambiente esterno e la scelta del management, si passa alla redazione del piano operativo. Bisognerà indicare le tempistiche delle attività di cui esso si compone, dall'inizio alla fine. Tali attività sono: ricerca e sviluppo (R&S), acquisto di strutture societarie, fabbisogno di risorse umane, controllo qualità, reperimento degli input, processi produttivi, investimenti necessari e controllo delle scorte.
10. *Capitali necessari*: questa è chiaramente la sezione basilare per i Venture Capitalist, al fine di comprendere l'esborso finanziario richiesto ed effettivamente necessario per la Start-up. In particolare, si analizzano: l'importo totale dei fondi necessari, le tempistiche di utilizzo dei capitali richiesti nel corso degli anni a seguire, la parte del fabbisogno finanziario richiesta unicamente agli investitori e di conseguenza la percentuale di società che verrà ceduta ai Venture Capitalist in termini di quote societarie.
11. *Informazioni finanziarie*: tali informazioni andranno a rappresentare lo stato finanziario della società, per cui dovranno contenere i conti economici, gli stati patrimoniali ed i flussi di cassa. Inoltre, è consigliabile presentare proiezioni quinquennali di cui, per i primi due anni mensili e, per i seguenti tre anni, semestrali; ciò al fine di garantire la maggiore trasparenza possibile.

12. *Documentazione supplementare*: infine, per dare maggior credito alla proposta di finanziamento fatta dagli imprenditori ai Venture Capitalist, nel Business Plan si possono allegare documenti quali, dati delle analisi di mercato ed allegati che illustrino le tempistiche previste per lo sviluppo dei prodotti o servizi che l'azienda intenderà offrire.

La lunghezza e la complessità di un Business Plan, rende chiaro il motivo per cui la sua redazione difficilmente sarà eseguita individualmente dagli imprenditori, ma sarà necessaria la collaborazione di esperti, i Venture Capitalist, che li finanzieranno. L'accordo per la redazione del Business Plan nasce quindi dal loro primo incontro, quello in cui viene presentato il documento preliminare.

Il Piano Individuale dovrà quindi dimostrare la sostenibilità finanziaria dell'investimento per i Venture Capitalist. Affinché ciò avvenga, dall'esito del Business Plan, l'investitore dovrà acquisire tutti gli elementi di fiducia che risolvano i principali problemi di *Adverse Selection* e *Moral Hazard*²³, ovvero: fiducia nel management (che in una Start-up alle prime fasi, solitamente si configura negli imprenditori stessi), fiducia nel business proposto, fiducia nelle modalità in cui gli imprenditori gestiranno i capitali investiti, fiducia nella condivisione dei rischi (quindi il Venture Capitalist vuole comprendere il grado di rischio che gli investitori si assumeranno, in particolare in caso di insuccesso) ed infine la fiducia nella motivazione degli investitori o del management team ad ottenere risultati sempre migliori.

²³ L'Adverse Selection o selezione Avversa, è un problema di asimmetria informativa che sorge *ex-ante*, ovvero precedentemente alla firma di un contratto di investimento. Il problema principale è il dubbio che gli investitori hanno che il soggetto al quale presteranno capitali, sarà insolvente. Chiaramente nel caso di un finanziamento di Venture Capital questo rischio è ampiamente recepito, anzi ne è parte integrante. Più delicato è la questione di Moral Hazard o Azzardo Morale. Questo è il problema che sorge *ex-post*, ovvero a seguito dell'erogazione dei capitali da parte del finanziatore. Il rischio qui è che gli imprenditori utilizzino il denaro prestatogli in maniera non desiderabile degli investitori, ovvero con operazioni ad alto rischio che, se l'esito è negativo, potrebbero far fallire l'attività su cui l'investitore ha puntato. I problemi di Adverse Selection e Moral Hazard sono ciò che può determinare una contrazione del credito nel mercato. Fonte: F.S. Mishkin, S.G. Eakins ed E. Beccalli, Istituzioni e Mercati Finanziari, Pearson, Nona Edizione, 2019.

Capitolo 2

I fondi di Venture Capital

2.1 Aspetti definitori del Venture Capital

Dopo aver introdotto l'oggetto dell'operato dei Venture Capitalist, le Start-up, in questo capitolo ci si sofferma proprio nell'analisi del Venture Capital in senso stretto, per coglierne gli aspetti fondamentali, i quali permettono di comprenderne il funzionamento e per sottolineare l'evoluzione registrata negli ultimi anni.

Per definire cosa sia il Venture Capital è necessario introdurre in primis il concetto di *Private Equity*. Quest'ultimo si qualifica come “l'attività di investimento nel capitale di rischio delle imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto dell'investimento, ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine”²⁴. Si definisce il Private Equity poiché l'attività di Venture Capital ne fa parte come una *species* nell'ambito di un *genus*²⁵. Difatti il Venture Capital non costituisce qualcosa di ontologicamente diverso e distinto dal Private Equity, ma un suo particolare segmento. Nello specifico²⁶, i Venture Capitalist sono investitori che forniscono il capitale per l'avvio di un'impresa o per il sostegno di piccole aziende che desiderano espandersi, ma che non hanno accesso ai finanziamenti pubblici. L'apporto di risorse finanziarie, da parte di tali operatori specializzati, avviene sotto forma di partecipazione al capitale azionario o di sottoscrizione di titoli obbligazionari convertibili in azioni, per un arco temporale medio-lungo, in aziende dotate di un progetto e di un potenziale di sviluppo. Le operazioni di Venture Capital sono quindi suddivisibili in due sottoclassi, l'*Early Stage Financing*, ovvero il finanziamento dell'impresa nelle prime fasi del suo ciclo e l'*Expansion Financing*, che indica gli interventi effettuati in imprese già sviluppate e mature, che necessitano di capitali

²⁴ Da libreria del Consiglio Direttivo di AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt), 22 luglio 2004.

²⁵ A. Gervasoni, 2015.

²⁶ Italian Trade Agency, guida sintetica ai Venture Capitalist, 2013.

per consolidare la crescita. Nello specifico si vogliono analizzare le funzioni dei fondi di Venture Capital (le cui strutture verranno definite nel paragrafo 2.3); questi, nei loro svariati impieghi, canalizzano i capitali raccolti principalmente in investimenti di Early Stage, particolarmente delicati ed avventurosi (motivo per cui tale attività è definita “Capitale di Ventura”). In questo stadio gli interventi dei Venture Capitalist sono definiti *Seed* o *Start-up Financing*, questi fanno riferimento al vero e proprio finanziamento dell’idea della nuova impresa nelle sue primissime fasi di avvio. A seguito di questa prima introduzione sul Venture Capital, è possibile comprendere ancora più a fondo come opera e cosa intende ottenere un Venture Capitalist, esponendo le sue caratteristiche principali²⁷:

1. Un Venture Capitalist è un *Intermediario Finanziario*, nel senso che raccoglie capitale dagli investitori e lo impiega direttamente in un portafoglio di società.
2. Un Venture Capitalist investe solamente in società private. Ciò significa che, una volta eseguiti gli investimenti, le partecipazioni societarie non possono essere scambiate con un’offerta pubblica di scambio²⁸.
3. Un Venture Capitalist svolge un ruolo attivo nel monitoraggio e nell’assistenza alle aziende in portafoglio (tratteremo l’argomento in maniera più approfondita nel paragrafo 2.2).
4. L’obiettivo principale di un Venture Capitalist è massimizzare il suo ritorno finanziario, uscendo dagli investimenti attraverso la vendita della società (generando così un *Capital Gain*²⁹) o tramite un’Offerta Pubblica Iniziale (IPO)³⁰.

²⁷ A. Metrick e A. Yasuda, *Venture Capital & the Finance of Innovation*, Seconda Edizione 2011, capitolo 1.

²⁸ Un’offerta pubblica di scambio (OPSC), è un’offerta rivolta al pubblico degli investitori e finalizzata all’acquisizione di strumenti finanziari in cambio di altri strumenti finanziari. Fonte: Borsa Italiana.

²⁹ Il Capital Gain, anche detto guadagno in conto capitale, è la differenza tra il prezzo di acquisto di una partecipazione ed il ricavo derivante dalla sua vendita. Rappresenta la fonte di ricavo principale di un investitore nel capitale di rischio. Fonte: R. Del Giudice ed A. Gervasoni, *La recente evoluzione del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital*, 2005.

³⁰ Un’Offerta Pubblica Iniziale (IPO), è una particolare tipologia di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione di azioni societarie, finalizzata all’ammissione alla quotazione, della società oggetto dell’offerta, su un mercato regolamentato. Fonte: Borsa Italiana.

5. Un Venture Capitalist investe per finanziare la crescita interna delle aziende.

Se tutto procede secondo i piani, il Venture Capitalist, alla fine del processo illustrato, vende le partecipazioni che possiede nel portafoglio di imprese (con la quotazione della società) e restituisce il denaro ai propri soci, i *Limited Partner* (questo argomento verrà discusso in seguito, nel paragrafo 2.3, quando si illustrerà la struttura di un fondo), generando così il suo profitto e ricominciando da capo l'intero processo, con altre società innovative. Il seguente grafico³¹ illustra i principali attori ed il flusso di fondi nell'industria del Venture Capital.

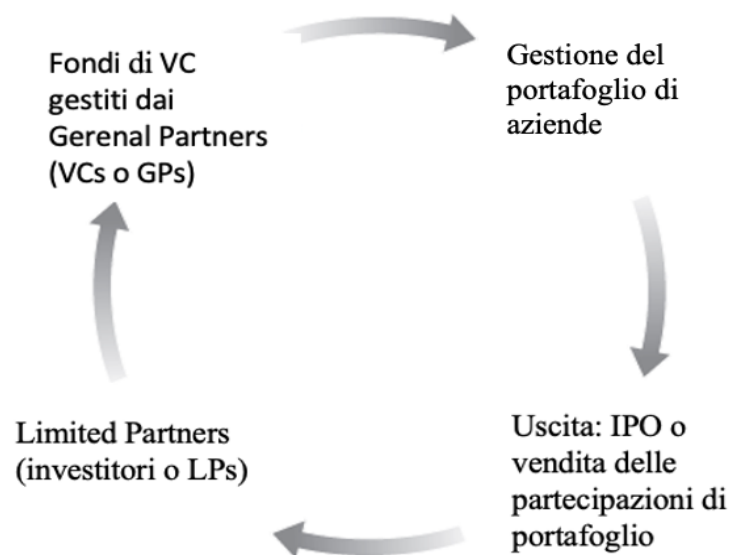


Figura 1.1: Il flusso dei fondi nel ciclo del Venture Capital. Fonte: A. Metrick e A. Yasuda, *Venture Capital & the Finance of Innovation*, seconda Edizione 2011, capitolo 1.

2.2 Il ruolo del Venture Capitalist: non solo aspetti finanziari

Il Venture Capital non si concentra unicamente sull'apporto finanziario alle imprese nascenti o in via di sviluppo. Il processo di internazionalizzazione e globalizzazione nel settore degli investimenti nel capitale di rischio, ha reso sempre più rilevanti i *servizi aggiuntivi* forniti

³¹ A. Metrick e A. Yasuda, *Venture Capital & the Finance of Innovation*, Seconda Edizione 2011, capitolo 1.

dai Venture Capitalist che sono diventati di conseguenza elemento distintivo di un settore in cui la concorrenza si è fatta sempre più agguerrita.

La rilevanza dei servizi apportati dai Venture Capitalist alle imprese è oggetto di numerosi studi, dal momento che, a seguito del *closing*³² dell'operazione d'investimento, il Venture Capitalist apporterà il proprio *know-how* alla società innovativa (oltre alle risorse finanziarie) al fine di consentirne la crescita e la valorizzazione. Tra gli studi più rilevanti si sottolineano le indagini eseguite dall'EVCA³³ (European Private Equity and Venture Capital Association) e dal BVCA³⁴ (British Private Equity and Venture Capital Association), in cui è stato dichiarato non solo che senza l'apporto degli investitori istituzionali le start-up non esisterebbero, ma anche che, gli investitori stessi, si sono spesso rivelati veri e propri partner attivamente coinvolti nella crescita delle aziende private.

Bisogna comunque sottolineare che, i comportamenti dei Venture Capitalist e l'effettiva possibilità che possano contribuire in maniera sostanziale alle scelte aziendali, variano in funzione delle caratteristiche dell'operatore finanziario e della tipologia di operazione. Nel dettaglio, le *dimensioni chiave* che determinano l'effettivo ruolo dell'investitore sono:

1. *L'orientamento dell'investitore istituzionale*

In quest'ambito si fa una distinzione tra investitori "attivi" (anche detti *hands on*) ed investitori "passivi" (anche detto *hands off*). I primi sono coloro che, oltre alle risorse finanziarie, mettono a disposizione delle aziende anche un pacchetto di servizi, i quali hanno come fine ultimo quello di accelerare la crescita dell'azienda partecipata. Gli investitori *hands off* invece sono coloro che si limitano a fornire il capitale azionario richiesto e ad effettuare controlli periodici sull'andamento del loro investimento. Dal punto di vista pratico questa differenza comporta che, ad esempio, in alcune società di Private Equity e Venture Capital un responsabile (definito

³² In economia il closing è la conclusione di un'operazione finanziaria.

