



Libera Università degli Studi Sociali Guido Carli

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

**L'INNOVAZIONE IN ITALIA TRAMITE IL VENTURE CAPITAL:
L'VENTURE GROUP PER TETA**

Chiar.mo Prof. Pierluigi Murro

Marco Giribono - 246181

Relatore

Candidato

Anno Accademico 2021/2022

L'INNOVAZIONE IN ITALIA TRAMITE IL VENTURE CAPITAL: L'VENTURE GROUP PER TETA

INDICE

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1 - IL VENTURE CAPITAL	4
1.1 Introduzione teorica	4
1.2 Storia del settore	6
1.3 Ciclo di vita di un fondo	12
1.4 Operazioni di venture capital	20
1.5 Operatori di settore	23
CAPITOLO 2 – IL FONDO L'VENTURE GROUP	26
2.1 Introduzione teorica	26
2.2 Storia del fondo	27
2.3 Settore di riferimento	29
2.4 I numeri di L' Venture Group	31
CAPITOLO 3 – IL MONDO DELLE START-UP E TETA	40
3.1 Caratteri generali e regolamentazione italiana delle start-up	40
3.2 Distribuzione italiana delle start-up innovative	44
3.3 Portafoglio start-up L' Venture Group	47
3.4 L'innovazione nel settore della programmazione: Teta	48
CONCLUSIONI	52
BIBLIOGRAFIA	53
SITOGRAFIA	54

INTRODUZIONE

Il seguente lavoro di tesi cura l'analisi del settore del venture capital mondiale con riferimenti specifici per il settore negli Stati Uniti e in Italia, e l'analisi delle operazioni della società LVenture Group nei confronti della neonata Teta, start-up creata con l'intento di semplificare la creazione di applicazioni rendendola accessibile a chiunque ne abbia interesse anche senza conoscenze basi riguardo la programmazione.

Il primo capitolo dell'elaborato è propedeutico a comprendere il mercato del venture capital all'interno del quale opera il fondo LVenture Group. Si tratteranno dunque la nascita e l'evoluzione di tale settore studiando in particolare quali sono stati i momenti principali che hanno caratterizzato il settore del venture capital. Successivamente, vi è un'analisi dello stesso con particolare attenzione al ruolo dei fondi per arrivare poi, nell'ultima parte del capitolo, all'analisi degli operatori di settore e dei processi di organizzazione e funzionamento dei fondi di venture capital.

Seguendo, il secondo capitolo del progetto di tesi analizza nello specifico la società LVenture Group. Si pone inizialmente l'attenzione sulle origini del fondo e sul posizionamento all'interno del settore per introdurre l'analisi della società stessa. Infatti, il paragrafo 2.4, denominato "I numeri di LVenture Group", è organizzato sul commento dei risultati di bilancio reperiti dal documento ufficiale di bilancio 2021 e sull'analisi del fondo tramite il calcolo di indici economico-finanziari fondamentali studiati appunto per la cattedra di finanza aziendale.

Il terzo ed ultimo capitolo è dedicato alla spiegazione del funzionamento del mondo delle start-up innovative in Italia con focus finale sulla presentazione della start-up accelerata da LVenture Group. Il capitolo analizza il settore italiano delle start-up nei punti fondamentali, tra cui la regolamentazione delle stesse, per illustrare quali sono i fondamenti dell'argomento ma anche come l'Italia stia cercando di potenziare e accrescere le start-up innovative nel paese. Quindi, si commentano e si spiegano i dati relativi al mondo delle start-up innovative e si presenta, infine, la start-up oggetto della tesi, Teta. La presentazione è stata elaborata in seguito ad un'intervista con uno dei fondatori di Teta, l'attuale Chief Product Officer, CPO, la cui disponibilità è risultata estremamente utile ai fini di introduzione di Teta.

IL VENTURE CAPITAL

1.1 Introduzione teorica

Secondo l'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI) il venture capital rappresenta l'insieme degli intermediari finanziari specializzati nell'investimento di fondi a medio-lungo termine, sotto forma di capitale di rischio o di titoli convertibili in azioni, negli interessi di aziende non quotate caratterizzate da un elevato potenziale di crescita e sviluppo futuro.

Per capitale di rischio si intende la porzione di capitale di un'impresa apportata a titolo di capitale proprio dall'imprenditore o dai soci in caso di società. Il capitale di rischio è rappresentativo della partecipazione al progetto imprenditoriale ed è pienamente soggetto al rischio d'impresa. Per tale motivo al capitale di rischio non è associata una remunerazione minima. "La remunerazione del capitale di rischio dipende dal risultato di gestione raggiunto, mentre le obbligazioni danno diritto al rimborso del capitale e alla corresponsione di un interesse indipendentemente dal risultato di gestione dell'impresa. Inoltre, in caso di perdite rilevanti dell'impresa con conseguente avvio della procedura di liquidazione prima si procede al rimborso dei creditori e poi, con i mezzi residui, si rimborsano i titolari del capitale di rischio. Per tale motivo si afferma che i portatori di capitale di rischio hanno diritti residuali, in quanto la loro soddisfazione rispetto al valore dell'azienda avviene solo in via successiva alla soddisfazione degli altri portatori di capitale"¹.

Tuttavia, la nozione di venture capital, a seconda del luogo in cui lo si discute, non ha sempre un significato univoco, in quanto non sempre viene distinta da quella di private equity. Ciò è dovuto al fatto per cui sia il venture capital, sia il private equity rappresentano attività di investimento da parte di investitori istituzionali, operatori pubblici e grandi imprese pubbliche e private, nel capitale di rischio di altre aziende². Secondo il pensiero statunitense, ciò che distingue veramente le suddette nozioni riguarda le fasi di vita delle società finanziate in cui queste ultime ricevono effettivamente il finanziamento. Infatti, mentre il private equity comprende tutti gli investimenti che si collocano, oltre alle fasi di start-up e sviluppo iniziale, soprattutto nelle fasi di crescita e consolidamento, il venture capital riguarda gli investimenti che vengono effettuati solo nelle fasi iniziali di nascita di un'impresa. Effettivamente, negli Stati Uniti, esistono due diverse associazioni a favore di tale distinzione: la National Venture Capital Association (NVCA) che comprende tutti gli investitori che trattano l'effettivo concretizzarsi di nuove idee in imprese, e la American Investment Council (AIC) che comprende tutti i soggetti che investono in imprese ormai mature.

¹ Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capitale-di-rischio.html>

² B. Szego, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, Quaderni di Ricerca Giuridica, Giugno 2002, n.55, p. 15

In Europa, al contrario degli Stati Uniti, il venture capital è considerato come parte integrante della nozione più ampia di private equity. L'associazione europea rappresentante i fondi di private equity e venture capital, ossia la European Venture Capital Association (EVCA), definisce il venture capital come l'insieme di soggetti che investe nel settore del private equity ma che pone la propria attenzione sulle fasi di start-up mentre, il private equity viene definito come l'insieme dei soggetti che investe in imprese di qualsiasi dimensione per renderle sempre più grandi e redditizie.

Nel settore del venture capital si distinguono diverse tipologie di finanziamento che mettono in evidenza le differenti caratteristiche, i diversi rischi e strumenti che l'attività assume. Tra questi vi sono due fondamentali tipologie che interessano il settore del venture capital e che ne caratterizzano proprio l'attività tipica e sono il finanziamento in avvio dell'impresa, detto *early stage financing*, il quale precede i momenti di *seed*, *start-up* e *later stage financing*. I principali soggetti che investono nelle iniziative appena citate e che quindi sono considerati operatori attivi nel settore del venture capital vengono generalmente chiamati *venture capitalists*³.

³ Saranno approfonditi nel sottoparagrafo 1.5

1.2 Storia del settore

Il settore del venture capital nacque negli Stati Uniti d'America subito dopo la fine della Seconda Guerra Mondiale e riuscì a crescere notevolmente prima ancora che vennero create le prime società di venture capital nel resto del mondo.

La prima e vera società di venture capital venne fondata negli Stati Uniti, precisamente a Boston, sotto il nome di American Research Development (ARD) nel 1946 grazie a Karl Compton, presidente del MIT, George F. Doriot, professore presso la Harvard University anche considerato come il padre del capitalismo d'impresa, e da altri responsabili di aziende locali. Il loro affare principale fu quello di investire un'elevata somma in aziende mai veramente sviluppate nate all'inizio della Seconda Guerra Mondiale per sviluppare tecnologie utili alla vittoria della stessa e, in particolare, il grande successo della società fu dovuto all'investimento, nel 1957, nella Digital Equipment Company di 70.000 dollari, il cui valore, nei tre successivi decenni, raggiunse il valore di 355.000.000 di dollari. L'ARD venne strutturata come *closed-end fund*, ossia come fondo comune di investimento chiuso. La peculiarità di questo genere di struttura societaria è la possibilità di emettere un numero fisso di azioni tramite una sola offerta pubblica iniziale, in inglese *Initial Public Offering*, IPO, per raccogliere capitale per gli investimenti iniziali. Ne seguì la compravendita delle azioni in borsa ma venne determinata l'inattuabilità di emissione di nuove azioni e l'impossibilità di affluenza di altro denaro nel fondo. La decisione di strutturare la società in tale maniera fu dovuta alla forte resistenza contraria alla guerra che veniva manifestata, anche dopo la fine del conflitto, dalla maggior parte degli investitori istituzionali. Le poche altre organizzazioni che vennero fondate come società di venture capital, si costituirono esattamente come fondi chiusi.

Precisamente nel 1958, venne costituita la prima venture capital *limited partnership*⁴ che, a differenza dei *closed-end fund*, era esclusa da qualsiasi tipologia di regolamentazione, tra cui anche l'Investment Company Act of 1940, il quale regolava l'organizzazione delle società, il cui obiettivo primario era la negoziazione di titoli e la minimizzazione dei conflitti di interesse che potevano nascere nel momento in cui si concretizzavano le operazioni di compravendita dei titoli. Nonostante ciò le *limited partnership* divennero sempre più comuni a cavallo degli anni Sessanta e Settanta, continuarono a rappresentare una minoranza nel settore in quanto le organizzazioni preferivano ricevere finanziamenti soprattutto da fondi chiusi e dalle cosiddette *Small Business Investments Companies* (SBICs), cioè, letteralmente, società di investimento per piccole imprese, sfruttate a livello federale, che si moltiplicarono intorno agli anni Sessanta.

⁴ Le società organizzate come *limited partnership* sono le equivalenti delle società organizzate come in *accomandita semplice*.

Grazie all'aumento di fiducia nelle società di venture capital ma soprattutto grazie ad un intervento nel 1979 da parte dello US Department of Labor che esplicitò determinate norme dell'ERISA, *Employee Retirement Income Security Act*, atto contenente le principali regole di gestione dei fondi pensione. Alla fine degli anni Settanta e soprattutto durante gli anni Ottanta le attività del settore crebbero notevolmente dato che grazie a tale intervento non fu più vietato l'investimento nel mercato del capitale di rischio per gli operatori che impiegavano i propri soldi nei fondi pensione. Fu, però, alla fine degli anni Novanta che il settore ebbe una crescita decisamente importante per via dello sviluppo del world wide web per cui il 60% degli investimenti fu indirizzato verso industrie tecnologiche, specialmente industrie di comunicazione, di creazione software e di servizi per le informazioni. Tra gli esempi di più grande successo si trovano gli investimenti in Apple Computer, Cisco System e Microsoft. Al contrario di quello che si può pensare, solo il 10% venne investito in società mediche e di ricerca scientifica mentre il restante 30% venne indirizzato verso tutti gli altri settori esistenti. Lo sviluppo di Internet non fu l'unico e principale motivo di sviluppo del settore, infatti, a sostegno di tale incremento, vi fu innanzitutto l'ottimo andamento dei titoli nei mercati che, fino al 1997, comportò un periodo ottimo per quotarsi in borsa e realizzare grandi performance. Inoltre, non fu da sottovalutare l'uscita dal mercato di numerosi operatori che rendevano il sistema "bloccato" dell'offerta rispetto alla domanda. Dunque, vi fu un conseguente ribilanciamento del sistema e un elevato potenziale del settore del venture capital.

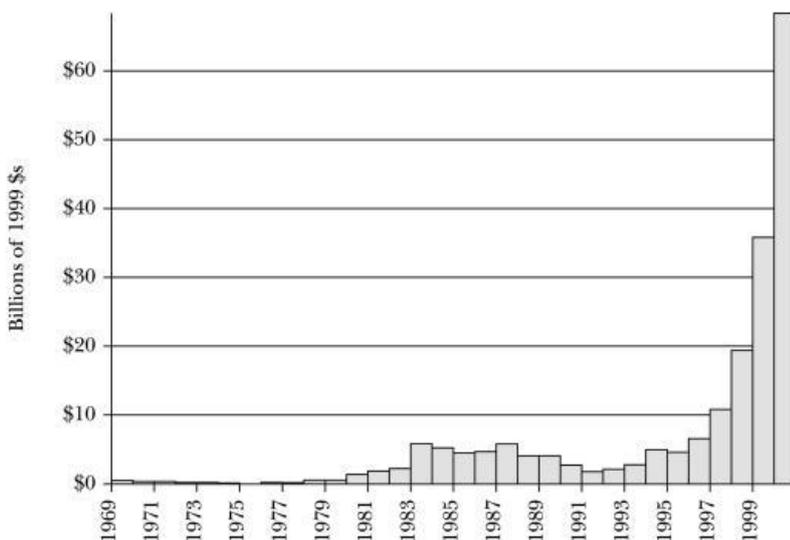


Figura 1. P. Gompers, J. Lerner, Impiego Settore Venture Capital USA fino al 2000, *The Venture Capital Revolution. Journal of Economics Perspectives*, Primavera 2001, n. 2, p. 148

Come dimostrato più volte dalla storia, almeno in ambito finanziario, ai grandi periodi di prosperità e sviluppo possono seguire periodi di gravi recessioni ed infatti, nel marzo del 2000 scoppiò la bolla nata a seguito dei comportamenti speculativi che fecero crescere i titoli di varie società di internet a livelli inaspettati.

Il settore del venture capital subì quindi una grande quantità di perdite per cui i fondi si dovettero ridimensionare e numerose società dovettero uscire dalla partecipazione in altre aziende. Le ingenti perdite di settore si protrassero per circa due anni, alla fine dei quali, solo agli inizi del 2003, il settore del venture capital tornò a crescere mantenendo come target principale il mercato delle imprese tecnologiche. Ad eccezione del nuovo periodo di crisi che iniziò nel luglio 2007 a seguito dello scoppio della bolla immobiliare, il settore del venture capital statunitense continuò a svilupparsi e continua, tutt'oggi, a svilupparsi nonostante la maturità raggiunta risultando di dimensioni irraggiungibili per altri operatori globali.

Come detto, il settore del venture capital tardò a nascere e svilupparsi in Europa in quanto il suo sviluppo è strettamente collegato alla crescita del settore avvenuta nel Regno Unito intorno agli anni Settanta. Fino al 1980, il mercato del capitale di rischio europeo era considerato circa un quarto di secolo indietro rispetto al settore americano, infatti, la nascita del mercato del venture capital europeo è datata ai primi anni Ottanta grazie alla realizzazione di specifici documenti. Su tutti, lo studio del 1980 chiamato *Barriers to Industrial Innovation* sottolineò le difficoltà di accesso per le piccole e medie imprese al capitale di rischio⁵. L'attuazione di questo studio fu fondamentale per l'inizio di un programma finalizzato alla cooperazione delle principali società di investimento europee limitato ad un singolo operatore per Stato. Tra questi vi erano l'Eurabelge-IMI Group per l'Italia, Sofinnova per la Francia, DC per il Regno Unito e, infine, Prominvest per il Belgio. A questi, si unirono nel 1981 l'Irlanda, i Paesi Bassi e l'allora Repubblica Federale Tedesca. Dato che la Comunità Europea non riuscì ad assicurare una grande quantità di fondi alle suddette società, si decise di creare un'unica associazione europea che risultasse il principale riferimento per tutte le società di venture capital europee. Nacque così, nell'agosto del 1983, la European Venture Capital Association, conosciuta sotto l'acronimo di EVCA per la promozione e lo sviluppo, tramite il potenziamento delle conoscenze sia quantitative sia qualitative degli operatori, del settore del venture capital europeo. Solo durante i primi dodici mesi di vita, la EVCA comprendeva quaranta membri di cui undici originari del Regno Unito, il quale, grazie a determinati interventi politici e finanziari, poté crescere in larga scala nel settore. Nel 1983 venne introdotto il Business Expansion Scheme, BES, che incentivò investimenti fino a 40.000 sterline in società non ancora quotate. Precedentemente al BES, l'introduzione dell'Unlisted Securities Market, USM, nel 1980 risultò un ottimo canale di uscita dalle società. Insieme al Regno Unito, iniziarono a sviluppare in maniera notevole il proprio settore di venture capital anche Belgio e Paesi Bassi oltre a nazioni ben più potenti come Francia e Germania. Fino ai primi anni Novanta, dopo una prima crescita vertiginosa, il settore subì un elevato livello di instabilità

⁵ A. Gervasoni, F. L. Sattin, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini Next,

dovuta soprattutto dall'uscita di numerosi operatori da investimenti in piccole imprese e in fase di avvio per concentrarsi su attività già avviate alla ricerca di capitale utile allo sviluppo.

Come negli Stati Uniti, anche in Europa il settore che riuscì ad attirare maggiori investitori fu quello tecnologico che, allo stesso modo degli stati americani, videro sfumare una buona parte delle operazioni per lo scoppio della bolla del 2000. Dal 2004 il mercato europeo del venture capital riuscì a risollevarsi e, anche se in maniera più contenuta, tornò a crescere fino allo scoppio della crisi del 2008, la quale rallentò lo sviluppo del settore ma portò, allo stesso tempo, un rafforzamento della normativa. Venne infatti introdotta la direttiva Alternative Investment Fund (AIFMD) che regolamentava in maniera più rigida i cosiddetti "investimenti alternativi" tramite l'introduzione di un passaporto europeo. Oltre all'appena citata normativa, venne esposto il regolamento EuVECA avente l'obiettivo di semplificare la disciplina per chi gestisce fondi dedicati a piccole e medie imprese. Negli ultimi anni, soprattutto tra il 2016 e il 2019, il settore del venture capital è riuscito a raggiungere livelli di crescita simili a quelli precedenti la crisi del 2008 riuscendo a raccogliere oltre 100 miliardi di euro solo di raccolta fondi. Per quanto riguarda gli investimenti invece, vi è stata una crescita lineare a partire dal 2013 fino al 2019 che ha consentito un totale di circa 95 miliardi di euro investiti in circa 8.000 società. Nel 2015, l'EVCA ha cambiato il proprio nome in Invest Europe comprendendo anche tutti gli operatori attivi nel mercato delle infrastrutture oltre gli operatori attivi nel private equity e nel venture capital.

La nascita del settore del venture capital in Italia è convenzionalmente datata 12 maggio 1986, giorno in cui, nove finanziarie private e di emanazione bancaria decisero di fondare l'Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento, AIFI, il cui scopo fu quello di riconoscere in maniera formale tutte le attività di investimento nel capitale di rischio.

La discussione dell'evoluzione del settore del venture capital italiano seguirà la breve descrizione di alcune delle norme indicate nell'immagine sottostante.