³³ Fonte: EVCA, "The Economic Impact of Venture Capital in Europe", 2002.

³⁴ Fonte: BVCA, "The Economic Impact of Private Equity in the UK, 2004.

investment manager) segua dai tre ai cinque progetti mentre, in altre società, dove il manager è più attivamente coinvolto, ne segua dai venticinque ai trentacinque³⁵.

2. *Tipologia dell'operazione*

Questa dimensione può dipendere sia dalla fase dell'investimento (avvio e sperimentazione o fase avanzata di sviluppo dei prodotti) e/o da caratteristiche peculiari dell'operazione stessa (come ad esempio il *Management Buy Out*³⁶). A tal riguardo, un'indagine condotta da Michael Gorman e William A. Sahlman³⁷, ha contribuito a definire un'ulteriore classificazione tra investitori che ricoprono un ruolo di *leader* in progetti di avvio e sperimentazione dei prodotti, investitori che ricoprono un ruolo minore (apporto di risorse finanziarie con pochi ed eventuali servizi aggiuntivi) ed investitori che invece finanziano imprese già mature ed in una fase di sviluppo più avanzata. Da tale analisi, Gorman e Sahlman giunsero alla conclusione che il grado di coinvolgimento del Venture Capitalist dipende proprio dal progetto finanziato e che investitori leader si riscontrano soprattutto nelle operazioni di avvio e sviluppo iniziale.

3. *Tipologia di partecipazione*

Questa dimensione fa riferimento ai livelli di partecipazione azionaria posseduta dai Venture Capitalist, che si distingue tra partecipazione di *maggioranza* e di *minoranza*. Tale distinzione è quella maggiormente intuitiva poiché, prendendo come riferimento il coinvolgimento nella gestione che avrà un Venture Capitalist proprietario di una partecipazione di maggioranza assoluta, piuttosto che un investitore con una partecipazione minoritaria in una società industriale matura e prossima alla quotazione in borsa, l'attività dei due operatori e la gestione delle relative operazioni risulterà nettamente diversa. Il primo Venture Capitalist sarà

³⁵ J.C. Brau, R.A. Brown e J.S. Osteryoung, "Do Venture Capitalist add value to small manufacturing firms? An empirical analysis of Venture and Nonventure capital-backed initial public offerings", *Journal of Small Business Management*, vol. 42, 2004.

³⁶ Le operazioni di Management Buy Out sono operazioni finalizzate al cambiamento totale della proprietà di un'impresa, a favore di manager interni alla società stessa. Fonte: Borsa Italiana.

³⁷ M. Gorman e W.A. Sahlman, "What Venture Capitalist do?", *Journal of Business Venturing*, luglio 1989, pp. 231-248.

direttamente coinvolto nella totalità delle operazioni, il secondo avrà come unico fine quello dell'accompagnamento della società in borsa e quindi l'immediato guadagno.

Avendo delineato un quadro introduttivo riguardo i servizi dei Venture Capitalist (seppur, come è emerso, con differenti modalità), è possibile elencare le principali prestazioni fornite dagli investitori istituzionali alle imprese:

- Competenze tecnico manageriali
- Competenze finanziarie
- Competenze di marketing
- Condivisione del rischio d'impresa

Da tali prestazioni dei Venture Capitalist, derivano le conseguenze principali, per le società finanziate. Di seguito:

- Miglioramento dell'immagine societaria agli occhi delle banche e del mercato
- Creazione di network quali accordi, acquisizioni, fusioni, joint venture e contratti internazionali
- Pianificazione fiscale
- Gestione delle risorse umane
- Tracciamento di linee strategiche d'impresa e perseguimento di esse
- Accrescimento del potere contrattuale dell'impresa
- Maggiori possibilità di attrarre un management qualificato ed esperto
- Riduzione di asimmetrie informative
- Maggiore funzionalità della struttura societaria e patrimoniale (il che facilita la liquidazione dei soci i quali non hanno più interesse nell'impresa)

Nel caso specifico delle start-up, l'apporto maggiore da parte dell'operatore di Venture Capital è dato nella fase di delineazione ed implementazione del *Business Plan* dell'impresa

(trattato nel primo capitolo al paragrafo 1.3), le cui criticità principali sono riconducibili al design dell'impresa, alla tecnologia, al marketing ed allo sviluppo commerciale e logistico³⁸.

Infine, con riferimento agli investimenti effettuati dai Venture Capitalist nelle imprese Start-up, uno strumento irrinunciabile di creazione di valore è quello della *Corporate Governance*³⁹, inteso con un'accezione più strategico-operativa che strettamente normativa. Questo tema viene enfatizzato anche dall'istituzione, all'interno dell'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt), di una Commissione Corporate Governance. Inoltre, uno studio empirico condotto dall'OECD⁴⁰, ha dimostrato che la presenza di investitori istituzionali qualificati nella compagine azionaria, aiuta a rafforzare la trasparenza e l'esercizio dei propri diritti da parte degli *shareholders*⁴¹. La concreta efficacia dell'azione di monitoraggio e creazione di valore aggiunto per le imprese finanziate, dipende dalla chiarezza con cui, in fase di acquisizione della partecipazione e della redazione contrattuale da parte dei Venture Capitalist, vengono disciplinati degli aspetti fondamentali tra cui, *stabilità della compagine sociale, informazione societaria e disinvestimento da parte dell'investitore istituzionale*; quest'ultimo punto è importante poiché, data la natura temporanea delle partecipazioni azionarie dei Venture Capitalist nelle start-up, la fase di disinvestimento è regolamentata fin dal momento del suo ingresso nella compagine azionaria.

³⁸ Fonte: AIFI – “Guida al Venture Capital. Come finanziare lo start-up dell'impresa”.

³⁹ Si definisce Corporate Governance come “l'insieme di strumenti, regole, relazioni, processi e sistemi aziendali, finalizzati ad una corretta ed efficiente gestione dell'impresa, intesa come sistema di compensazione fra gli interessi (potenzialmente divergenti) dei soci di minoranza, dei soci di controllo e degli amministratori della società”.
Fonte: Gruppo Hera.

⁴⁰ AA. VV., “The role of private pools of capitals in corporate governance: about the role of Private Equity firms and activist hedge funds”, Organization for Economic Cooperation and Development, Maggio 2007.

⁴¹ Gli *shareholders* possono essere persone, società o delle organizzazioni, che detengono azioni di una determinata società. Gli azionisti devono possedere un minimo di un'azione della società, nel titolo azionario o in un fondo comune, per renderli proprietari parziali. In genere essi ricevono i dividendi della società, se emessi. Gli *shareholders* hanno diritto di votare su determinate questioni relative alla società e di essere eletti membri del consiglio di amministrazione di essa. Fonte: Corporate Finance Institute.

2.3 Strutturazione di un fondo di Venture Capital

Si analizzano nello specifico i fondi di Venture Capital generalmente promossi da una Società di Gestione del Risparmio, poiché sono le strutture più diffuse e professionali, a livello internazionale, per operare in tale settore.

Per comprendere l'essenza dell'operato dei fondi di Venture Capital, bisogna anzitutto accennare alla presenza di diversi investitori istituzionali.

La crescita significativa del mercato del Private Equity e del Venture Capital e la sua articolazione in diverse tipologie di attività, hanno generato la nascita di differenti tipologie di operatori. Tale differenziazione è basata sulle varie caratteristiche operative e sulle diverse strutture giuridico-organizzative degli operatori. Questi sono⁴²:

- Fondi di investimento chiusi
- Investment company
- Banche d'affari e divisioni di banche commerciali
- Corporate Venture Capitalist⁴³
- Operatori pubblici, istituzionali e fondi sovrani

Tale suddivisione è necessaria per definire l'importanza dei fondi chiusi, i quali sono gli investitori professionali più attivi nel settore del Venture Capital insieme a *Business Angels* che, a differenza dei fondi, sono investitori privati (persone fisiche) ed *Incubatori*, definiti come spazi fisici di assistenza al decollo per le start-up. Di entrambi si discuterà in seguito. I fondi chiusi rappresentano⁴⁴, a livello internazionale, il principale strumento attraverso il quale si effettuano investimenti nel capitale di rischio delle imprese. Questi raccolgono capitali attraverso l'emissione di quote, al fine di investirli in titoli di società non quotate (la

⁴² A. Gervasoni, *Private Equity e Venture Capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Quinta Edizione, GueriniNext, Capitolo 1, 2015.

⁴³ Per Corporate Venture Capital (CVC), si intende l'attività di investimento in società ad alto potenziale innovativo, promosso da aziende medie e grandi tramite l'investimento in capitale di rischio nelle suddette società. Gli obiettivi sono di ottenere profitti dall'investimento e creare interazioni strategiche. Fonte: AIFI, 2018.

⁴⁴ A. Gervasoni, "I fondi di investimento", *Il Sole 24 Ore*, Milano 2000.

quotazione delle imprese finanziate sarà l'ultimo step del processo di investimento dei Venture Capitalist, dalla quale essi genereranno profitto).

Si parla di fondi chiusi in quanto, a differenza dei fondi di investimento aperti, essi *non consentono* il riscatto delle quote in forma continuativa agli investitori, ma, di norma, solamente alla scadenza del processo di investimento, fissata dal regolamento della società gestore del fondo. Ciò avviene anche perché i capitali raccolti dal fondo di investimento sono destinati ad essere investiti, come anticipato, in partecipazioni azionarie di società inizialmente non quotate sul mercato, quindi non prontamente liquidabili.

Il sottoscrittore al quale si rivolge questo tipo di fondo è tipicamente un soggetto, investitore individuale o istituzionale, capace di assumersi un elevato grado di rischio, in attesa di un altrettanto elevato rendimento nel medio-lungo termine (direttamente proporzionale all'operato del gestore del fondo e quindi all'accrescimento del valore della start-up che in futuro dovrà essere quotata in borsa). Questo è il modo in cui il gestore può disporre di un patrimonio stabile ed investirlo in titoli illiquidi nel breve periodo.

Tra le caratteristiche tipiche dei fondi di investimento di Venture Capital, rientra *l'orizzonte temporale di riferimento*, ovvero la durata del fondo, in termini di operatività ed investimenti in un portafoglio di imprese, solitamente di durata *decennale* (sovente più breve, circa cinque anni, ma quasi mai oltre i dieci anni).

Durante questo arco di tempo, si individuano due sotto-periodi: *l'investment period* ed il *disinvestment period*. Il primo fa riferimento al periodo durante il quale è possibile effettuare gli investimenti, che va da un minimo di tre fino ad un massimo di sette anni. Solitamente i fondi di Venture Capital, in tale periodo, investono statisticamente intorno ad un milione di euro in un'azienda potenzialmente profittevole. Il secondo arco di tempo, che dura fino alla scadenza del fondo, è l'intervallo durante il quale vengono effettuati i disinvestimenti e si può procedere a rimborsare, parzialmente e attraverso distribuzioni, le quote versate ai sottoscrittori, fino alla cessione o alla quotazione della società finanziata. Infine, un'ultima caratteristica temporale è la possibilità di prorogare la durata del fondo, per un massimo di tre anni (*grace period*), nel caso in cui il disinvestimento delle partecipazioni non è stato completato al termine della vita del fondo; ciò avviene a causa delle avverse condizioni di mercato e solamente se la maggioranza degli investitori acconsentono. Un'ulteriore

caratteristica dei fondi chiusi è quella del *draw down*, ovvero il meccanismo per cui il capitale degli investitori non debba essere versato interamente al momento della sottoscrizione delle quote del fondo, ma esso viene versato in più soluzioni, in corrispondenza delle richieste dei gestori e all'emergere di opportunità d'investimento. Prima di esaminare lo schema statuario, è bene descrivere quale struttura giuridica adottano i fondi di investimento nel settore del Venture Capital. Si tratta delle Società di Gestione del Risparmio (SGR). Esse sono società di diritto italiane autorizzate, alle quali è riservata la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio⁴⁵. Esse si devono costituire sotto forma di società per azioni a regime speciale, secondo le norme del TUF (Testo Unico delle disposizioni di Intermediazione Finanziaria, noto anche come Testo Unico della Finanza), secondo la disciplina stabilita dagli articoli 34 e 35. Il capitale minimo di una SGR non può essere inferiore ad un milione di euro e gli amministratori devono comprovare di possedere i requisiti di Onorabilità e Professionalità stabiliti dalla legge. L'autorizzazione alla prestazione del servizio di gestione collettiva per le SGR è rilasciata dalla Banca d'Italia, sentita la CONSOB⁴⁶.

Si può ora descrivere lo schema statuario dei fondi di Venture Capital, per comprenderne il funzionamento.

La struttura più comune è rappresentata dalla *Limited Partnership* (di origine anglosassone), che si fonda su un accordo, il *Limited Partnership Agreement*, tra gli investitori (i *Limited Partners*⁴⁷), che sottoscrivono le quote del fondo di Venture Capital ed i *General Partners*, ovvero i veri e propri gestori del fondo (figure professionali) che, nella maggior parte dei casi, sottoscrivono essi stessi delle quote di partecipazione per sottolineare il loro impegno ed interesse nella buona riuscita dell'investimento. I *Limited Partners* mantengono un ruolo decisionale coerente con la loro responsabilità, che è limitata all'ammontare di capitale investito. Ai gestori invece è delegata l'attività di investimento, monitoraggio e disinvestimento. La differenziazione tra *Limited Partners* e *General Partners*, si realizza quindi assegnando ad entrambi prerogative diverse. In generale il raggiungimento di un

⁴⁵ Fonte: Borsa Italiana.

⁴⁶ Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.

⁴⁷ I *Limited Partners* sono generalmente investitori istituzionali quali Family Office, Fondi Pensione Pubblici, Fondi Pensione Corporate, Fondi Sovrani, Fondi di Fondi ma anche privati molto abbienti.

equilibrio tra gli interessi di investitori e gestori si ottiene tramite determinati profili specifici⁴⁸:

- Ottimizzazione dell'efficienza fiscale
- Possibilità di gestire costi e benefici del quadro regolatorio, utilizzando strutture nazionali o internazionali
- Capacità di gestire i rispettivi poteri di controllo e le responsabilità.

I General Partners inoltre, nello svolgimento delle loro funzioni, possono conferire un mandato ad una società di consulenza (indicata con il termine *Advisor*), il quale supporta i gestori nell'attività di investimento, qualora siano richieste ulteriori competenze specifiche che il gestore non possiede. L'attività dell'Advisor si concentra prevalentemente in due mansioni valutative: una è la stima delle modalità di investimento alternative per le partecipazioni azionarie e la seconda (molto importante) è la *Due diligence*, ovvero l'attività di indagine in merito alla situazione di un'impresa. La Due Diligence solitamente viene effettuata prima, durante e dopo l'acquisizione delle aziende, al fine di accertare il valore dell'impresa, valutandone i rischi ed analizzando i punti di forza e di debolezza⁴⁹. Nel caso in cui i gestori si avvalgano di un Advisor, nel regolamento del fondo vanno specificate le politiche di remunerazione dei consulenti ed i meccanismi di distribuzione del *carried interest*. Quest'ultimo, nel rapporto tra Limited Partners e General Partners è un punto cruciale, insieme alle condizioni contrattuali definite dal regolamento del fondo (*terms and conditions*) che vengono negoziate solitamente nel periodo del *fundraising*⁵⁰. Nello specifico, il carried interest, anche detto *performance fee*, è il principale strumento di

⁴⁸ A. Bechi, *Private Equity e Venture Capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Quinta Edizione, GueriniNext, Capitolo 7, 2015.

⁴⁹ Fonte: 1&1 IONOS.

⁵⁰ Il fundraising è il processo di raccolta dei capitali, dagli investitori, che verranno impiegati nell'investimento. Questo processo si articola di 5 fasi: 1 definizione obiettivi strategici e pre-marketing; 2 preparazione e distribuzione del materiale marketing; 3 incontri con potenziali investitori e due diligence; 4 negoziazione delle condizioni contrattuali e 5 il closing. Il fundraising per un gestore avrà successo se gli obiettivi dell'investimento saranno chiari e la strategia marketing pianificata dal general partner sarà efficace. Fonte: A. Bechi, *Private Equity e Venture Capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Quinta Edizione, GueriniNext, Capitolo 7, 2015.

incentivo ai manager (quindi i general partners nel caso del fondo). È stato tipicamente il mezzo di allineamento degli interessi tra investitori e gestori più utilizzato. Si riconosce al gestore una percentuale (che ad oggi si aggira attorno al 2%) della plusvalenza realizzata a seguito dei processi di disinvestimento dalla start-up finanziata. Con l'evolvere dei mercati e della complessità di tali operazioni finanziarie, il meccanismo del carried interest è stato rimodulato per assicurare il raggiungimento dell'obiettivo; la prassi in uso è che il carried interest venga riconosciuto al gestore a seguito del superamento di una soglia di rendimento minimo (*Hurdle rate*), normalmente compresa tra il 6 e l'8% e che il carried interest sia versato al gestore solo dopo che gli investitori abbiano ricevuto l'intero ammontare del loro investimento, oltre al rendimento minimo. Inoltre, dato che gli investitori in un fondo di Venture Capital desiderano essere costantemente rassicurati dai gestori, nel corso dell'investimento è necessario che all'interno del fondo si crei una rete che assicuri uno scambio di informazioni, continuo ed intenso, tra Limited Partners e General Partners. Un ulteriore ed importante aspetto riguardo l'allineamento degli interessi tra investitori e gestori, è un allineamento di tipo *reale*, ovvero basato su una partecipazione economica al fondo da parte del General Partner (in tal caso si intende la società, persona giuridica, che gestisce il fondo), convenzionalmente circa pari o superiore al 2% del capitale raccolto.

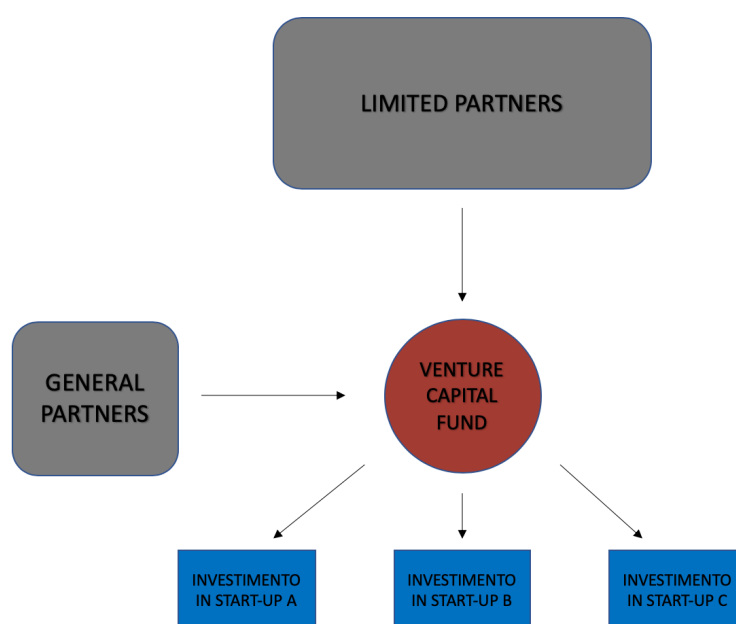


Figura 1.2: Esempio di uno schema del funzionamento di un fondo di Venture Capital. Fonte: Elaborazione personale.

Per quanto riguarda le normative Italiane ed Europee che inquadrano e regolamentano i veicoli di investimento tra cui le società che effettuano attività di Venture Capital, si fa riferimento a:

- Direttiva AIFM⁵¹
- Regolamento EuVECA⁵²
- Testo Unico della Finanza (TUF)⁵³
- Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze in attuazione dell'articolo 39 del TUF

In particolare, in Italia le direttive AIFM sono state implementate da tre regolamenti, uno emanato dalla Banca d'Italia (il Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio), uno dalla CONSOB (i Regolamenti Intermediari ed Emittenti) ed infine un ultimo regolamento emanato da entrambe le istituzioni appena citate, il Regolamento Congiunto.

Da tale approccio normativo è possibile comprendere la volontà delle istituzioni Italiane ed Europee di creare un set normativo che disciplini strutture ed attività degli operatori di Private Equity e Venture Capital. Inoltre, con il recepimento delle disposizioni AIFM è stato fornito un regime di vigilanza orientato al principio di proporzionalità⁵⁴, con misure calibrate per ogni categoria di operatore.

Per concludere il tema dei fondi di Venture Capital è bene operare un confronto con le altre due tipologie di operatori che offrono Venture Capital nel mercato, i *Business Angels* e gli *Incubatori*. Si parla quindi di operatori specializzati nell'investimento in capitale di rischio, in imprese (come per i fondi di Venture Capital), che si trovano nelle primissime fasi di avvio.

⁵¹ L'AIFM (Alternative Investments Fund Managers Directive) è la Direttiva sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi. Fonte: EUR-Lex.

⁵² L'EuVECA è il Fondo Europeo per il Venture Capital. Esso mira a rafforzare la crescita e l'innovazione delle imprese nell'Unione, comprese le piccole e medie imprese (PMI). Fonte: EUR-Lex.

⁵³ Modificate dal D.lgs. n.44 del 4 marzo 2014.

⁵⁴ Il principio di proporzionalità è il principio giuridico per cui i mezzi impiegati in un'operazione (nel caso di questa analisi si tratta di un'operazione finanziaria), devono essere adeguati ai fini desiderati.

I Business Angels sono investitori privati informali, quindi solitamente si parla di persone fisiche. Essi sono spesso professionisti del settore o manager in pensione, i quali posseggono un'elevata esperienza che, oltre ai capitali, possono fornire alle start-up nella loro fase di primissimo avvio. Quindi i Business Angel quasi sempre entrano in gioco prima ancora dei fondi di Venture Capital. In particolare, essi operano nella fase di *Seed*, ovvero la fase dei finanziamenti iniziali e di portata limitata, ma spesso operano anche in *Early Stage* al fianco dei fondi di Venture Capital. Solitamente i Business Angels investono tra i 25.000 ed i 250.000 euro⁵⁵. Un ulteriore aspetto dei Business Angels, che li differenzia dai fondi di Venture Capital, è l'orizzonte d'investimento che raramente supera i 3-5 anni.

Gli Incubatori invece sono istituzioni che interagiscono con potenziali soggetti imprenditori, offrendo servizi e talvolta risorse finanziarie. Il valore aggiunto degli Incubatori consiste nell'accelerare i tempi di costituzione della nuova impresa, tramite uno spazio fisico all'interno del quale le start-up possono trovare attrezzature ed assistenza necessaria a far decollare la propria idea di business. Gli Incubatori che erogano risorse finanziarie operano per lo più nella fase di *Pre-Seed* e *Seed*, per cui i loro investimenti sono indirizzati principalmente a finanziare l'idea iniziale degli imprenditori, per poi fornirgli una serie di servizi; in particolare gli incubatori offrono: *guida nella definizione del progetto d'impresa; consulenza marketing, informatica e di gestione risorse umane; accesso a risorse fisiche quali spazi ed infrastrutture.*

Riassumendo, le tre aree principali che differenziano Business Angels, Incubatori e fondi di Venture Capital sono:

- *Dimensionale.* I fondi di Venture Capital raccolgono ed investono quantità di denaro decisamente più elevate rispetto ai Business Angels e gli Incubatori.
- *Fase di intervento.* I fondi di Venture Capital intervengono principalmente nella fase di *Early Stage*, fase dedicata ad investimenti in aziende che hanno già sviluppato un discreto contenuto tecnologico ed operativo, dove le idee degli

⁵⁵ Fonte: AIFI

imprenditori e degli investitori sono già molto chiare. I Business Angels e gli Incubatori invece intervengono anche nelle fasi di Pre-Seed e Seed, in cui l'impresa è ancora formata solo dagli individui che hanno avuto l'idea su cui investire.

- *Strutturali*. I fondi di Venture Capital sono gestiti da vere e proprie società per azioni, mentre i Business Angels e gli Incubatori spesso sono persone fisiche ed investitori privati non riconducibili ad un'impresa finanziaria quotata.

	Business angel	Incubatore	Venture capitalist
Background prevalente	Imprenditoriale	Manageriale	Finanziario/ imprenditoriale
Fase di intervento prevalente	Seed – Startup	Seed – Startup	Startup – sviluppo
Due diligence	+	++	+++
Settore d'investimento	Tutti i settori	Dipende dal modello	Settori tecnologici
Monitoraggio dell'investimento	Attivo (hands on)	Attivo (hands on)	Strategico
Capitale medio investito (Euro)	200 mila	n.d.	1 milione
Quota acquisita	20%	n.d.	40%
Forma contrattuale prevista	Semplificata	Strutturata	Molto strutturata

Figura 1.3: Principali differenze tra Business Angels, Incubatori e fondi di Venture Capital. Fonte: AIFI – VentureUp.

2.4 Evoluzioni del mercato di Venture Capital in Italia

L'evoluzione del mercato del Venture Capital in Italia, di pari passo con quello di Private Equity, ha fatto registrare un considerevole aumento, sia in termini qualitativi che quantitativi. Ovviamente anche questo mercato è stato soggetto all'andamento ciclico dell'economia, non solo italiano, ma anche internazionale; si pensi alla bolla delle Dot-com

nel 2000, la grande crisi del 2008 o alla crisi del debito sovrano nel 2011. Ma, oltre le crisi, la diffusione delle nuove tecnologie dell'information and communication technology (ITC), hanno favorito un fiorente sviluppo e la nascita di nuovi operatori di Venture Capital. Volendo ripercorrere rapidamente l'evoluzione del mercato italiano del Venture Capital, andando in ordine cronologico, negli anni Novanta il comparto dell'Early Stage era quello preferito dagli operatori, sulla scia della New Economy e ciò portò ad una notevole evoluzione ed aumento degli investimenti di Venture Capital nelle aziende nascenti in quel settore. Ovviamente, lo scoppio della bolla Dot-com fermò questo ciclo espansivo, ridimensionando inevitabilmente l'intero settore, in termini sia di numero (ed importi) degli investimenti, sia del numero di operatori attivi. Una consistente ripresa incominciò dal 2005. Da quel momento in poi il trend di crescita dei settori Private Equity e Venture Capital, cominciò a crescere per rimanere positivo anche a seguito della crisi del 2008 (che fu la più grave) e del 2011.