ANNO	DISPOSIZIONE NORMATIVA
1987	Delibera CICR del 6.2.87 – istitutiva delle SIF
1993	Testo Unico in materia bancaria e creditizia (D.lgs. 385/93)
1993	Legge 14 agosto 1993, n. 344 – istitutiva dei fondi mobiliari chiusi
1998	Testo Unico della Finanza (D.lgs. 58/98)
2011	Direttiva UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD 2011/61/UE)
2012	Decreto legge n. 179/2012 – Misure per la nascita e lo sviluppo di <i>start up</i> innovative
2012	Decreto legge n. 83/2012 – Introduzione minibond
2013	Regolamento EuVECA (Regolamento 345/2013/UE)
2015	Decreto Ministero del Tesoro n. 30/2015 sui criteri generali per gli OICR
2015	Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015
2017	Regolamento UE 760/2015 sui fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF)
2018	Regolamento Intermediari Consob

Figura 2. A. Gervasoni, F. L. Sattin, Principali tappe normative italiane, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, p. 30

In Italia, fino al 1986, le società di credito e gli istituti centrali di categoria non avevano la possibilità di investire i propri fondi in capitale di rischio di aziende non quotate. Dal febbraio 1987 le cose cambiarono quando il Comitato Interministeriale per il Credito e per il Risparmio (CICR) insieme alla Banca d'Italia, deliberarono, tramite circolare, la possibilità per le società di credito e gli istituti di categoria di investire nel capitale di rischio di imprese non quotate tramite società di intermediazione finanziaria di loro emanazione, le SIF. Nacquero così le prime sedici SIF tra le quali, però, solo una parte minore aveva carattere operativo. A livello di regolamentazione non vi furono cambiamenti fino al 1993, anno in cui venne emanato il Testo Unico (TU) in materia bancaria e creditizia. Quest'ultimo fu emanato con lo scopo di rivoluzionare la normativa del sistema bancario tramite la presentazione del modello organizzativo della banca universale. Nello stesso anno, vennero istituiti i fondi di investimento mobiliare chiusi di diritto italiano che riuscirono ad ampliare il sistema finanziario nazionale dal punto di vista degli operatori di capitale di rischio. La normativa alla quale è riconosciuto maggiore successo in materia è il Testo Unico della Finanza, TUF, emanato nel 1998 che servì per riformare interamente la disciplina inerente l'intermediazione finanziaria. Nel 2003 l'AIFI cambiò il proprio nome e divenne conosciuto come Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital per specificare in modo più netto l'oggetto delle attività svolte. La regolamentazione italiana ha subito forti influenze dallo scenario europeo generale soprattutto dopo la crisi del 2008 per cui vennero introdotti la Direttiva AIFM e, come citato in precedenza, il regolamento EuVECA. Seguirono altre iniziative utili a disciplinare in maniera più precisa soprattutto gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e gli European Long Term Investments Funds (ELTIF).

Analizzando il processo evolutivo del settore in Italia emerge che quest'ultima ha seguito uno sviluppo tipico ed in linea con quanto fatto dagli altri paesi europei. Durante gli anni, oltre alle variazioni normative descritte, vi furono cambiamenti anche in relazione agli operatori attivi del settore. Infatti, i primi operatori erano privati che investivano capitale proprio, insieme ad un gruppo di soci, indirizzato alle piccole e medie imprese. Verso la fine degli anni Ottanta, gli operatori maggiormente attivi nel sistema furono le banche, prima tramite società intermediarie poi tramite divisioni proprie interne. Attualmente il mercato del venture capital subisce ancora variazioni in quanto le principali fonti di investimento sono i fondi chiusi gestiti da Società di Gestione del Risparmio, SGR, Società di Investimento a Capitale Fisso, SICAF e da altri operatori internazionali mentre le banche controllano in minima parte gli investimenti di venture capital. La vera difficoltà che l'Italia ha avuto e ha tutt'ora, anche se in misura inferiore rispetto al passato, è stata l'elevata presenza sul territorio di piccole e medie imprese locali spesso a conduzione familiare con un elevato grado di scetticismo verso le operazioni di venture capital. Infatti, anche se l'Italia ha perseguito grandi risultati, rispetto alle altre realtà europee ha mantenuto dimensioni decisamente inferiori. Si possono anche contare le operazioni di venture capital realizzate tra il 2018 ed il 2019 che si attestano

intorno alle 170 operazioni soprattutto verso il settore della tecnologia e delle comunicazioni. Infine, a ragione dello sviluppo italiano del settore, è possibile notare come il numero di soci AIFI sia cresciuto, arrivando nel 2020 a circa 150, numero mai raggiunto prima in Italia che include sia operatori di private equity e venture capital sia operatori di *private debt*, *turnaround* e infrastrutture attivi in Italia.

1.3 Ciclo di vita di un fondo

Il ciclo di vita di un fondo è comunemente strutturato in tre passi che si sviluppano uno dopo l'altro nel seguente ordine:

- 1- Raccolta
- 2- Investimento
- 3- Disinvestimento

Il primo passo è la raccolta, più noto con il nome inglese di *fundraising*, ed è un procedimento che, come si evince dal nome stesso, prevede la ricerca e la raccolta di fondi per un'eventuale start-up tramite l'analisi di investitori potenzialmente interessati al settore di riferimento della stessa. Inoltre, il *fundraising* rappresenta il primo passo per il confronto con il mercato successivamente alla definizione fiscale e legale del fondo. Il processo di raccolta è molto delicato e obbliga gli investitori per un periodo compreso tra i 18 e i 24 mesi, anche se, la normativa DM 5 marzo 2015 n. 30, art. 10, comma 4, prevede la possibilità di fare ricorso ad un tempo maggiore limitato ai 36 mesi. Precedentemente all'inizio dei contatti tra fondi e investitori, i team di venture capital definiscono una strategia illustrando ogni specifica fase affinché l'investitore possa avere una chiara visione degli obiettivi. La definizione di una chiara e convincente strategia è fondamentale al fine di convincere gli investitori nell'allocare parte del proprio patrimonio nel progetto. Data la difficoltà caratterizzante il processo di raccolta, quest'ultimo può essere suddiviso in una politica iniziale di raccolta e in una politica successiva di impiego grazie alla quale risulta più facile stabilire le dimensioni dell'iniziativa, il grado di diversificazione degli investitori che si prendono in considerazione e come è organizzato il fondo.

L'approccio al mercato della raccolta è differente in base alla tipologia di operatore che si presenta agli investitori. Infatti, se si tratta di un operatore indipendente, gli investitori presteranno maggiore attenzione a chi gestisce e coordina l'iniziativa dato che manca un'istituzione finanziaria di riferimento; mentre, nel caso in cui si tratti di operatori *captive*⁶, la fonte di raccolta dei fondi sarà direttamente la società capogruppo o le società affiliate all'istituto finanziario o industriale che ha emanato il suddetto operatore.

Come di norma per ogni altro settore, anche il settore del venture capital è fortemente assoggettato al tasso di fidelizzazione degli investitori, infatti, in caso di performance positive degli investimenti, gli operatori internazionali tendono a emulare le stesse operazioni augurandosi di ripetere gli stessi successi. Inoltre, i team (fondi) che riscuotono successo riescono ad applicare una fase di raccolta dei capitali sempre più semplice e veloce ad ogni nuova proposta di iniziativa. Questo è un tratto fondamentale del settore in quanto gli investitori preferiscono fondi che non mutano nel tempo la

⁶ Gli operatori *captive* non effettuano una vera e propria raccolta fondi ma ricevono i capitali dall'istituzione di cui sono emanazione.

gestione delle proprie strategie cosicché, ogni investitore si augura che il team a cui si è fatto affidamento riesca a riproporre di nuovo risultati di successo.

A livello internazionale, per conoscere in maniera più approfondita la struttura del processo di raccolta, è possibile individuare una serie di fasi non sempre distinte in cui esso si suddivide, la cui durata risulta variabile in base alle condizioni di mercato ma anche in base all'esperienza del gestore.

Le fasi sono:

- 1- Identificazione del mercato target e pre-marketing;
- 2- Preparazione e distribuzione del materiale di marketing;
- 3- Incontri con investitori potenziali e *due diligence*⁷;
- 4- Negoziazione dei contratti;
- 5- *Closing*.

La prima fase è caratterizzata dalla ricerca di ambiti strategicamente validi ai fini della raccolta. In questo senso, il fondo di venture capital può decidere di esaminare la possibilità del mercato domestico oppure del mercato internazionale. Ciò che influenza maggiormente la scelta è il cosiddetto *track record* dell'operatore, cioè l'analisi delle performance passate per verificare, prima di tutto, il ranking dello scenario in cui si opera e poi la validità delle strategie attuate e da attuare. Come abbiamo detto in precedenza, gli investitori internazionali sono fortemente influenzati dal *track record* di un fondo, infatti, sono spesso diffidenti nel sottoscrivere il cosiddetto *commitment in first time fund*, cioè impegno in un fondo che opera per la prima volta.

Una società di venture capital può inoltre decidere di fare affidamento su un'altra società esterna specializzata nelle attività di assistenza nei confronti di gestori di fondi, chiamata in inglese *placement agent*, la quale agisce da intermediario tra, appunto, il fondo, detto *general partner*, e chi è potenzialmente interessato all'investimento, detto *limited partner*. La decisione di contare su *placement agent* può anche favorire la capacità di individuare investitori in aree geografiche localizzate in luoghi molto diversi grazie alla rete più o meno grande cui le società di intermediazione possono vantare. Oltre ai ruoli di intermediazione, i *placement agent* possono intervenire anche a livello di consulenza e di marketing. Nell'identificazione di investitori istituzionali come fondi pensioni, compagnie di assicurazione, banche e simili, ciò che risulta di miglior effetto è sicuramente l'individuazione di operatori leader specializzati nel settore in modo che possano attrarre capitali da altre fonti, magari anche di dimensioni maggiori, convincendo, di fatto, altri investitori dell'iniziativa che il fondo di venture capital sta cercando di conseguire. Per questo, come già detto, risulta essenziale creare una rete di fidelizzazione per costruire un circolo virtuoso e un sistema di fiducia

⁷ Attività di acquisizione delle informazioni necessarie per la preparazione della documentazione richiesta dalla prassi operativa e dalla normativa in merito ad una operazione di emissione di strumenti finanziari, *Borsa Italiana*, <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/due-diligence.html>

reciproca durevole nel tempo. Dopo che la società è riuscita a trovare gli investitori si passa alla fase di pre-marketing con la quale le parti si confrontano e cercano di migliorare la comunicazione dell'iniziativa.