I problemi principali legati alle due grandi crisi furono ovviamente *l'aumento dei tassi di interesse e la scarsa disponibilità di credito*. Questi due fattori però non hanno inciso solo negativamente nel settore del Venture Capital ma, per determinati aspetti, hanno generato un effetto positivo in quelli che sono gli investimenti nelle primissime fasi delle nuove imprese innovative. Difatti gli effetti della crisi fecero diminuire considerevolmente le “*Mega deals*” ovvero gli investimenti più corposi, a fronte della grande crescita di operazioni più ridotte, incentrate in nascita e sviluppo delle imprese; parliamo quindi delle fasi di Seed e soprattutto Early Stage (tipici target degli operatori di Venture Capital) che, a seguito dello scoppio della bolla speculativa del 2000, avevano registrato un drastico crollo. Un esempio numerico è il confronto, in termini di ammontare investiti, tra il 2007 e l'inizio del 2010, in cui si è passati da circa 4 miliardi di euro investiti (con un picco di quasi 5,5 miliardi agli inizi del 2008 precedentemente dello scoppio della crisi) a circa 2,5 miliardi⁵⁶, accompagnati da una contrazione significativa delle attività di operatori internazionali.

Nel periodo successivo si registrò una fase di sostanziale crescita del mercato di Private Equity e Venture Capital, soprattutto nel periodo tra il 2012 ed il 2013, ad opera di SGR ed

⁵⁶ Fonte AIFI-PricewaterhouseCoopers

Investment Company, le quali focalizzarono i loro investimenti su operazioni di taglio medio (circa 10 milioni di euro rivolte ad imprese medio-piccole, con massimo 10 milioni di fatturato e 40 dipendenti). Attualmente, gli investimenti di Venture Capital sono tornati a cifre considerevolmente alte, superando quota 7 miliardi di euro (il picco si ebbe nel 2018 con oltre 9,7 miliardi di euro investiti).

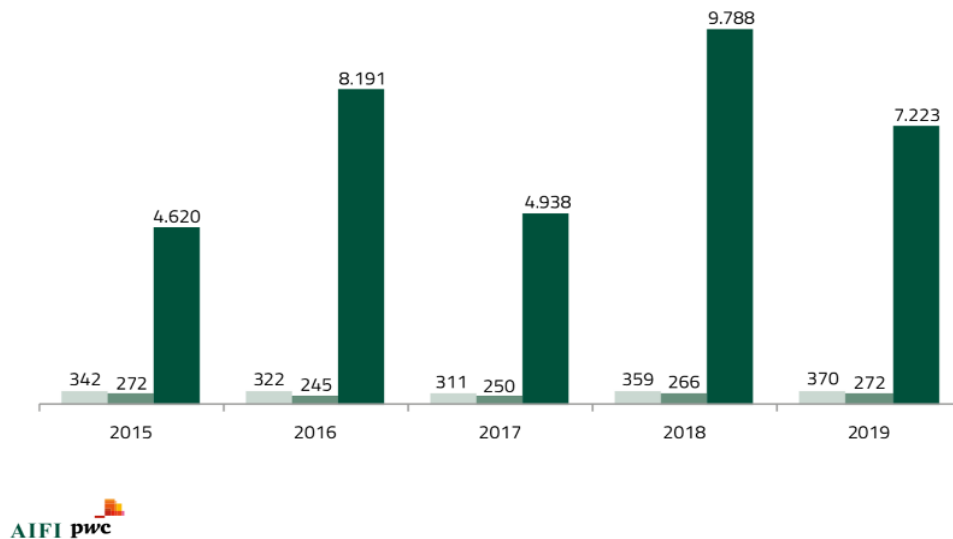


Figura 1.5: attuale livello di investimenti di Venture Capital in Italia. Fonte: AIFI – PricewaterhouseCoopers.

Per quanto riguarda l'aspetto geografico, sin dagli inizi della storia del Venture Capital, in Italia si è sempre registrato uno squilibrio tra Nord e Sud, in cui le regioni settentrionali attiravano il maggior numero dei capitali investiti ed avevano il maggior numero di operatori attivi del settore. Con il passare degli anni fortunatamente tale squilibrio si è via via ridotto, dando maggiore attenzione alle imprese del mezzogiorno. In particolare, ciò è stato possibile grazie all'istituzione di due fondi di investimento nazionali:

- Fondo HT Sud: il Fondo *High-Tech* Sud fu promosso nel 2008 con l'obiettivo di implementare il settore dell'innovazione digitale nel meridione, in particolare grazie

ad investimento di Early Stage nelle imprese innovative di tali regioni. Fu dotato inizialmente di 150 milioni di euro⁵⁷.

- Fondo Nazionale Innovazione (FNI): questo fondo, istituito nel 2019, è una SGR multi-fondo che opera esclusivamente attraverso metodologie di Venture Capital. Gli investimenti nel capitale di rischio delle imprese Start-up sono effettuati dai singoli fondi, che compongono il FNI, in maniera selettiva, in conformità con le pratiche dei vari settori e della potenzialità, a livello economico, dei soggetti coinvolti. Questo fondo è stato dotato inizialmente di un miliardo di euro, tramite la Legge di Bilancio 2019 dello Stato⁵⁸.

Il quadro evolutivo del Venture Capital in Italia si può comprendere anche guardando il considerevole aumento dei soggetti attivi nel settore negli anni, come testimonia l'aumento del numero di associati AIFI (dai circa 30 nei primi dieci anni di operato dell'associazione, fondata nel 1986, a circa 130 soci attivi oggi). Un altro elemento fondamentale, se non quello più importante, è anche l'aumento degli operatori internazionali attivi nel mercato italiano del Venture Capital, pur non avendo sede in Italia; oggi circa un terzo dei Venture Capitalist attivi nello Stivale sono soggetti esteri (circa 200 di questi inoltre sono monitorati dall'AIFI).

Inoltre, in Italia agli albori del Private Equity e del Venture Capital, la maggioranza degli investitori erano di tipo *captive*, vale a dire operatori legati ad una capogruppo, i quali traevano capitali solamente da essa, senza rivolgersi al mercato. Ad oggi invece, la maggioranza dei Venture Capitalist risultano essere soggetti *indipendenti*, ovvero soggetti che raccolgono capitali direttamente dal mercato, sollecitando gli investitori a sottoscrivere quote del loro fondo di Venture. Ciò è importante poiché in questo modo il mercato ha la possibilità di svilupparsi più velocemente, senza eccessivi vincoli concorrenziali delle grandi istituzioni finanziarie.

È bene sottolineare gli ultimi due aspetti fondamentali del mercato, la *raccolta* ed il *disinvestimento*.

⁵⁷ Fonte: Corriere Comunicazioni, "Fondi HT, la terza via per innovare", 2012.

⁵⁸ Fonte: Ministero dello Sviluppo Economico.

Per quanto riguarda l'attività di *raccolta* di capitali in Italia, questa ha seguito essenzialmente l'andamento ciclico dell'economia, come per gli investimenti. Fino ai primi anni del 2000 l'attività di raccolta di capitali si attestava intorno ai 2 miliardi di euro, con un picco di quasi 3 miliardi nel 2007. Negli anni della crisi chiaramente ci fu un drastico calo (in tutta Europa), raggiungendo il minimo nel 2009 con circa 500 milioni di euro raccolti⁵⁹. Il trend è tornato ad essere positivo dal 2010, grazie all'istituzione del Fondo Italiano d'Investimento, sebbene, nei primi anni che seguirono la crisi dei mutui subprime, i dati sulla raccolta furono ancora piuttosto bassi a causa della dubbia stabilità dell'economia italiana (situazione che, a differenti livelli, chiaramente si ebbe in quasi tutta Europa). Si analizzano infine i dati relativi al *disinvestimento*, quindi la fase clou di un'operazione di Venture Capital poiché il profitto per il fondo e per i Limited Partner si genera proprio dalla cessione delle partecipazioni nelle Start-up detenute dai Venture Capitalist. In Italia il picco di dismissioni, in termini numerici, si ebbe nel 2003 con circa 200 exits, mentre in termini di ammontare il picco si ebbe prima nel 2007 con 2,6 miliardi di euro e poi nel 2011 con 3,2 miliardi di euro⁶⁰ (per cui nel pre e post crisi 2008, periodo in cui difficilmente si dismetteva poiché non vi era domanda). Generalmente in Italia i canali di disinvestimento più utilizzati sono le vendite delle partecipazioni azionarie ai partners industriali (possiamo dire che è il metodo di dismissione più tradizionale) e l'offerta pubblica iniziale (IPO) *venture-backed*⁶¹, che recentemente sta assumendo sempre più rilevanza.

In generale si può osservare come il mercato italiano del Venture Capital si sta confermando nel tempo una realtà sempre più consolidata ed importante per il sistema economico italiano. Oltre a configurarsi come un business a rendimenti potenzialmente elevati, l'apporto di capitale di rischio è essenziale per la nascita e lo sviluppo di nuove Start-up italiane che, grazie alla loro crescita e le loro innovazioni, potranno collaborare alla crescita della produttività e del PIL italiano.

⁵⁹ Fonte: AIFI-PricewaterhouseCoopers.

⁶⁰ Fonte: AIFI-PricewaterhouseCoopers.

⁶¹ Per IPO *venture-backed* si fa riferimento ad un'offerta pubblica iniziale di azioni relative a società che sono state finanziate da un Venture Capitalist, il quale è direttamente coinvolto nella quotazione.

Capitolo 3

Il caso LVenture Group S.p.A.

3.1 Introduzione

Nell'ambito del Venture Capital, è stato descritto come i fondi siano la struttura più diffusa per tale tipologia di investimenti ed essendo promossi generalmente da una Società di Gestione del Risparmio, sono caratterizzati da grandi finanziarie e professionalità.

Nonostante ciò, in questo elaborato non si andrà a descrivere un classico fondo di Venture Capital, ma un'azienda italiana che si configura come una Società per Azioni, LVenture Group.

I motivi per cui si è scelto di non descrivere un fondo vero e proprio (pur avendo posto in primo piano tale struttura nei precedenti capitoli), sono molteplici. In primis, LVenture è tra i Venture Capitalist più rilevanti in Italia, ciò è riscontrabile ad esempio in due articoli, uno dell'Agenzia Giornalistica Italiana⁶² ed uno di Start-up Vincente⁶³, dove risulta essere ai primi posti per round d'investimenti ed *exit*, tra il 2017 ed il 2018. Ciò indica che LVenture è in grado di canalizzare ingenti risorse finanziarie nelle imprese che ha in portafoglio grazie alla varietà di risorse strutturali e strategiche che caratterizzano il gruppo. In particolare, nel paragrafo relativo alle aree operative si comprenderà come LVenture abbia sviluppato una serie di progetti e strutture tramite cui è in grado di far crescere molte Start-up innovative con un elevato grado di assistenza e collaborazione (quest'ultimo aspetto attuato con l'idea innovativa degli "Hub"). Tutto ciò ha portato il gruppo ad essere tra i primi Venture Capitalist in Italia e soprattutto un mezzo con cui le Start-up, oltre ad essere finanziate e poter sviluppare un modello di business vincente, riescono ad inserirsi in un ambiente dove poter cooperare tra loro, assistiti dal supporto di professionisti del settore e con la consapevolezza di lavorare in un ambiente flessibile ed *open minded*. Tutto ciò è

⁶² A. Rociola, "I 15 fondi di Venture Capital più attivi in Italia", Agenzia Giornalistica Italiana, 2017.

⁶³ L. Poletti, "I 7 principali fondi di Venture Capital in Italia", Start-up Vincente, 2018.

visivamente riscontrabile con le attività degli “Hub” LVenture di Roma e Milano. Un ulteriore aspetto che giustifica la scelta di LVenture come caso pratico è che, essendo una holding finanziaria quotata in borsa e collaborando con alcune tra le più grandi aziende ed istituzioni italiane (in particolare l’università LUISS Guido Carli), il gruppo pubblica un elevato numero di informazioni societarie ed operative, nella maggior parte dei casi non facilmente reperibili per i classici fondi di Venture Capital gestiti da S.G.R.; il tutto giova all’obiettivo di ottenere una descrizione esaustiva di un Venture Capitalist italiano, sia sotto l’aspetto strutturale che operativo, nonostante il discostamento dal concetto di fondo d’investimento. Inoltre, LVenture nel finanziare le Start-up, redige progetti di finanziamento che coinvolgono sia dei *co-investitori*, che la società stessa. La società è molto propensa a finanziare direttamente le Start-up⁶⁴ e ciò è possibile soprattutto grazie alla sua struttura di S.p.A., tramite l’emissione di nuove azioni. In questo modo LVenture riesce a ridurre notevolmente le problematiche di *moral hazard*, nei confronti sia degli investitori che dei dirigenti delle Start-up. Questo è uno degli elementi principali che differenzia LVenture Group dai fondi di Venture Capital promossi da Società d’investimento.

Infine, si considerano altri due aspetti fondamentali di LVenture Group. In primis, la società ha grande cura del mercato italiano delle Start-up innovative e delle PMI. Con l’obiettivo primo di portare al successo tali imprese (ancora in stato embrionale), LVenture opera una profonda analisi dei mercati italiani per sfruttarne ed evidenziarne i punti di forza; ciò è riscontrabile nella relazione “A Scaling Tech Hub” descritta nel paragrafo successivo. Altro punto di forza di LVenture è l’ampiezza del suo ecosistema. L’elevato numero di Partner strategici, di progetti e collaborazioni, in cui figurano importanti società ed istituzioni italiane ed estere, permette di comprendere come LVenture, oltre ad erogare importanti risorse finanziarie, riesce a promuovere al meglio le Start-up in cui investe ed a cui fornisce consulenza. Questo è fondamentale per il fine di un’operazione di Venture Capital, trasformare la Start-up in un’impresa di successo. Questo ragionamento quindi sottolinea il motivo per cui è stato deciso di far riferimento a LVenture Group invece di un classico fondo, ovvero per l’immediatezza che si ha nel capture, nel gruppo romano, tutti gli aspetti

⁶⁴ A fine 2019, LVenture ha garantito la crescita di oltre 60 Start-up innovative, con una raccolta, destinata al loro finanziamento, di 60 milioni di euro. Di questi, 14 milioni sono stati investiti da LVenture stessa con i propri capitali e 46 milioni da co-investitori. Fonte: LVenture Group, “Magazine”, luglio 2019.

che un operatore di Venture Capital dovrebbe possedere. Chiaramente questa non vuole essere un'analisi l'attenzione dai fondi di Venture Capital, come descritti nel secondo capitolo, che restano la struttura più diffusa al mondo per questo tipo di investimenti.

3.2 Il profilo aziendale

Per introdurre il caso si definiscono il profilo societario, la *Mission*, la *Vision* e le principali strategie d'investimento di LVenture Group. La società nasce nel 2012 ad opera di Luigi Cappello (attuale Amministratore Delegato) e Giovanni Gazzola (attuale Direttore delle *Operations*), con l'obiettivo di fondare un acceleratore di Start-up che potesse lanciare le imprese digitali italiane nel futuro. L'intuizione dell'AD Luigi Cappello nel periodo in cui lavorò negli Stati Uniti (occupandosi di far sbarcare le Start-up italiane negli U.S.A.), fu quella di rendersi conto che in Italia vi era una vera e propria carenza di investitori professionali capaci di creare nuove imprese, unendo progetti imprenditoriali (innovativi e potenzialmente di successo), con capitali privati fino alla quotazione in borsa di tali società⁶⁵. Da ciò nasce LVenture Group, oggi leader in Italia nel settore del Venture Capital. Introducendo brevemente la struttura societaria, con il fine di definire il contesto in cui opera, LVenture è una holding di partecipazioni quotata in Borsa, precisamente nel Mercato Telematico Azionario (MTA). Essa investe in Start-up digitali e ne garantisce il processo di sviluppo (già dal prototipo di mercato), tramite l'acceleratore "LUISS EnLabs", nato da una *joint venture*⁶⁶, tra LVenture Group e l'università LUISS Guido Carli di Roma. Proprio l'università LUISS, grazie all'accordo con LVenture, è diventata un punto di riferimento nell'ecosistema italiano dell'innovazione, non solo con la formazione degli studenti, ma anche con programmi di finanziamento delle imprese, tramite round di Seed, con LUISS EnLabs. Il maggior azionista di LVenture è LV.EN. Holding S.r.l., il quale detiene il 32,03% del capitale sociale (dato al 30 giugno 2019); LVenture stessa però ci tiene a

⁶⁵ Fonte: Forbes, "Start-up in Capitale, storia della romana LVenture e del suo CEO Luigi Cappello", 23 gennaio 2020.

⁶⁶ Una joint venture è un accordo in base al quale, due o più soggetti, solitamente imprese, si impegnano a collaborare per un progetto comune (sia esso industriale o commerciale), oppure decidono di sfruttare congiuntamente le loro sinergie, il loro know-how e/o il loro capitale. Fonte: Borsa Italiana.

precisare che, per assicurare gli investitori, allo stato attuale ha piena autonomia decisionale sugli investimenti e la gestione del portafoglio di partecipazioni, non essendo sottoposta a direzione e coordinamento dalla holding. Nella ripartizione del capitale sociale di LVenture (che ad oggi ammonta a 14.507.401 euro⁶⁷) la seconda maggiore azionista è Futura Invest, la quale detiene il 5,98% del capitale sociale; seguono altri soci privati che, nel complesso detengono il 5,99%. Il restante 56% è per la maggior parte detenuto dal Mercato (51,77%), essendo LVenture quotata in borsa, ed infine è detenuto anche dall'università LUISS, che possiede il 4,23%.

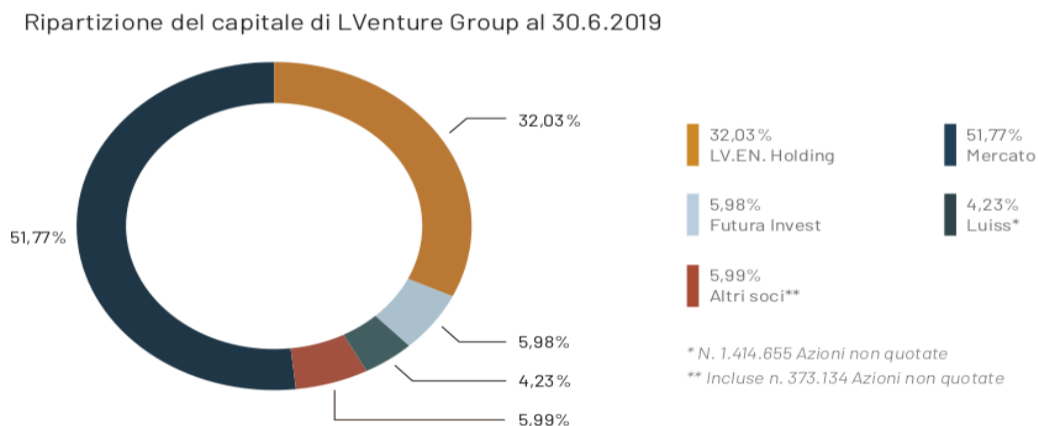


Figura 1.11: Ripartizione del capitale sociale di LVenture Group. Fonte: LVenture Group, Relazione Semestrale, 2019.

Il fondo ha la sede principale a Roma, “l’Hub Roma” ed un ufficio operativo a Milano, “l’Hub Milano” (di fondamentale importanza per la gestione dei titoli quotati nella Borsa Valori milanese). Gli investimenti principali sono in Start-up digitali (in seguito vedremo quali settore predilige il fondo), in particolare nelle fasi di Pre-Seed (chiamata Micro-Seed) e di Seed, sostenendo la loro crescita con il continuo apporto non solo di risorse finanziarie ma anche di: competenze manageriali, grazie ad un network di consulenti (per il supporto al *Business Development* delle Start-up) ed assistenza alle Start-up nelle ricerche di mercato, nelle ricerche di potenziali investitori e nella conclusione di contratti. Il tutto sottolinea come LVenture operi con la massima professionalità del settore, a conferma di quanto

⁶⁷ Fonte: LVenture, Contatti.

esposto nel secondo capitolo al paragrafo 2.4, circa le funzioni dei Venture Capitalist.

L'obiettivo finale del fondo è generare profitti attraverso le operazioni di Exit (tramite IPO o fusioni ed acquisizioni); le operazioni di Exit sono iniziate a partire dal secondo semestre del 2016 e per questo motivo, nei tre anni di attività precedenti, furono eseguiti tre aumenti di capitale, necessari per il sostenimento del fondo dato che i profitti derivano principalmente dalle Exit. L' Venture fa anche parte di un ecosistema di innovatori, in cui vengono fornite alle imprese innovative servizi di *Co-working*. Si definiscono di seguito la *Mission* e la *Vision* del fondo, per comprendere al meglio la filosofia e la policy aziendale⁶⁸:

- Mission: “Abilitiamo i talenti a conquistare il mercato con le proprie Start-up e dare forma al futuro”
- Vision: “Creiamo valore con le nuove imprese, perché sono loro gli agenti trainanti dell'innovazione”

Proprio dalla lettura di Mission e Vision è possibile annoverare come L' Venture sia alla costante ricerca di nuovi talenti su cui investire, al fine di generare una sostanziale crescita del mercato innovativo italiano e quindi dell'economia in generale. Ciò si comprende dal fatto che, al 2020 il portafoglio di investimenti di L' Venture Group comprende più di 70 Start-up, tutte caratterizzate da un'elevata innovazione digitale e da un'elevata scalabilità, con un investimento medio di 120 mila euro a Start-up⁶⁹.

Concludendo l'analisi del profilo aziendale, per cogliere l'importanza che L' Venture Group ha avuto nello sviluppo del Venture Capital italiano (quindi nell'evoluzione delle imprese innovative italiane), si vuole sottolineare come sia una tra le società più attive in Italia per livello di investimenti e numero di Start-up finanziate.

⁶⁸ Fonti di tale estratto: L' Venture Group, Relazione Semestrale 2019; L' Venture Group, *Company Profile*, 2020.

⁶⁹ Fonte: L' Venture Group, “I Nostri Numeri”, 2020.



Figura 1.12: I Venture Capitalist più attivi in ogni stato Europeo. Fonte: CBInsights, 2018.

Per concludere, LVenture, in una relazione del 15 aprile 2019 intitolata “LVenture Group. A Scaling Tech Hub”, evidenziò dei dati che giustificano gli investimenti nel mercato italiano delle Start-up, ritenendolo “*pronto al decollo*”, per quattro fondamentali motivi:

1. 40% di benefici fiscali per investimenti standard.
2. 50% di benefici fiscali per le acquisizioni di società.
3. Fino al 10% degli *Asset Under Management* dei fondi pensione possono investire in operazioni di Venture Capital.
4. Creazione di un nuovo “Fondo Nazionale per l’Innovazione”.

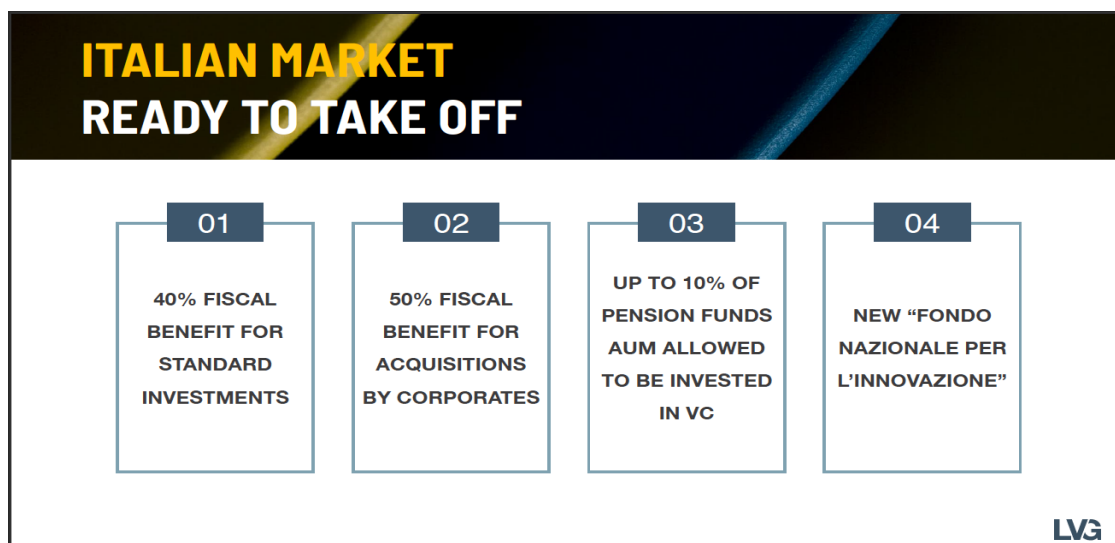


Figura 1.14: quattro motivi del decollo del mercato italiano di Venture Capital. Fonte: LVenture Group, “A Scaling Tech Hub”, 15 aprile 2019.

Inoltre, LVenture Group, nella relazione della *Company Profile*, dedica un ulteriore spazio all'analisi del contesto italiano, per far comprendere agli *stakeholders* il motivo per cui sia fondamentale investire nelle Start-up innovative italiane, data la crescita del mercato. Gli aspetti analizzati sono ancora quattro, ovvero⁷⁰:

- Condivisione digitale del PIL continua a crescere: con questo LVenture sottolinea come, in Italia, la quota digitale del PIL potrebbe superare il 20% entro il 2020, realizzando un notevole miglioramento dei tassi di crescita del Prodotto Interno Lordo del paese. Ciò avviene poiché la tendenza degli investimenti in tali competenze risulta mantenuta e l'attenzione alle tecnologie digitali si sta gradualmente potenziando.
- Rilievo fiscale per gli investimenti in Start-up innovative: gli investitori possono godere di una detrazione IRPEF del 30% sull'investimento totale, che può raggiungere un milione di euro, con un risparmio massimo quindi di trecento mila euro; anche le società che investono in Start-up innovative possono godere di una detrazione IRES del 30% sull'investimento totale che, in tal caso, può arrivare ad 1,8 milioni di euro, con un possibile risparmio di 540.000 euro. La nuova legge di bilancio ha inoltre introdotto una detrazione del 40% sulle imposte societarie, in caso di un'acquisizione parziale e del 50% in caso di un'acquisizione della Start-up totale. Tali modifiche, introdotte nel 2019, devono ancora essere approvate dalla Commissione Europea.
- Condizioni ideali per l'Early Stage: in Italia gli investitori possono fare affidamento su un capitale umano di alta qualità, con un eccellente *know-how* in termini di tecnologia, design e creatività; inoltre, il costo di creazione di una Start-up, in Italia, risulta essere ancora basso rispetto agli altri paesi della Zona euro.