Definita la prima fase, si passa alla seconda, la quale comincia mentre la prima è vicina alla conclusione, in cui viene elaborato il materiale utile alle attività di marketing definito come *offering memorandum* o *placement memorandum*. Sinteticamente, il *placement memorandum* è di norma identificato come un tipo di *business plan* dell'iniziativa.

Inoltre, la terza fase comincia durante la seconda nella quale continuano i contatti tra fondi e investitori dove questi ultimi possono porre eventuali problematiche riguardo l'iniziativa, i cui gestori devono essere pronti a rispondere cosicché si possa andare avanti con le operazioni di *due diligence*. In particolar modo, durante gli incontri e le discussioni tra le parti, vengono approfonditi gli aspetti riguardanti le caratteristiche del team e il suo *track record*, la strategia e la coerenza con la struttura organizzativa, la *governance* del fondo, la struttura dei costi imputabili al fondo e le varie modalità di reporting.

Avendo già illustrato l'importanza del team e del suo *track record*, segue la breve analisi dei successivi elementi appena citati. Dunque, risulta essenziale per gli investitori accertarsi della coerenza del fondo, tramite valutazioni riguardanti le operazioni di medio-lungo termine, ma anche la corretta dimensione del team a livello sia quantitativo sia, soprattutto, qualitativo. L'analisi della *governance* è fondamentale perché rientrano in essa aspetti fondamentali dell'analisi del processo decisionale del fondo oltre che, tra i più importanti, aspetti quali garanzie oppure modalità di risoluzione di conflitti. La struttura dei costi imputabili al fondo si evince dal regolamento dello stesso ma è inserito tra gli aspetti soggetti ad approfondimenti in quanto gli investitori possono richiedere informazioni maggiori e più specifiche.

Infine, vi sono le modalità di reporting, le quali si dimostrano di essenziale importanza per gli investitori. Il gestore del fondo è tenuto a pubblicare i vari report secondo i principi di massima trasparenza e completezza affinché, tramite le informazioni rilevanti, gli investitori possano avere un panorama dell'iniziativa sempre più chiaro.

Simultaneamente comincia la quarta fase in cui vi è la negoziazione tra il team e gli investitori principali di tutte le specifiche clausole dei contratti e degli atti con l'obbligo di comunicarle agli altri investitori.

Successivamente il perfezionamento della documentazione ufficiale, si arriva all'ultima fase di *closing*, ossia la firma del contratto definitivo.

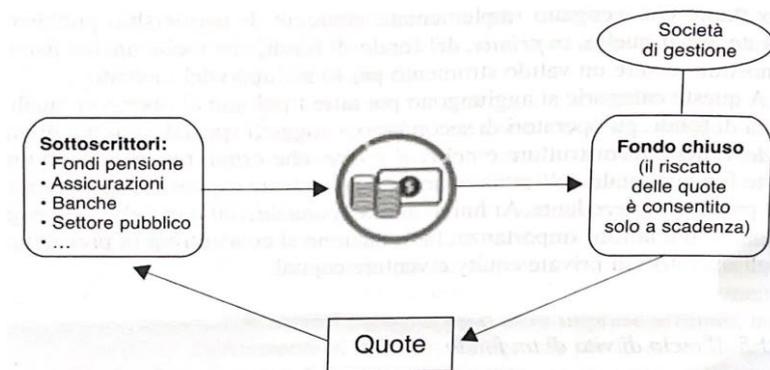


Figura 3. A. Gervasoni, F. L. Sattin, Processo di raccolta, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, p.48

Appena gli apporti vengono impegnati ha inizio il secondo passo, l'investimento.

Proprio come la raccolta, anche l'investimento può essere scomposto in varie fasi di attuazione. Sebbene le fasi cambino a seconda dell'operazione trattata, è possibile comunque schematizzare nella maniera seguente le tipiche fasi che le varie tipologie di investimento hanno in comune:

- 1- Individuazione dell'impresa target;
- 2- Valutazione del profilo imprenditoriale o del team;
- 3- Valutazione approfondita dell'azienda e della struttura dell'operazione;
- 4- Trattativa e definizione del prezzo;
- 5- Monitoraggio dell'operazione;

In merito alla loro rilevanza saranno trattate le operazioni numero 1, 2 e 6.

La prima fase di individuazione dell'opportunità di investimento, detta *deal flow*, e quindi individuazione dell'impresa target, ricopre il ruolo di una delle fasi di maggiore spessore del processo. Questo perché l'obiettivo principale dei fondi di venture capital è proprio quello di generare un flusso di opportunità di investimento crescente.

Questa prima fase è solitamente influenzata da tre fattori:

- a) Caratteristiche dell'operatore
- b) Area geografica di intervento
- c) Tipologia di investimenti

Innanzitutto, le caratteristiche dell'operatore, quali ad esempio l'immagine o la notorietà, influenzano la capacità di generare flussi sistematici di opportunità di investimento in quanto possono condizionare positivamente, ma anche negativamente, il già citato *track record* di un operatore. Infatti, molte volte, l'incapacità di un operatore di generare *deal flow* è commisurata al fatto per cui esso non ha ancora maturato esperienza necessaria per possedere la giusta credibilità nel mercato oltre, ovviamente, alle difficoltà di analisi del settore che lo stesso può avere. Nel caso contrario, in cui l'operatore goda di notorietà nel mercato, questo deve avvalersi di sistemi di marketing come pubblicazioni, articoli, riviste e altri mezzi simili, per far arrivare ad un numero sempre maggiore di persone le notizie dei propri successi.

Il secondo fattore che influenza la massimizzazione del *deal flow* riguarda l'area geografica in cui l'operatore intende agire facendo sempre riferimento alle esperienze di operatori e imprenditori dello stesso. Infatti, prendendo ad esempio il mercato statunitense, il maggior numero di operazioni di qualsiasi dimensione passa per intermediari specializzati nella massimizzazione di valore della transazione, mentre, nel mercato italiano, decisamente più arretrato rispetto al primo, le operazioni di piccola o media grandezza passano per lo più attraverso professionisti di fiducia a cui il gestore è particolarmente legato. Le operazioni per cui vengono contattati operatori specializzati sono poche e solitamente rappresentano le più grandi.

Il terzo ed ultimo fattore che interferisce con la massimizzazione delle opportunità di investimento è proprio la tipologia specifica di investimenti che l'operatore finanziario vuole effettuare. Ad esempio, se si tratta dell'identificazione di start-up in specifici settori, va attuato un servizio di marketing preciso in relazione al settore di riferimento ed "ai luoghi ove dette opportunità si generano"⁸.

Se dovesse risultare complicato generare *deal flows*, sia per mancanza di competenze sia per altre eventuali problematiche, diventa opportuno l'intervento di un consulente esperto di analisi di mercato e consulenza.

Dunque, dopo aver analizzato gli obiettivi principali della prima fase, si studia la valutazione del profilo imprenditoriale o del team ed anche in questo caso, la valutazione della figura imprenditoriale varia a seconda della tipologia di operazione che si intende effettuare. Nelle operazioni caratteristiche del venture capital, come le operazioni di *early stage* o di *seed financing*, il focus principale è diretto verso società appena costituite oppure in imprese giovani ma con elevate prospettive di crescita. Non esistono regole precise per delineare un profilo ideale per ogni tipologia di investimento nel venture capital ma si possono fare osservazioni valide per tutti gli investimenti. Tramite un'indagine diretta dall'attuale Invest Europe, si è definita l'idea per cui i fattori di principale successo o insuccesso sono la tipologia di business e il posizionamento strategico dell'impresa. Per questo risulta essenziale il profilo dell'imprenditore. Infatti, nel caso si tratti la possibilità di finanziamento, quindi di *early stage financing*, l'imprenditore deve dimostrarsi convincente nei confronti dell'investitore e deve dimostrare l'effettiva esistenza di un mercato in cui operare e di una valida strategia di penetrazione dello stesso. Inoltre, è la figura dell'imprenditore la più importante in questo momento perché se non esistesse, non vi sarebbe la possibilità di sviluppare nessun prodotto. In linea generale, è possibile dire che è proprio il fattore umano il principale responsabile di successo o insuccesso e proprio per questo motivo, l'attività di valutazione del profilo imprenditoriale ha un peso estremamente alto da sopportare.

⁸ A. Gervasoni, F. L. Sattin, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, p.310

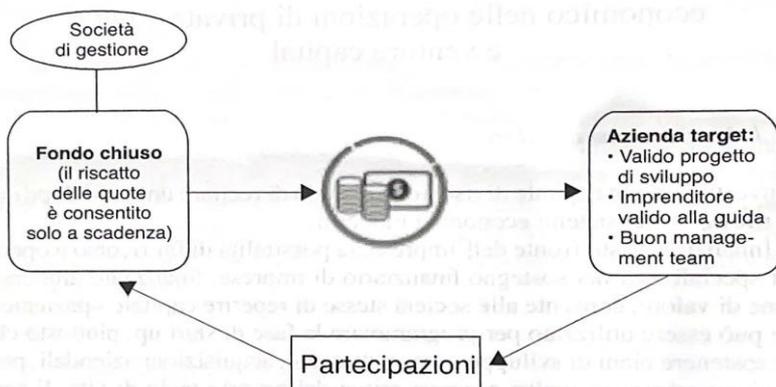


Figura 4. A. Gervasoni, F. L. Sattin, Processo di investimento, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, p.49

L'ultima fase del ciclo di un fondo è la cosiddetta fase di disinvestimento, anche detta fase di *exit*, ed è il momento in cui l'investitore riesce a monetizzare la creazione di valore che si compie durante il periodo di investimento. Anche se questa fase si verifica effettivamente subito dopo la fase di investimento, i gestori dei fondi di venture capital valutano in anticipo le possibili alternative di *exit* nonostante il loro verificarsi sia lontano in termini di tempo. Ciò significa che, come spesso nelle operazioni di venture capital, alcune fasi teoricamente successive si verificano, in parte, anche simultaneamente.

Dopo aver seguito le vicende legate alle varie aziende, gli investitori arrivano al momento di disinvestimento con un'eccellente conoscenza dei mercati finanziari ma devono comunque confrontarsi con fattori esogeni che possono influenzare le loro decisioni. Fondamentalmente, gli elementi di influenza sono tre:

- a) La scelta del periodo in cui compiere il disinvestimento;
- b) L'identificazione di potenziali acquirenti;
- c) La decisione sulla strategia di disinvestimento.

La ricerca del giusto periodo di disinvestimento dipende dalla situazione dei mercati e dalle performance dell'azienda in portafoglio. Le condizioni dei mercati influenzano in grave maniera la fase di disinvestimento in quanto ci si trova comunque in un mercato suscettibile dei fattori personali dei singoli investitori. Ad esempio, come si può vedere nell'immagine seguente, il mercato degli IPO subisce l'effetto delle crisi di mercato interrompendosi di netto e, a volte, azzerandosi completamente.

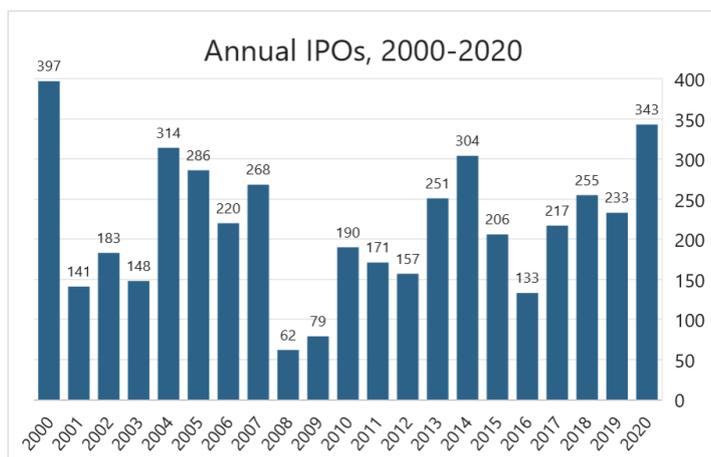


Figura 5. Operazioni IPO dal 2000 al 2020, <https://wealthmanagement.bnpparibas/en/expert-voices/year-ipos.html>

Successivamente alla scelta del miglior periodo di *exit*, bisogna identificare i potenziali acquirenti distinguibili nelle seguenti quattro categorie:

- a) Acquirenti strategici
- b) Acquirenti finanziari
- c) Soci originari
- d) Mercato borsistico

Gli acquirenti strategici, definiti in lingua inglese *strategic buyers*, rappresentano operatori appartenenti al medesimo settore della società target che operano il più delle volte in logica di diversificazione. Il canale di disinvestimento utilizzato dagli acquirenti strategici è definito *trade sale* ed è quello più utilizzato per le operazioni internazionali. La peculiarità di questa opzione è l'impossibilità di ricompra da parte dell'investitore cedente a causa delle esigenze di diversificazione da parte dell'acquirente.

La categoria degli acquirenti finanziari riguarda nello specifico il settore del private equity e sarà dunque solo accennata. L'appena citata classe comprende una moltitudine di operatori, tra cui i fondi tradizionali di private equity fino ai club di investitori. L'operazione tipica di questo canale si chiama *secondary buy out* e, a differenza del canale di *trade sale*, in questo caso è possibile il reinvestimento da parte del socio cedente.

Il riacquisto delle partecipazioni da parte dei soci originari è detto *buy back* ed è tra le operazioni tipiche maggiormente utilizzate nel settore del venture capital. Il riacquisto diventa l'alternativa obbligatoria nel momento in cui gli altri canali di *exit* non risultano fattibili o non sono preferiti dal socio acquirente o di maggioranza.

Infine, nel momento in cui il mercato borsistico è il soggetto acquirente, vi è una tipologia di cessione denominata *venture backed IPO*, la quale richiede determinate caratteristiche qualitative e quantitative alle società che hanno l'idea di quotarsi. Tale canale di disinvestimento dà la possibilità al cedente di poter disinvestire una parte dell'investimento, con il vantaggio di poter conservare e far

crescere l'apprezzamento del titolo ma anche, allo stesso tempo, con lo svantaggio di rischiare di perdere il prezzo ottenuto durante le operazioni di IPO.

Successivamente alla valutazione dell'ottimale finestra temporale di disinvestimento e delle categorie di potenziali acquirenti, gli operatori di venture capital devono attuare una ricerca di identificazione della strategia ottimale di *exit*. In breve, affinché la strategia risulti efficace, la stessa dovrà avvicinarsi agli obiettivi di massimizzazione del prezzo di *exit*, contenimento dei tempi del processo di *exit*, minimizzazione dei problemi inerenti al management ed identificazione degli acquirenti più interessati all'iniziativa.

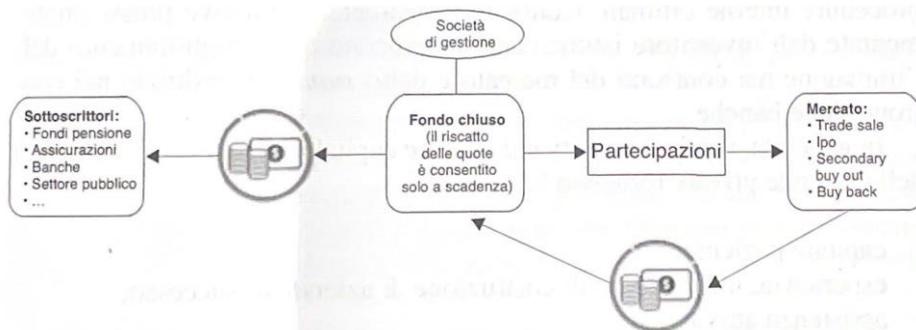


Figura 6. A. Gervasoni, F. L. Sattin, Processo di disinvestimento, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, p.49

1.4 Operazioni di venture capital

Dopo aver analizzato nel dettaglio la composizione del ciclo di vita di un fondo, si espongono le principali operazioni di venture capital accennate nei paragrafi precedenti. Tra queste, le più riconosciute a livello internazionale sono le operazioni di *early stage financing*, le operazioni di *seed financing* ed infine le operazioni di *start-up financing*. Sia chiaro che, gli accordi che nascono tra gli imprenditori e i *venture capitalist* non prevedono quasi mai l'assegnazione dei capitali in una soluzione unica ma, piuttosto, il pagamento totale è suddiviso in *tranches* che si compiono nel momento in cui l'imprenditore raggiunge risultati precedentemente stabiliti denominati come *milestone*.

L'operazione che identifica il venture capital in senso stretto si chiama *early stage financing*, per cui si intende il finanziamento a supporto dei primi stadi di sviluppo di un'impresa. Per tali attività di finanziamento non esiste alcun obbligo da parte dell'investitore per l'importo complessivo anche se vengono raggiunti i risultati preventivamente approvati. Piuttosto, l'investitore conserva per ogni fase definita da contratto l'opzione di prosecuzione del rapporto. Questo è un carattere fondamentale di tali operazioni in quanto consente di ridurre le asimmetrie informative del business finanziato. A tal proposito, una prima modalità per risolvere i problemi di asimmetria informativa, si basa sul fatto per cui le società di venture capital possiedono partecipazioni nel capitale proprio delle imprese in cui investono e, non essendo queste ultime imprese quotate, le partecipazioni in esse non sono liquide. Infatti, i soci, a differenza degli investitori in titoli azionari o obbligazionari, non hanno aspettative di alti rendimenti nel breve periodo, motivo per cui non si vengono a creare incertezze tra le parti. In altro modo, il problema di asimmetria informativa è in parte risolto dall'intervento della società di venture capital associato al verificarsi di determinate condizioni. Tra le principali vi è quella per cui i rappresentanti delle società di venture capital fanno parte del Consiglio di Amministrazione delle società finanziate e operano come investitori attivi apportando, oltre al capitale di rischio, servizi di consulenze strategiche e finanziarie, assistenza e, infine, contatti d'affari. Una terza ipotetica modalità tramite la quale le società di venture capital cercano di controllare al meglio l'operato del management aziendale, è quello di erogare fondi ulteriori solo se l'azienda finanziata mostra buoni progressi per raggiungere il fine concordato. Ciò rende possibile la riduzione di eventuali perdite dovute ad una scarsa attenzione da parte del management verso l'obiettivo finale⁹.

Affinché sia possibile analizzare le caratteristiche fondamentali della citata tipologia di operazioni, si deve analizzare dapprima il processo di creazione dell'impresa. A tal fine viene utilizzato il Modello di Vesper, il quale, anche se ormai datato, può aiutare significativamente.

⁹ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccalli, *Istituzioni e Mercati Finanziari*, Pearson, Settembre 2019, pp. 264-265

L'utilità di tale modello si trova nell'individuazione dei fattori di seguito indicati, che la nuova impresa deve realizzare nel processo di creazione e tra questi vi sono:

- a)Cogliere l'opportunità che si presenta;
- b) Definire e migliorare l'idea di impresa;
- c) Sapersi difendere da eventuali imitazioni;
- d) Creazione di un team professionale;
- e) Trovare le risorse finanziarie utili;
- f) Realizzare la start-up;
- g) Lanciare il prodotto sul mercato.

Non si entrerà nel dettaglio dei singoli aspetti ma è possibile definire che, nonostante debbano essere trattati in maniera diversa a seconda dei casi, gli investitori devono riuscire ad avere una grande influenza su tutti questi elementi.