⁷⁰ Fonte: LVenture Group, *Company Profile*. "Focus on Italy", 2020.

- Opportunità di arbitraggio: lo scenario italiano offre l'opportunità di investire con valutazioni altamente competitive e scalabilità dei mercati internazionali molto rapida per le Start-up italiane.

È utile evidenziare i numeri riguardo i livelli di investimenti, il numero di investitori nel network del gruppo ed altri dati emersi dalle operazioni andate a buon fine di LVenture; si fa ciò sia per evidenziare la grandezza e l'importanza di LVenture nel panorama italiano del Venture Capital, sia per indicare quanto tale società riesca a promuovere efficacemente davvero molti progetti di investimento per le Start-up con maggiore potenziale, operanti nei settori più innovativi. Di seguito:

- 70 milioni di euro investiti nelle Start-up in portafoglio, di cui 15 milioni da parte di LVenture Group e 55 milioni da parte dei clienti investitori.
- 26 milioni di euro circa di profitti generati dal portafoglio del gruppo.
- Oltre 200 investitori fanno parte del network di LVenture.
- Oltre 1300 posti di lavoro generati dal gruppo.
- Un tasso di successo dei programmi di accelerazioni delle Start-up dell'80%.
- Oltre 800 *Application* ogni anno nel flusso di affari del gruppo.

Questi dati danno evidenza a come LVenture Group S.p.A. sia diventata leader del settore Venture Capitali in Italia ed in Europa.

Infine, si elencano quali sono i settori innovativi in cui LVenture Group investe e fa sviluppare le Start-up innovative possedute in portafoglio. Questi sono⁷¹:

- Analytics & Big Data
- Community & Education
- Design & Fashion

⁷¹ Fonte: LVenture Group, *Company Profile*, "Our Startups Sectors", 2020.

- Dev tools
- Entertainment
- Events & Travel
- FinTech & Loyalty
- FoodTech
- Health & Beauty
- IoT & Smart Mobility

La varietà di settori in cui LVenture opera attivamente (dall'informatica alla moda, dal settore alimentare all'intrattenimento, dalla finanza alla salute e così via) è indice di come la società sia proiettata al futuro. LVenture, tramite i suoi numerosi programmi di finanziamento e supporto alle imprese, lavora intensamente con l'obiettivo della crescita di tutti i business che ad oggi rappresentano non solo una novità (quindi nuove *chance* di profitto), ma anche nuove opportunità di sviluppo tecnologico. Ciò significa che, se le Start-up operanti in tali settori avranno successo e riusciranno a sviluppare nuove tecnologie, il giovamento non sarà unicamente per esse e per la Venture Capitalist che l'ha avviata, ma per l'intera società.

3.3 Aree operative

In questa sezione verranno analizzate le aree operative di LVenture Group, ovvero le attività principali del gruppo finalizzate allo sviluppo delle imprese innovative e quindi alla produzione di utili per esse e per il gruppo. Dall'analisi di queste aree, risulterà ancora più immediata la comprensione dell'ampiezza e della flessibilità degli investimenti di LVenture Group, rendendola uno dei migliori canali di finanziamento per le Start-up più promettenti. Queste aree sono: Accelerazione, Investimenti, Crescita, Open Innovation ed infine gli Hub⁷².

⁷² Fonte del paragrafo: LVenture Group, *Company Profile*. "What We Do", 2020.

3.2.1 Accelerazione: LUISS EnLabs

L'acceleratore LUISS EnLabs è uno dei principali acceleratori europei. È stato fondato nel 2013 come *joint venture* tra LVenture Group S.p.A. e l'università romana LUISS Guido Carli ed in pochi anni ha contribuito alla nascita e lo sviluppo di oltre 60 Start-up. Due volte l'anno, LUISS EnLabs seleziona società innovative per il suo programma di accelerazione, chiamato "Call for Startups". In questa *call*, le società dovranno essere in possesso di 4 requisiti fondamentali: un solido team, un prototipo funzionante, una tecnologia innovativa ed un mercato internazionale dove potranno competere. La fase successiva alla Call è quella dell'affare, anche detta "Deal", in cui LUISS EnLabs fornisce alle Start-up scelte, un investimento fino a 160.000 euro, tramite partecipazione al capitale di rischio (avvero acquisendo azioni) delle Start-up stesse. Alla fase di Deal segue un programma di cinque mesi, durante i quali un team di consulenti ed esperti dei vari settori, supportano le imprese nello sviluppo commerciale e tecnologico, nel networking e nella gestione degli investitori. I team in questo programma utilizzeranno lo SCRUM framework⁷³ tramite sprint di due settimane ciascuna, partecipando inoltre a seminari e corsi di formazione. Alla fine del programma di cinque mesi, LUISS EnLabs organizza un "Demo Day", in cui vengono introdotte le Start-up che hanno cominciato a generare flussi in entrata per gli investitori, al fine di aumentare il loro primo round di finanziamento.

Inoltre, l'acceleratore organizza programmi di "Open Innovation" per portare le nuove imprese, potenzialmente di successo, nel mondo dell'innovazione.

Grazie al supporto della sua rete di investitori, società ed istituzioni, tra cui l'università LUISS ed i suoi sponsor principali quali WIND TRE, BNP Paribas, Accenture e Sara Assicurazioni, LUISS EnLabs è diventato un vero punto di riferimento per l'innovazione italiana.

⁷³ SCRUM è un framework che consente agli imprenditori di risolvere difficili problemi di tipo adattivo e, allo stesso tempo, di creare e rilasciare prodotti in modo efficace e creativo, del più alto valore possibile. Fonte: Scrumguides.org.

3.2.2 Investimenti: Micro-Seed e Seed

Nell'eseguire i vari investimenti di Venture Capital, LVenture Group ricerca Start-up innovative orientate ai risultati e con alti tassi di scalabilità a livello globale, i cui fondatori sono ossessionati dalla creatività e dal costituire aziende di successo nel mondo. Attraverso i finanziamenti di Micro-Seed e di Seed, LVenture supporta i fondatori a trasformare le Start-up nella loro prima fase di vita e, allo stesso tempo, garantendo opportunità di guadagno per gli investitori. Da quel momento le Start-up verranno seguite passo dopo passo fino all'uscita, con la cessione delle partecipazioni azionarie.

- Micro-Seed: gli investimenti di Micro-Seed arrivano fino a 160.000 euro, apportati nel capitale di rischio delle Start-up non ancora penetrate nel mercato e desiderose di partecipare al programma, precedentemente illustrato, di LUISS EnLabs.
- Seed: i co-investimenti⁷⁴ di Seed da parte di LVenture Group, arrivano fino a 250.000 euro e sono dedicati a Start-up già penetrate nel mercato, le quali hanno raggiunto un modello di business funzionante e scalabile. L'obiettivo è di supportare la loro crescita, la raccolta di fondi e l'espansione a livello internazionale.

3.2.3 Crescita: LV8

Il programma di crescita o "*Growth*" di LVenture Group avviene tramite un team dedicato, LV8. Esso ha la missione di rinnovare e potenziare le strategie di prodotto e servizio delle Start-up che fanno parte del portafoglio societario. Tali Start-up possono essere piccole, medie e grandi imprese e LV8 prospetta la loro crescita attraverso le ultime innovazioni nel campo digitale, sfruttando le migliori competenze sul mercato. Ciò è possibile grazie ad un modello di consulenza unico nel suo genere, che applica metodologie di crescita delle Start-

⁷⁴ I co-investimenti sono investimenti effettuati al fianco di un investitore principale qualificato. Questi possono essere effettuati attraverso una gamma di classi di investimenti come il Private Equity o Venture Capital, i beni immobili ed i fondi speculativi. Fonte: FOSS - Family Office Advisory.

up simili ed attraversa le fasi di validazione del prodotto nel mercato, crescita e scalabilità. Il team LV8 ha gestito in appena un anno di attività, oltre un milione di euro di budget relativo all'Online & Performance Advertising, garantendo a più di 30 Start-up (PMI e corporate) una crescita media del 20% al mese⁷⁵. A tal proposito, LVenture ha istituito un ciclo di appuntamenti, chiamato "Pills for Growth", a partire dal 25 ottobre 2019, con il fine di approfondire ed analizzare esperienze concrete nell'ambito del marketing digitale. Questi appuntamenti hanno cadenza mensile e hanno ad oggetto la presentazione di nuove idee, strategie e soluzioni impiegate nel settore, il tutto nella cornice dell'HUB di LVenutre Group e LUISS EnLabs di Roma. È quindi chiaro il "motto" del team LV8, ovvero *"Experimenting, before it's too late"*⁷⁶.

3.2.4 Open Innovation

L'area Open Innovation di LVenture Group riunisce imprese leader con l'ecosistema di Start-up del gruppo, al fine di creare un ambiente di Business innovativo (da qui Open Innovation), capace di affrontare ogni sfida dell'economia digitale. A tal proposito LVenture Group ha siglato un accordo con un importante Hub d'innovazione italiano, Cariplo Factory, al fine di supervisionare il processo di innovazione *end-to-end*. Il programma sarà composto da varie fasi che vanno dal talent scouting (ricerca di talenti), fino alla crescita effettiva delle Start-up aderenti e supportando le grandi aziende (tra i Corporate Partners risultano aziende quali la Barilla, Carrefour, IMB ed Eni per fare degli esempi) nella loro trasformazione digitale. In questo modo l'Open Innovation darà forma a nuove tipologie di attività e creerà nuove opportunità di lavoro nel paese. L'Open Innovation si compone di tre aree: Sostenere, ovvero supportare aziende per integrare in esse tecnologie all'avanguardia tramite i programmi di creazione di Start-up; Allenare, facendo corsi di innovazione specifici basati su un "approccio Start-up", il cui focus è sul marketing digitale, la crescita intelligente ed

⁷⁵ Fonte: LVenture Group Magazine, "Pills for Growth", 25 ottobre 2019, Roma.

⁷⁶ LVenutre Group, Company Profile, "Growth", 2020.

una metodologia agile; Contaminare, ovvero programmare eventi di lancio di prodotti periodici, ma anche opportunità di scouting aziendale e programmi di assunzioni.

3.2.5 The Hub

In informatica un Hub è un dispositivo di rete che funge da nodo di smistamento di dati verso i dispositivi ad esso collegati, ovvero è un elemento centrale di un apparato. Allo stesso modo funzionano gli spazi Hub di LVenture Group. Sono due, uno a Roma ed uno a Milano. Rappresentano uno spazio di Co-working (di novemila metri quadrati complessivi), che creano un vero e proprio ecosistema. Negli Hub di LVenture si generano delle vere e proprie comunità, in cui le persone e le idee si incontrano, si scontrano, si ispirano e si contaminano a vicenda. Facebook ha scelto l'Hub LVenture Group di Roma, per istituire il suo primo centro di *e-learning* italiano, chiamato “Binario F”, a conferma del fatto che gli Hub di LVenture Group sono realmente il posto giusto per innovare. L'area dell'Hub si compone di quattro elementi: 1) Ecosistema, in cui le interazioni tra gli *stakeholders* ed i fondatori di società, trasformano le opportunità in vere e proprie imprese; 2) Eventi ispirativi, formati da incontri, seminari, corsi di formazione e colloqui, in cui l'aspetto motivazionale è essenziale; 3) Comunità, l'Hub è un luogo vibrante, in cui i team creano valore condividendo abilità, interessi, idee ed esperienze sul campo; 4) Co-working, i novemila metri quadrati dell'Hub di Roma all'interno della Stazione Termini e lo spazio dedicato all'Hub di Milano, creano un grande luogo dove tutti possono interagire direttamente con tutti e supportarsi a vicenda nelle varie operazioni di innovazione tecnologica ed aziendale.

3.4 L'ecosistema di LVenture Group

Le reti di connessioni strategiche sono essenziali per rafforzare i contatti con tutti i soggetti protagonisti dei processi di innovazione. Per questo motivo LVenture Group ha creato un ecosistema unico e fiorente, basandosi sulla forza di una rete di *stakeholders* eccezionali. L'obiettivo principale di tali alleanze per LVenture è chiaramente quello di creare sinergie in tale ecosistema, necessarie per la crescita e lo sviluppo delle Start-up in cui investe, ma anche per lo sviluppo della società stessa. Stessi scopi sono ricercati anche dai Partners con le interazioni che hanno con LVenture Group e LUISS EnLabs. L'ecosistema di LVenture Group è formato principalmente da cinque Partner strategici, quattro principali Sponsor e due Business Angels. Inoltre, sono comprese molte università ed istituzioni, un network di investitori, più di cinquanta manager internazionali esperti del settore ed infine 3 progetti speciali.