Al contrario del semplice imprenditore, il quale apporta alle operazioni di *early stage financing* soprattutto capacità manageriali, il *venture capitalist* procura durante le stesse operazioni grandi quantità di capitali, maggiori di quelle fornite dalle controparti ed a volte anche superiori a quelle necessarie. L'aspetto negativo di questa tipologia di operazioni è che vi è un elevatissimo grado di rischio in quanto, a livello statistico, le operazioni di *early stage* presentano, in tutto il mondo, il maggior tasso di fallimento dell'iniziativa.

Un'altra tipologia di operazione di venture capital è la *seed financing*, la quale, a differenza delle operazioni di *early stage*, si verifica nel momento in cui l'investitore decide di apportare capitali nella fase di sperimentazione, cioè quando il prodotto o servizio ancora non esiste in maniera concreta. In questi casi, l'investitore non si rapporta quasi mai con un imprenditore formato bensì con un singolo inventore o con un gruppo di inventori che necessitano quindi anche di conoscenze imprenditoriali. Non ricevendo alcun *business plan* da parte dell'inventore, l'investitore deve risultare particolarmente specializzato nell'ambito dell'idea cosicché possa interpretare a modo proprio e fare le proprie analisi per definire se si tratta di un potenziale successo o meno. Proprio per questo, solitamente, i fondi di venture capital sono collegati a società industriali specializzate nei settori di intervento. Anche per questo tipo di operazioni, il rischio è decisamente elevato ma, a differenza delle operazioni di *early stage*, per le operazioni di *seed financing* gli apporti di capitali sono molto più contenuti e variano tra i 50.000 e i 150.000 euro. Come appena detto, il rischio di tali operazioni è elevato e ne segue che anche il rendimento atteso dagli investitori si dimostri ugualmente elevato.

Come ultima tipologia di operazione tipica dei fondi di venture capital vi sono le operazioni di *start-up financing* per cui l'investitore decide di intervenire nella fase di avvio di produzione del prodotto. Quindi, esiste formalmente l'azienda e sono già state superate le fasi di progettazione e sperimentazione del prodotto. Anche in questo caso le caratteristiche richieste agli operatori sono di

natura tecnica ma, allo stesso tempo, si rende possibile, in alcuni casi, l'intervento in tali operazioni di investitori di profilo più generalista. Come le precedenti tipologie brevemente analizzate, le operazioni di *start-up financing* risultano molto delicate per lo sviluppo futuro dell'impresa in quanto saranno sicuramente necessarie attività specifiche per il lancio di nuovi prodotti.

1.5 Operatori di settore

Nel settore del venture capital è possibile riconoscere diversi operatori che nel corso degli anni sono nati per rispondere alle varie necessità del settore. Di seguito, si analizzeranno:

- a) *Venture Capitalist*;
- b) Fondi di *technology transfer*;
- c) *Business Angels*;
- d) *Corporate Venture Capital*;
- e) Incubatori;

Come in parte già visto nei paragrafi precedenti, i *venture capitalist* comprendono i soggetti istituzionali che in maniera specializzata e continuativa investono in capitale di rischio e apportano conoscenze manageriali nelle prime fasi di vita di una nuova impresa. Le fasi tramite le quali operano sono le stesse studiate in precedenza: raccolta, investimento e disinvestimento. Che si tratti di *venture capitalist* internazionali o che si tratti di *venture capitalist* domestici, l'organizzazione della società di venture capital preferita per operare è quella del fondo di investimento mobiliare chiuso, definito come "tipologia di fondo comune in cui è riconosciuta ai partecipanti la possibilità di sottoscrivere quote soltanto all'atto della costituzione del fondo stesso e, analogamente, il rimborso può avvenire unicamente alle scadenze prestabilite"¹⁰. Ovviamente, ciò non preclude l'esistenza di operatori individuali ed infatti, di solito, vi sono soggetti indipendenti che, tramite holding di partecipazioni, riescono a svolgere la medesima attività. Un altro elemento da affrontare riguardo i *venture capitalist* è il confronto con il luogo in cui operano. Per questo l'operatività di questi soggetti si può estendere fino ad interi stati, comprendendone anche più di uno e coprendo, quindi, territori molto vasti. Dunque, in base alle risorse investite, al momento di inserimento nell'operazione e all'orizzonte geografico di riferimento, i *venture capitalist* si dimostrano tra le categorie di investitori maggiori in confronto ad altri settori.

Tra gli altri operatori, anche se non identificati esattamente da singoli soggetti, vi sono i fondi di *technology transfer* che hanno il compito di trasferire un prodotto finito, da un laboratorio di ricerca, come ad esempio un'università, al mercato di riferimento. A livello mondiale, il *technology transfer* viene definito come il processo per assistere la trasformazione di una buona ricerca in un potenziale business sostenendo i ricercatori e gli investitori per portare un'idea fino al successo nel mercato. In tale tipologia di fondi possono operare varie figure ma le più importanti sono sicuramente i laboratori di ricerca delle università, le quali ricevono fondi pubblici utili allo studio. Il processo di *technology transfer* presenta una fase negativa denominata *valley of death*, la quale indica il momento in cui le attività innovative presentano il maggior tasso di abbandono causato dalla mancanza di fondi.

¹⁰ Borsa italiana, <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/fondo-comune-di-investimento-mobiliare-chiuso.html>

Le iniziative di *technology transfer* vanno inquadrare nell'ambito dei fondi di venture capital in quanto sono organizzate secondo le stesse logiche di massimizzazione del profitto ma su archi temporali leggermente più lunghi. Rispetto ai fondi di venture capital, i fondi di *technology transfer* presentano le seguenti differenze:

- a) vi è una maggiore predisposizione al rischio in relazione alla tecnologia nella quale si investe;
- b) si dà maggiore attenzione alla due diligence riguardo le proprietà intellettuali che possono essere trattate;
- c) si ha bisogno di maggiore attenzione relativamente al team di gestione della start-up sia da un punto di vista gestionale sia finanziario;
- d) viene posta maggiore attenzione alle capacità tecniche specifiche affinché la tecnologia sia sviluppata con successo.

Quindi, in questo ambito, ogni paese deve creare linee di collegamento tra i laboratori di ricerca e le varie start-up affinché lo stesso paese possa godere di maggiore innovazione sul territorio.

Un'altra categoria presente nel settore è identificata dai *business angels*, i quali sono investitori informali che investono direttamente nella start-up senza trovare alcun passaggio per mercati regolamentati o normative. Il rapporto che nasce tra investitore e imprenditore è quindi un rapporto basato sulla fiducia e sull'apprezzamento reciproco. I *business angels* acquisiscono, solitamente, una partecipazione di minoranza ed investono in settori in cui hanno precedentemente operato preferibilmente in regioni vicine alla propria più per motivi psicologici relativi all'innovazione del posto piuttosto che per motivi meramente strategici.

Un elemento distintivo dei *business angels* è l'aggregazione in BAN, ossia *Business Angels Network*, che rappresentano gruppi di *business angels* organizzati per fornire insieme attività di investimento. La principale differenza che vi è tra i *business angels* e i *venture capitalist*, oltre alla fase in cui essi si inseriscono, è l'ammontare di capitali da loro investiti; infatti, mentre i primi apportano capitali da 10.000 euro fino ad un massimo di 500.000, i secondi investono decisamente di più, superando sempre la soglia dei 500.000 euro.

Nel contesto degli operatori si inserisce anche il *Corporate Venture Capital*, conosciuto anche sotto l'acronimo CVC, e viene definito dall'AIFI come "l'attività di investimento in società ad alto potenziale innovativo e di crescita promossa da azienda di medie-grandi dimensioni direttamente tramite l'investimento in veicoli o fondi di investimento che condividono la strategia di investimento dell'azienda"¹¹.

¹¹ Guida al corporate venture capital, AIFI, 2018, <https://www.aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=Ka45r4c222i7Wb688EghdPXTLD15Cf>

I modelli fondamentali che sviluppano operazioni di *corporate venture capital* hanno caratteristiche diverse a seconda della strategia e della logica di *funding* dell'iniziativa e possono essere schematizzate come segue:

- a) Investimenti diretti che non prevedono la costituzione di fondi o veicoli dedicati;
- b) Investimenti diretti tramite veicoli *captive* finanziati e controllati dall'azienda;
- c) Investimenti indiretti tramite la sottoscrizione di quote di fondi di venture capital indipendenti.

Un'altra tipologia di operatori del settore del venture capital che in Italia si sta sviluppando sempre più velocemente è quella degli incubatori, ossia istituzioni che offrono servizi e, a volte, risorse finanziarie per incrementare e sostenere l'avvio di nuove attività di impresa accelerando i tempi di costituzione della stessa e aumentando le speranze di sopravvivenza e successo una volta entrata nel mercato. L'obiettivo primo di un incubatore è quindi quello di procurare alle nuove imprese le risorse necessarie, non intese come semplicemente scorte o capitali ma soprattutto spazi fisici o personale qualificato, all'avvio delle attività. Ciò risulta fondamentale in quanto si possono creare, all'interno di più incubatori, relazioni interpersonali che favoriscono la creazione di un vero e proprio network professionale. All'interno degli incubatori sono presenti, oltre agli ideatori dell'iniziativa, anche professionisti in ambito aziendale e manageriale, i quali controllano l'operato e verificano che l'idea sia tecnicamente fattibile sia dal punto di vista di sostenibilità economica sia dal punto di vista di interesse di mercato. Dunque, il valore aggiunto che contraddistingue gli incubatori dalle altre categorie di operatori, è la velocità con cui si riesce a dare il contributo utile per presentarsi sul mercato e continuare a crescere senza lasciare da parte l'evoluzione del mercato stesso.

IL FONDO LVENTURE GROUP

2.1 Introduzione teorica

LVenture Group, il quale sarà chiamato nel corso dell'elaborato LVG, è un fondo di venture capital italiano, con sede a Roma, che opera ed investe in nuove imprese non quotate e digitali con elevato potenziale di innovazione e crescita a livello globale. Dal sito della società segue questa definizione: "LVenture Group è una holding di partecipazioni quotata sul mercato Euronext Milano (EXM) di borsa italiana che investe in start-up digitali e ne accelera il processo di sviluppo dal prototipo al mercato, attraverso l'acceleratore LUISS EnLabs, generando profitto dalle operazioni di exit, soprattutto IPO e M&A. È parte di un ecosistema di innovatori a cui vengono offerti servizi di coworking, post Accelerazione e *Open Innovation*¹²." ¹³ Come definito dalla stessa società, il fattore distintivo di LVenture Group, rispetto a molti altri fondi italiani di venture capital che operano in maniera simile, è la presenza all'interno della sede principale dell'acceleratore LUISS EnLabs, nato successivamente ad un accordo con l'università LUISS di Roma e che gode di famosi sponsor come Facebook Italia, Amazon, Accenture e Sara Assicurazioni. A ragione di quanto appena detto, la mission di LVG è quella di generare valore per i suoi azionisti cercando di individuare i cosiddetti *game changer*¹⁴ del futuro dandogli tutto il necessario affinché riescano a conquistare il mercato. Quindi, l'obiettivo ultimo del fondo è decisamente di larghe vedute e può altresì essere d'incoraggiamento, al contrario di come risulta essere la realtà imprenditoriale italiana, per chi decide di iniziare una nuova esperienza di business.

¹² L'Open Innovation è un modello di innovazione distribuita che coinvolge afflussi e deflussi di conoscenza gestiti in modo mirato tra i confini dell'organizzazione fino a generare anche 'spillover', il fenomeno che avviene quando un'attività economica produce effetti positivi anche oltre gli ambiti per cui agisce

¹³ LVenture Group, <https://www.LVenturegroup.com/ChiSiamo>

¹⁴ In questo caso, si intendono tutti coloro i quali, tramite investimenti di qualsiasi genere, possono essere parte del cambiamento.

2.2 Storia del fondo

La società denominata LVenture Group S.p.A., iscritta nel registro delle imprese di Roma, è nata, per come è conosciuta oggi, nel dicembre 2012. Prima di prendere vita come LVenture Group S.p.A., la stessa presentava un altro nome che venne cambiato successivamente all'operazione che ha determinato il passaggio del controllo dell'emittente da ILM, società di consulenza italiana nota per essere la prima a fornire determinati servizi innovativi al settore regolato, a LV.EN.

L'idea di realizzare una società di venture capital è stata degli imprenditori Luigi Capello e Giovanni Gazzola, i quali avevano l'ambizione di ampliare le dimensioni del settore italiano del venture capital importando dagli Stati Uniti l'idea di "acceleratore" di start-up per creare un ecosistema innovativo con potenzialità globali. Luigi Capello, già in parte noto nel settore per essere uno dei soci fondatori di "Italian Angels for Growth", decise, nel 2010, di iniziare un progetto di internazionalizzazione delle start-up italiane portandole negli Stati Uniti. Si accorse come il settore fosse ben più sviluppato in quell'area e notò l'esistenza di un fattore che in Italia non era ancora presente, ossia proprio "l'acceleratore di start-up", il quale aveva come fine ultimo quello di creare e potenziare una nuova impresa tramite la fusione di più progetti imprenditoriali. In particolare, ciò che ha spinto l'imprenditore a fondare tale nuova società, è stata proprio la sua intenzione di replicare in Italia il funzionamento degli acceleratori studiati direttamente nella Silicon Valley. Dunque, anche se gli studi dei fattori cominciarono già nel 2010, LVenture Group nacque ufficialmente nel 2012 e iniziò la propria attività nel 2013.

Si analizzano in breve i principali eventi degli anni significativi dell'operato della società trattati dai vari prospetti informativi i quali, però, arrivano fino al 2019 data l'attuale disponibilità dei dati.

Nel 2013, grazie alla joint venture con l'università LUISS, viene sviluppato il brand "LUISS EnLabs – La Fabbrica delle Start-up", uno tra pochi esempi al mondo di collaborazione tra realtà universitaria e sviluppo imprenditoriale con integrazione di capitali.

Tra il 2014 e il 2015, l'operato di LVG fu decisamente negativo. Nel 2015 infatti, sono stati rilevati gravi scostamenti tra quanto era stato predetto dal Piano Industriale 2015-2018 rispetto all'effettivo andamento gestionale. Tra le principali voci negative vi furono la svalutazione dei disinvestimenti in start-up rispetto a quanto previsto e la grande e difficile perdita registrata dal risultato netto del gruppo rispetto alle previsioni del Piano richiamato. Nonostante il fondo non sia mai risultato il migliore del settore soprattutto per i risultati ottenuti, fino al 2014 e per i risultati che si è visto ottenere negli anni successivi, è comunque riuscito a raggiungere una posizione nella classifica dei fondi di venture capital più attivi in Europa nel 2014 e risultando l'unico fondo italiano presente in essa.

Nel 2016, dopo un primo trimestre con altre gravi perdite rispetto al Piano Industriale 2016-2019, vi fu il buon esito dell'aumento di capitale per un ammontare di 4.990.000,00 euro con la sottoscrizione di nuove azioni sul mercato. Inoltre, nel dicembre del 2016, vi fu l'incorporazione di EnLabs S.r.l. in LVenture Group, operazione "finalizzata alla riorganizzazione societaria e, per l'effetto, ad una maggiore flessibilità dei processi interni, alla semplificazione della struttura della catena partecipativa, all'ottimizzazione della gestione delle risorse e dei flussi economico-finanziari derivanti dalle attività in precedenza frazionate in capo alle due Società, al contenimento dei costi generali dovuti all'esercizio dell'attività imprenditoriale per mezzo di un'unica società."¹⁵

L'entrata in vigore dal 1° gennaio 2018 del principio contabile IFRS 9, "Strumenti finanziari", ha comportato la rilevazione in conto economico del bilancio 2018 di rivalutazioni dovute al Fair Value delle start-up, il quale importo risulta essere 2.210.000,00. Senza considerare tale rivalutazione, il risultato netto a bilancio sarebbe risultato negativo per un importo pari a 1.809.000,00, mantenendo così, ancora un anno, un andamento non positivo con il mancato raggiungimento degli obiettivi rispetto al risultato atteso dal Piano Industriale 2018-2021.

Sebbene il 2019 fu un anno di grande cambiamento per LVenture Group in quanto risultano essere particolarmente sfidanti le assunzioni poste nel Piano Industriale 2019-2022, il prospetto informativo dell'anno 2019 indica i principali eventi del primo semestre e tra questi vi sono un aumento di capitale riservato, datato febbraio 2019 e la convocazione in aprile, di un'assemblea degli azionisti straordinaria la quale ha deliberato un ulteriore aumento di capitale di importo pari a 8.000.000 di euro entro cinque anni dalla data di deliberazione.

Tutt'oggi, LVenture Group rimane uno dei fondi più attivi nel panorama europeo e si piazza al quarto posto in Italia per attività.

¹⁵ *Prospetto Informativo*, LVenture Group, 2019, https://www.LVenturegroup.com/InvestorRelations/wp-content/uploads/2019/07/LVG-Prospetto-Informativo-Luglio-2019_.pdf

2.3 Settore di riferimento

Al fine di poter inquadrare meglio il fondo LVenture Group, è fondamentale contestualizzare lo stesso nel mercato cui fa riferimento. Infatti, come detto in precedenza nell'elaborato, LVG è un fondo di venture capital che indirizza i propri investimenti verso start-up digitali. Diviene fondamentale tale contestualizzazione al fine di dimostrare come il fondo riesca ad avere una grande importanza e influenza sul mercato del digitale italiano ed europeo.

In generale, il mercato digitale italiano è riuscito a sopportare in maniera positiva la pandemia di COVID-19 risultando il settore che meglio è resistito e si è evoluto durante il periodo di emergenza. A favore di ciò risulta utile analizzare in breve il rapporto “Il mercato digitale in Italia 2021” di Anitec-Assinform, il quale, con la collaborazione di Net Consulting, è riuscito a stilare uno studio preciso riguardo i numeri del digitale in Italia. Cita testualmente il seguente risultato: “Nel 2020 il mercato vale oltre 71,5 miliardi di euro, con una performance migliore rispetto all'economia nel suo complesso, confermando il trend già osservato negli anni precedenti, che mostra come l'incidenza del mercato digitale sul PIL nel triennio 2017-2020 sia passata dal 4,0% al 4,3%.”¹⁶



Figura 7. Incidenza percentuale del mercato digitale sul PIL 2017-2020, *Il mercato digitale in Italia 2021. Mercati, Dinamiche, Policy*. 52 Edizione.

L'immagine mostra proprio gli ottimi risultati che si sono susseguiti in forma crescente e, grazie ai fondi posti dal Recovery Fund¹⁷, si prevede una continua crescita del mercato a ritmi sostenuti. A favore della digitalizzazione vi è il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, PNRR, cioè il documento che illustra le proposte di allocazione delle risorse derivanti dall'Europa e che si fonda su sei pilastri, tra cui la trasformazione digitale del paese.

¹⁶ Anitec-Assinform, *Il mercato digitale in Italia 2021. Mercati, Dinamiche, Policy*. 52 Edizione.

¹⁷ Anche detto “Next Generation EU” è uno strumento di ripresa approvato dal Consiglio europeo straordinario il 21 luglio 2020.

Tornando al settore della digitalizzazione italiana, proprio per i risultati ottenuti, si può dire che le imprese italiane stanno iniziando ad allinearsi a quelle europee ma, se è vero che la digitalizzazione nel mondo del lavoro sta crescendo, è vero anche che il gap tra l'Italia e il resto dell'Europa rimane la formazione. Infatti, secondo i risultati dei *Digital Maturity Indexes* elaborati dall'Osservatorio Agenda Digitale del Politecnico di Milano, l'Italia rimane 17esima rispetto ai 27 stati dell'Unione Europea per fattori abilitanti la digitalizzazione nel Paese.