In questo contesto è doveroso descrivere i due principali Business Angels che fanno parte dell'ecosistema LVenture Group S.p.A.: Angel Partner Group e Italian Angles for Growth. Essi sono importanti poiché, operando nel settore dei Business Angel (molto vicino al Venture Capital), coadiuvano LVenture nella formulazione di investimenti mirati alle Start-up. Si definiscono brevemente le due società:

- Angel Partner Group: è un'associazione che opera nel settore dei Business Angels e LVenture Group ne è co-fondatore. APG ha accesso a grandi imprenditori nello spazio della tecnologia digitale, offrendo un supporto innovativo e rivoluzionario alle Start-up che vogliono conquistare i mercati globali. Il gruppo inoltre organizza eventi esclusivi e sessioni approfondite su Angel Investing e Lean Start-up Management.
- Italian Angles for Growth: IAG è il luogo in cui i Business Angels aziendali incontrano gli imprenditori più preparati ed innovativi. I membri partecipano a round di finanziamenti nelle primissime fasi di vita delle Start-up ed operano soprattutto

nei settori FinTech, Industriale, Energetico, Internet e delle Tecnologie Mediche. Italian Angels for Growth fornisce una guida ai suoi membri, i quali costituiscono un vero e proprio consorzio per ogni singola operazione di investimento.

Di seguito l'organigramma societario al 30 giugno 2019.

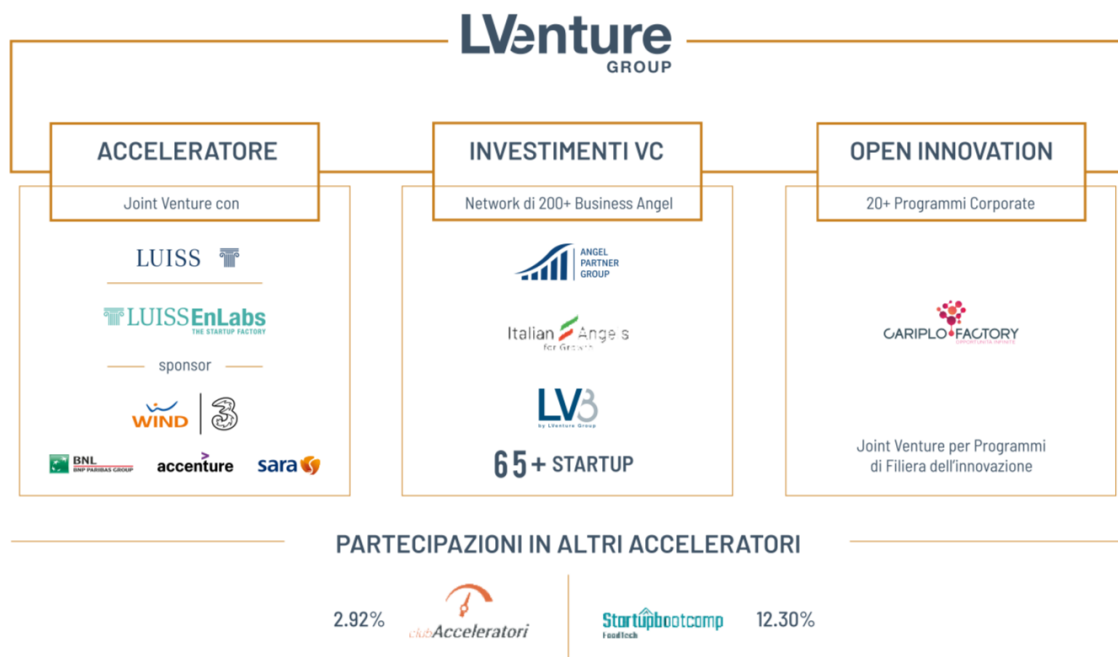


Figura 1.16: Organigramma societario LVenture Group S.p.A. Fonte: LVenture Group, Relazione Semestrale, 2019.

La varietà e l'importanza delle alleanze strategiche di LVenture Group S.p.A. sono ulteriori indici del perché, come Venture Capitalist, la società riesca con successo nell'intento di avviare, finanziare e promuovere le Start-up innovative con maggiore potenziale.

3.5 Riflessioni finali

Ciò che si vuole sottolineare in quest'ultimo capitolo è come LVenture Group S.p.A. sia diventato uno dei principali Venture Capitalist italiani e come abbia creato un portafoglio di Start-up molto diversificato. L'analisi, a seguito di un'iniziale descrizione della società, si è

focalizzata sulle strutture create e sui programmi varati da LVenture per finanziare e sostenere le imprese. In particolare, per comprendere i fattori di successo della società bisogna sempre tenere a mente tre aspetti fondamentali: la struttura societaria (S.p.A.), gli strumenti operativi (in particolare l'acceleratore LUISS EnLabs) e l'ampiezza dell'ecosistema di LVenture Group.

Come abbiamo visto, il fatto che una Società per Azioni operi direttamente come Venture Capitalist e non tramite la promozione di un fondo d'investimento, garantisce due risultati: facilità di reperimento di capitali (tramite l'emissione di azioni) da investire direttamente nel portafoglio di Start-up ed attenuamento delle questioni legate al *moral hazard*. Inoltre, i numerosi strumenti di cui LVenture si serve per finanziare e supportare le imprese hanno fatto sì che essa possa operare contemporaneamente in molti settori innovativi. Il tutto è reso possibile non solo dagli investimenti in senso stretto che la società (come una vera Venture Capitalist) eroga ma in particolare grazie al complesso di elementi innovativi che sono dedicati alla crescita delle imprese. Il mezzo più innovativo creato da LVenture è l'acceleratore LUISS EnLabs con cui, grazie alla partnership con l'università LUISS Guido Carli, LVenture seleziona le Start-up più promettenti, dedicandogli il programma "Call for Startups"; con esso vengono erogati, a tali imprese una prima tranche di finanziamenti e gli vengono forniti strumenti per creare un Business Model efficiente, quali ad esempio lo SCRUM framework. Inoltre, LVenture continua a sostenere le sue Start-up durante la loro vita, sia con il programma LV8, che mette a disposizione delle imprese team dedicati alla loro crescita strategica e dimensionale e sia avvicinando le Start-up alle imprese leader dei settori in cui operano, tramite le aree di Open Innovation. Tutto ciò garantisce alle imprese innovative sia di accumulare esperienze chiave, sia di farsi notare nel mercato per lanciare i propri prodotti e garantirsi maggiori capitali da investire. La grande novità che LVenture ha introdotto è stata poi quella di riuscire ad unire tutti questi aspetti in due grandi sedi a Roma e Milano, gli Hub. Tramite spazi fisici tra uffici, sale riunioni ed open space, LVenture assicura alle Start-up tutto ciò di cui hanno bisogno per crescere tramite riunioni, workshop, corsi di formazione, conferenze mirate e soprattutto la possibilità di fare *co-working*. Quest'ultima è una delle novità principali che il gruppo è riuscita a creare come Venture

Capitalist, dando modo a giovani imprenditori e giovani talenti di incontrarsi, unire le idee ed entrare in contatto con veri professionisti dei settori tecnologici su cui le aziende puntano. Questi programmi infine, sono resi possibili dall'ampiezza della rete di stakeholders che LVenture ha creato nel suo ecosistema. Il fine ultimo degli accordi di partnership stretti dal gruppo è proprio quello di creare sinergie in una struttura così ampia come quella appena descritta, il che garantisce ambienti stimolanti e colmi di risorse per le Start-up che intendono arrivare al successo. Condensando tutti gli elementi appena esposti, si comprende come LVenture Group S.p.A. sia una società estremamente innovativa, innovazione che è alla base del Venture Capital.

CONCLUSIONE

Nell'elaborato appena concluso è stata fornita un'analisi globale dell'attività di Venture Capital, facendo particolare riferimento all'operato dei fondi costituiti *ad hoc* per il finanziamento delle Start-up innovative. Il fine dell'analisi è stato dimostrare i benefici che tali strumenti sono in grado di apportare alla crescita di tali nuove imprese. Queste ultime sono l'oggetto del primo capitolo il quale ha come intento di dare una definizione di Start-up, seppur non ce ne sia una univoca, menzionando le affermazioni di Steve Blank, padre dell'approccio *Lean Start-up*, ed il Decreto-legge 18 ottobre 2012, in modo da poter comprendere l'effettiva struttura di quelle che sono le aziende target dei Venture Capitalist. Sono stati inoltre definiti i settori prediletti da questo tipo di investimenti, dove oggi fioriscono il maggior numero delle imprese innovative; difatti si tratta di settori altamente tecnologici in cui vi sono grandi prospettive di profitto, seppur difficili da inquadrare. Il secondo aspetto che è stato affrontato nel primo capitolo è il ciclo di vita ed il fabbisogno finanziario delle Start-up. Quest'analisi è stata effettuata per esaminare le fasi di nascita delle nuove imprese innovative, in modo da poter comprendere il peso che hanno gli interventi dei Venture Capitalist, specializzati nelle fasi di Seed ed Early Stage ovvero gli stadi in cui l'idea sviluppata dagli imprenditori comincia a prendere forma. Le risorse finanziarie e le professionalità manageriali degli operatori di Venture Capital risultano essenziali in queste fasi per costituire un Business Model efficiente e sviluppare prodotti tecnologici che vengano effettivamente accettati dal mercato. Dopo aver compreso che per Start-up si intende una società appena fondata o nata da un breve periodo di tempo, nel terzo ed ultimo paragrafo del primo capitolo è stato visto come i Venture Capitalist basino la scelta delle imprese da finanziare su uno degli elementi più importanti in assoluto, il Business Plan, il quale è fondamentale per cogliere le effettive potenzialità dell'impresa stessa. È stato visto come, essendo il biglietto da visita per un'azienda ed in particolare per le Start-up che non posseggono ancora dei business solidi, è necessario che il Business Plan venga redatto nel miglior modo possibile e per questo motivo sono stati descritti gli elementi principali che dovrebbe possedere. Inoltre, è stato visto come le Start-up spesso si servano delle conoscenze dei Venture Capitalist per redigere il Business Plan, così da potersi

presentare in maniera adeguata agli investitori ed avere la certezza di inserire in tale documento tutte le componenti necessarie, tra cui un'analisi dei maggiori rischi. Per concludere è stato sottolineato come tutto ciò rientri nelle prestazioni fornite dai Venture Capitalist alle imprese che finanziano, il che, oltre a differenziarli dai classici finanziatori come le banche, aiuta a risolvere problematiche di *Adverse Selection* e *Moral Hazard*.

Dopo aver introdotto l'oggetto principale del Venture Capital, nel secondo capitolo l'elaborato ha posto l'attenzione sugli elementi principali che caratterizzano l'investimento nel capitale di rischio delle aziende. Nel primo paragrafo sono stati esposti gli aspetti definatori del Venture Capital, chiarendo che esso è parte delle operazioni di Private Equity. A tal proposito sono state descritte le fasi in cui i fondi di Venture Capital intervengono nel finanziare e supportare le Start-up, specificando che le principali sono quella di Seed e soprattutto di Early Stage. Nel secondo paragrafo si è poi diretta l'attenzione verso tutta quella serie di apporti professionali che i Venture Capitalist sono in grado di fornire alle aziende, per l'appunto "non solo aspetti finanziari". In particolare, anche a seguito di studi ed indagini di enti quali l'EVCA ed il BVCA, è emerso come dal primo finanziamento alle operazioni di *closing*, i Venture Capitalist apportano competenze tecnico manageriali, di risk management e di marketing, oltre le risorse finanziarie. Ciò ha dato modo di comprendere come gli operatori di Venture Capital si propongono non solo di finanziare le Start-up ma di sostenerle e garantirne una crescita continua, grazie alla condivisione di conoscenze professionali ed esperienze concrete nei diversi settori. Di seguito, nel terzo paragrafo, è stato affrontato uno dei temi più rilevanti di tutto l'elaborato, la strutturazione ed il funzionamento dei fondi di Venture Capital ovvero la struttura più diffusa al mondo per questo tipo di investimenti. Il primo aspetto affrontato è stato il confronto tra i fondi di Venture Capital e le altre strutture giuridico-organizzative che offrono servizi di Venture Capital e Private Equity. Ciò ha reso possibile la comprensione delle caratteristiche peculiari dei fondi, oggetto di tale analisi. Nello specifico sono stati delineati gli aspetti principali in termini di durata dei fondi (quindi degli investimenti), facendo riferimento sia all'*investment period* che al *disinvestment period* di un fondo, evidenziandone un approccio di medio-lungo termine. Inoltre, è stato osservato che i fondi di Venture Capital sono promossi da specifici intermediari finanziari, generalmente le Società di Gestione del Risparmio,

descrivendone brevemente la struttura giuridica secondo il Testo Unico della Finanza e le normative della Banca d'Italia e della CONSOB cui devono sottostare. Il punto focale di tale paragrafo è rinvenibile nella descrizione di ciò che è la strutturazione più comunemente adottata da tali fondi, la Limited Partnership, in cui si è visto sorga un accordo tra meri investitori, i Limited Partners, ed i gestori del fondo veri e propri, i General Partners, tramite il *Limited Partnership Agreement*. Ai gestori spetta il compito non solo di erogare gli investimenti in termini finanziari ma anche di valutare le Start-up tramite la Due Diligence, valutandone oltretutto i rischi. Questo è stato un elemento importante da considerare poiché pone l'accento sulle qualità dei fondi di Venture Capital e le professionalità dei General Partners, distinguendoli dagli altri operatori finanziari proprio per il fatto che non si limitano a finanziare le imprese, piuttosto, a seguito di operazioni di *fundraising*, si propongono di delineare un quadro generale della società che intendono portare al successo. Gli ultimi due aspetti affrontati dal paragrafo sono stati, in primis, le normative specifiche cui i fondi di Venture Capital devono aderire in particolare, la direttiva AIFM, il regolamento EuVECA, il TUF ed il Decreto del MEF atto a recepire l'articolo 39 del Testo Unico della Finanza. Per ultimo è stato fatto un confronto tra i fondi di Venture Capital e gli altri protagonisti di questo tipo di investimenti, i Business Angels e gli Incubatori. Sono stati delineati i punti di contatto tra essi ed in particolare le differenze principali, le quali fanno riferimento in particolare agli aspetti professionali dato che i gestori dei fondi di Venture Capital sono dei veri e propri esperti del settore. Inoltre, sono state evidenziate le differenze relative alle fasi di intervento ed al livello di investimenti erogati. Nell'ultimo paragrafo, si è voluto concludere il capitolo con un'analisi sullo sviluppo che il mercato italiano del Venture Capital ha registrato negli ultimi anni, chiarendo che anche questo genere di investimenti, come tutto il mondo finanziario, dipenda dai cicli economici. Specificatamente è emerso come, a seguito della notevole evoluzione registratasi tra gli anni Novanta ed i primi anni 2000, dovuta alla nascita e l'espansione delle società altamente tecnologiche, lo scoppio della bolla Dot-com ha generato una forte frizione nel mercato del Venture Capital. Nonostante una breve ripresa si è visto come un ulteriore stadio di crisi, addirittura maggiore degli anni precedenti, è avvenuta a causa della grave crisi dei mutui *subprime* del 2008. Ciò ha portato ad una serie di problematiche legate all'aumento dei tassi d'interesse e quindi al

razionamento del credito anche da parte dei Venture Capitalist (oltre che le Banche), a cui questi ultimi hanno reagito diminuendo i grandi investimenti, definiti *Mega Deals*, focalizzandosi sui finanziamenti alle Start-up di taglio medio. Si è sottolineato come questo cambiamento abbia fatto registrare un notevole incremento del mercato negli anni 2012-2013 e come, in Italia, le principali reazioni alla grave crisi economica si sono condensate in determinate iniziative volte alla crescita. In primis, si è parlato dell'istituzione dei fondi dedicati alla crescita delle imprese innovative del mezzogiorno, in particolare il Fondo High-tech Sud del 2008 ed il più recente Fondo Nazionale Innovazione istituito nel 2019, con la speranza di ridurre lo squilibrio tra il nord e il sud nel settore del Venture Capital. Inoltre, i Venture Capitalist italiani incominciarono ad utilizzare un approccio indipendente, ovvero a non dipendere più da una capogruppo, ma a raccogliere capitali direttamente dal mercato, in particolare tramite la promozione dei fondi da parte delle S.G.R., come è stato visto nel paragrafo precedente. L'analisi si è conclusa evidenziando come queste innovazioni abbiano portato ad un grande sviluppo del mercato italiano, con livelli di raccolta, investimento e disinvestimento che negli ultimi anni hanno superato quota 2 miliardi di euro. Questo dato è stato introdotto per comprendere come le professionalità dei Venture Capitalist hanno fatto sì che, in una situazione di forte crisi in cui le prime a farne le spese sarebbero state proprio le Start-up emergenti, il mercato si sia potuto riprendere ed evolversi.

Nel terzo ed ultimo capitolo è stato analizzato il caso di LVenture Group S.p.A., un Venture Capitalist tra i più attivi in Italia. Nel primo paragrafo è stata realizzata un'introduzione al fine di comprendere le motivazioni per cui è stata scelta LVenture Group come esempio di Venture Capitalist, nonostante non sia un tipico fondo creatosi da Limited Partnership Agreement. Sono stati quindi introdotti i punti di forza della società, facendo riferimento ad aspetti quali la struttura societaria (una S.p.A.), i progetti e gli strumenti che LVenture adotta per finanziare e supportare le Start-up in modo innovativo. Si è fatto riferimento alle iniziative della società, riscontrabili sia descrizione delle aree operative che nelle analisi svolte dalla società sul mercato italiano di Venture Capital, per metterne in risalto le opportunità che offre e che LVenture Group stessa tenta di sfruttare per le Start-up che sostiene. Il secondo paragrafo tratta del profilo aziendale di LVenture, definendone la

struttura di holding finanziaria, aspetto anomalo per una Venture Capitalist. Sono state inoltre definite la Mission e la Vision, utili per comprendere la filosofia aziendale indirizzata sia alla costante ricerca di nuove Start-up con alte potenzialità su cui investire, sia alla capacità di apportare contributi per la crescita del mercato tecnologico italiano. Nel secondo paragrafo è stato descritto il nucleo societario, analizzando quelle che sono le aree operative di LVenture, ovvero gli aspetti che la differenziano dai fondi di Venture Capital e che hanno garantito risultati eccellenti per la società ed in particolare per le Start-up che ne fanno parte. In primis, viene descritto il programma di accelerazione aziendale proposto da LVenture Group in collaborazione con l'università LUISS Guido Carli ovvero LUISS EnLabs, enfatizzandone gli elementi innovativi come le “Call for Startups” e gli apporti in termini finanziari ed operativi che garantisce alle imprese innovative. Di seguito sono state delineate le fasi in cui LVenture predilige investire nelle Start-up che ha in portafoglio, in particolare le fasi di Micro-Seed e Seed. Anche in questo caso si è visto come LVenture esca dagli schemi dei classici fondi di Venture Capital che operano principalmente in Early Stage. Ciò è servito per enfatizzare la volontà del gruppo di supportare una crescita di lungo termine per le imprese che finanzia, già a partire dagli stadi più embrionali delle aziende stesse. La terza area operativa descritta è stata quella delle Open Innovation, altra novità introdotta da LVenture nel mondo del Venture Capital. Qui viene descritto come LVenture, in Partnership con Cariplo Factory, prevede una serie di programmi finalizzati al *talent scouting* delle Start-up più promettenti, mettendole in contatto con le imprese leader dei vari settori innovativi tramite una serie di incontri chiamati “Pills for Growth”. Nell’ultima area si è discusso di uno aspetti più importanti introdotti da LVenture Group ovvero la creazione degli Hub, gli spazi fisici, localizzati a Roma e Milano, in cui LVenture garantisce la possibilità alle Start-up di fare co-working con dei team specializzati nei settori in cui operano. Ciò rende possibile una crescita omogenea di tutto il portafoglio di LVenture che conta oltre 60 Start-up. Nel quarto paragrafo vi è stata una breve digressione sull’ecosistema che la società è riuscita a generare, formato da grandi Partner strategici, Sponsor e due Business Angel, Angel Partner Group ed Italian Angel for Growth, che supportano appieno LVenture negli investimenti di Micro-Seed e di Seed. L’ampiezza dell’ecosistema di LVenture Group è uno degli aspetti che lasciano intendere come la società, oltre ad essere

diventata una delle più importanti Venture Capitalist italiane, riesca a promuovere al meglio le Start-up di cui possiede le partecipazioni. In tal modo il gruppo non si limita a finanziarle ma le accompagna nella loro crescita, inserendole in progetti specifici creati con l'ausilio di grandi aziende di rilevanza nazionale ed internazionale. Nell'ultimo paragrafo, relativo alle riflessioni finali sul caso, sono stati condensati gli elementi più importanti di quest'ultimo capitolo per elogiare l'operato di LVenture Group S.p.A. ed il suo contributo al mercato italiano delle Start-up innovative.

Concludendo, l'elaborato è stato animato dalla volontà di rimarcare il filo rosso che collega l'evoluzione delle Start-up innovative con i Venture Capitalist. In un mondo che muta di continuo le sue connotazioni, spinto da un incessante sviluppo tecnologico, è necessario che gli imprenditori più visionari e talentuosi siano supportati nella fondazione delle loro imprese. Per questo motivo gli operatori di Venture Capital non possono che essere tra i protagonisti di tale progresso.

BIBLIOGRAFIA

1&1 IONOS, “Due Diligence: significato, definizione e storia della valutazione preventiva dei rischi”, 2019

A. Gervasoni e F.L. Sattin, “Private Equity e Venture Capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio”, Quinta Edizione, GueriniNext, 2015

A. Gervasoni, “I fondi di investimento”, Il Sole 24 Ore, Milano, 2000

A. Metrick e A. Yasuda, Venture Capital & the Finance of Innovation, Seconda Edizione 2011

A. Rociola, “I 15 fondi di Venture Capital più attivi in Italia”, Agenzia Giornalistica Italiana, 2017

AA. VV., “The role of private pools of capitals in corporate governance: about the role of Private Equity firms and activist hedge funds”, OECD Organization for Economic Cooperation and Development, 2007

AIFI e PricewaterhouseCoopers, “Guida al Business Plan”, 2013

AIFI e PricewaterhouseCoopers, “Il Mercato Italiano del Private Equity e Venture Capital nel primo semestre 2019”, 2019

AIFI, “Cos’è il Corporate Venture Capital e a cosa serve”, 2018

AIFI, “Guida al Venture Capital. Come finanziare lo start-up dell’impresa”

Borsa Italiana, “Buy Back”, Glossario Finanziario

Borsa Italiana, “Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation, EBITDA”, Glossario Finanziario

Borsa Italiana, “Guida alla Valutazione”, 2014

Borsa Italiana, “Joint Venture”, FTA Online News, Milano, 2011

Borsa Italiana, “Management Buy Out”, Glossario Finanziario

Borsa Italiana, “Offerta Pubblica di Scambio”, Glossario Finanziario

Borsa Italiana, “Offerta Pubblica Iniziale”, Glossario Finanziario

Borsa Italiana, “Società di Gestione del Risparmio”, Glossario Finanziario

BusinessPeople, “Lean Start-up: Che cos’è e come funziona”, 2017

BVCA, “The Economic Impact of Venture Capital in the UK”, 2004

CBInsights, “I Venture Capitalist più attivi in ogni stato Europeo”, 2018

Corporate Finance Institute, “What is a Shareholder”

Corriere Comunicazioni, “Fondi HT, la terza via per innovare”, 2012

E. Ries, “The Lean Startup”, Crown Publishing Group, 2011

EVCA, “The Economic Impact of Venture Capital in Europe”, 2002

F. De Martino, “Il ciclo di vita di una Start-up e le fasi del finanziamento”, Start-up Geeks, 2018

F.S. Mishkin, S.G. Eakins ed E. Beccalli, Istituzioni e Mercati Finanziari, Pearson, Nona Edizione, 2019

Forbes, “Start-up in Capitale, storia della romana LVenture e del suo CEO Luigi Cappello”, 2020

FOSS - Family Office Advisory, “Investimenti di Family Office”

Gruppo Hera, “Sistema di Governance”, 2019

IBM, “Cloud Computing: A complete guide”

Ideastartup, “Che cosa vuol dire Pivot e quanto può essere importante”, 2014

Italian Trade Agency, guida sintetica ai Venture Capitalist, 2013

J.C. Brau, R.A. Brown e J.S. Osteryoung, “Do Venture Capitalist add value to small manufacturing firms? An empirical analysis of Venture and Nonventure capital-backed initial public offerings”, Journal of Small Business Management, vol. 42, 2004

JA Italia, “Programma Impresa in Azione”

KPMG S.p.A., “Start-up: istruzioni per l’uso”, 2018

KPMG, “Business Plan”, 2015

L. Poletti, “I 7 principali fondi di Venture Capital in Italia”, Start-up Vincente, 2018

LVenture Group, “A Scaling Tech Hub”, 2019

LVenture Group, Company Profile

LVenture Group, Company Profile, “Focus on Italy”, 2020

LVenture Group, Company Profile, “I Nostri Numeri”

LVenture Group, Company Profile, “Our Startups Sectors”, 2020

LVenture Group, Company Profile, “What We Do”, 2020

LVenture Group, Contatti

LVenture Group, Magazine

L Venture Group, Magazine, “Pills for Growth”, Roma, 2019

L Venture Group, Relazione Semestrale, 2019

L Venutre Group, Company Profile, “Growth”, 2020

M. Gorman e W.A. Sahlman, “What Venture Capitalist do?”, Journal of Business Venturing, 1989

M. Rija, “Il ruolo del Venture Capital e del Private Equity nel Capitale di Rischio delle Imprese”, FrancoAngeli, 2012

Ministero dello Sviluppo Economico, “Fondo Nazionale Innovazione”, 2019

P. Novello e F. Novello, “Guida alla redazione del Business Plan”, VentureUp, 2015

PMI.it, “La segmentazione del mercato”, 2010

PricewaterhouseCoopers, Target Market Definition, 2016

R. Del Giudice ed A. Gervasoni, La recente evoluzione del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital, 2005.

R. Pinardi, “Il ciclo di vita della Start-up”, VZ19 Start-up Factory, 2016

S. Blank, The Start-up Owner’s Manual”, John Wiley & Sons, 2011

Scrumguides, “What is Scrum”, 2020

Sito Istituzionale EUR-Lex, “Access to European Union law”

Sito web Assintel, Associazione Nazionale Imprese ICT

Startup Business, “What’s a Start-up, Prova a chiederlo a Steve Blank”, 2016