Nel complesso, come è stato appena detto, l'Italia ha ottenuto ottimi risultati da cui sono state dettate le previsioni indicate nella figura seguente:

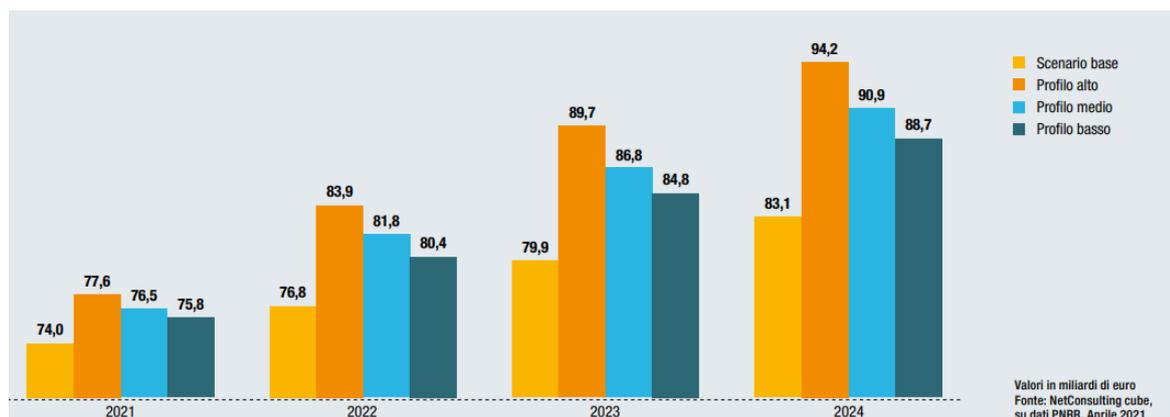


Figura 8. Previsioni del mercato digitale in Italia 2021-2024, *Il mercato digitale in Italia 2021. Mercati, Dinamiche, Policy*. 52 Edizione.

Il settore rimane dunque indietro rispetto al resto di tanti altri paesi europei ma vi è una forte spinta affinché l'Italia possa risolvere le grandi problematiche che bloccano l'innovazione e la digitalizzazione del Paese anche tramite fondi, come LVenture Group, che investono in un futuro più all'avanguardia e meno arretrato al fine di competere con le maggiori forze europee.

2.4 I numeri di LVenture Group

Seguirà in questo paragrafo l'analisi delle performance d'azienda di LVenture Group per apprendere al meglio quali sono stati i risultati nell'ultimo anno e da cosa essi derivano. Tutti i dati che seguono sono estratti dal documento di Bilancio 2021 reso pubblico il 03.05.2021.

In prima battuta, è utile ricordare che LVenture Group è uno dei pochi fondi di venture capital in Europa quotato in borsa. La quotazione è una caratteristica vantaggiosa che consente di avere notevoli benefici sia per il fondo stesso sia per la tutela degli investitori. Il vantaggio principale del fondo riguarda la visibilità che lo stesso ha a livello internazionale ed inoltre riguarda la visibilità che apporta alle start-up in portafoglio. I vantaggi che hanno gli investitori, invece, riguardano la facilità di apprendere conoscenze riguardo l'andamento societario vista la trasparenza a cui sono tenute tutte le società, ma anche le varie tutele che gli stessi hanno grazie ai controlli apportati dagli organi di vigilanza. Nell'immagine che segue è possibile visionare la suddivisione del capitale tra i maggiori azionisti di LVenture Group al 31.12.2021:

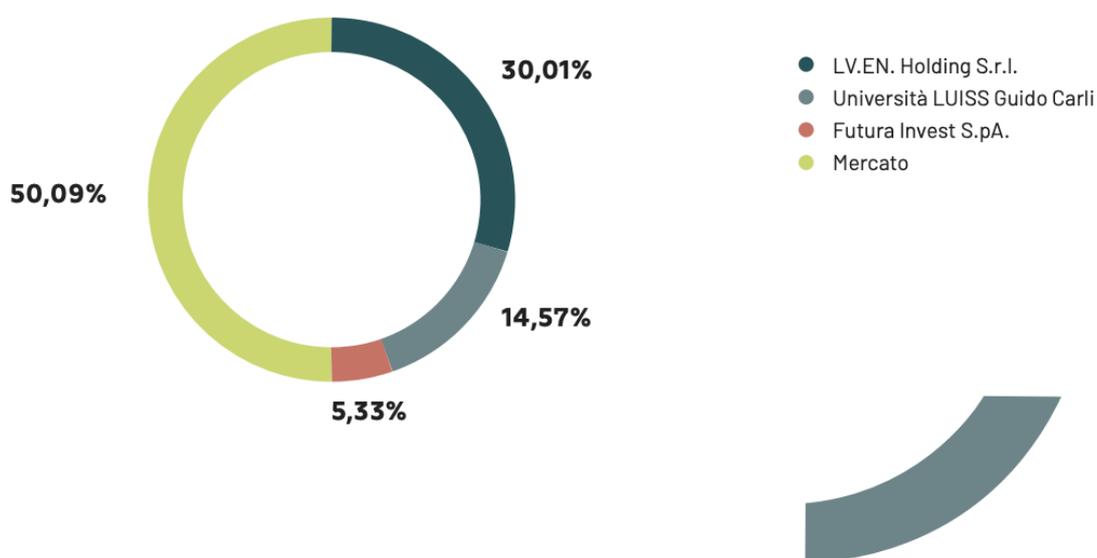


Figura 9. Composizione azionariato LVenture Group al 31.12.2021, *Bilancio 2021*

Come è possibile leggere dall'immagine stessa, circa il 50% delle azioni totali sono scambiate sul mercato per una quantità che si aggira intorno alle 25 milioni di azioni, mentre il 30,01%, corrispondente a più o meno 15 milioni di azioni, appartiene alla stessa holding con a capo, nel ruolo di CEO, lo stesso ideatore di tutto, Luigi Capello. La restante quantità è ripartita come illustrato tra l'università LUISS Guido Carli per circa il 14%, corrispondente a più o meno 7 milioni di azioni, e, intorno al 5%, cioè circa 2,5 milioni di azioni, con Futura Invest S.p.A.

Di seguito verranno presentati i risultati economico-finanziari conseguiti da LVenture Group al 31.12.2021 comparati con le stesse voci al 31.12.2020.

IN EURO '000	31-dic-21	31-dic-20	Variazione	%
Ricavi e proventi diversi	5.267	4.081	1.186	29%
Risultato netto della gestione investimenti	3.046	1.032	2.014	195%
Costi operativi	-6.141	-5.441	-700	13%
MARGINE OPERATIVO LORDO	2.172	-328	2.500	<100%

Figura 10. Margine operativo lordo 2021 comparato con il margine operativo lordo del 2020, *Bilancio 2021*

Il 2021 è stato un anno decisamente positivo rispetto al 2020 per LVG, il quale, nonostante la crisi pandemica, è riuscito a registrare una variazione positiva maggiore del 100% nel risultato netto della gestione degli investimenti dovuta per lo più dalle plusvalenze e dalle minusvalenze realizzate in seguito alla dismissione o alla liquidazione delle start-up. Ciò ha comportato una variazione migliorativa di 2.500 del margine operativo lordo, ossia il margine di profitto effettivo della società. Anche la voce dei ricavi e altri proventi operativi ha registrato una variazione positiva pari, in questo caso, al 29% rispetto al 2020 dovuta principalmente all'incremento delle attività di Open Innovation e all'aumento degli affitti degli spazi.

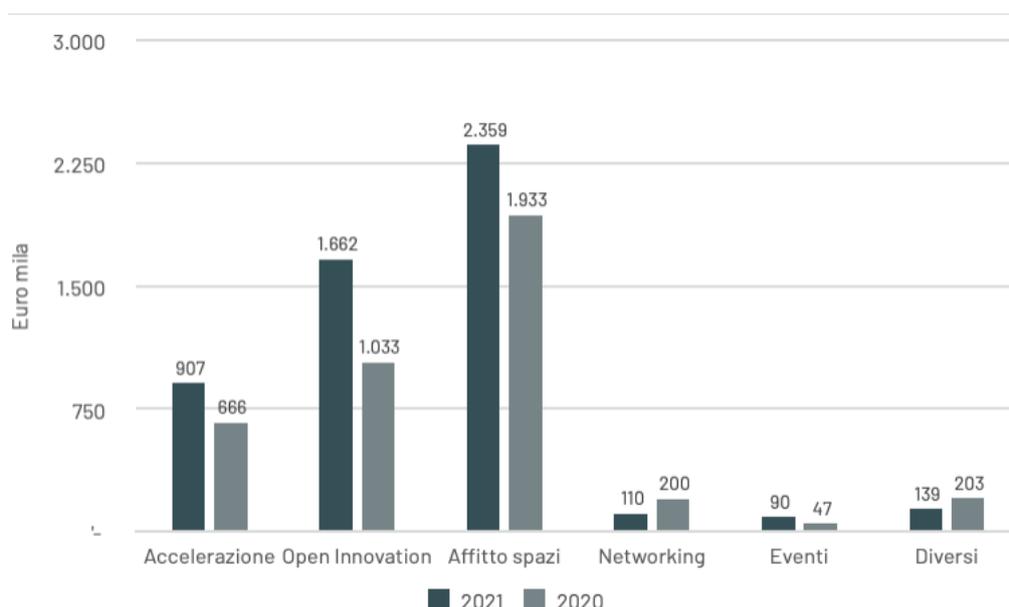


Figura 11. Ricavi e proventi operativi al 31.12.2021, *Bilancio 2021*

Se in parte è dimostrato che LVG, ha registrato ottimi risultati dai ricavi e dalla gestione degli investimenti rispetto al 2020, d'altra parte è anche vero che è stato registrato un significativo aumento dei costi sostenuti pari al 13%, causato in buona parte da un aumento di attività di rafforzamento del personale e anche dal mancato sfruttamento della Cassa Integrazione in deroga nel 2021. Inoltre, come mostra l'immagine seguente, sono aumentati in netta misura anche i costi dovuti alla Governance ed alla Quotazione per un valore di circa 308.000,00 euro.

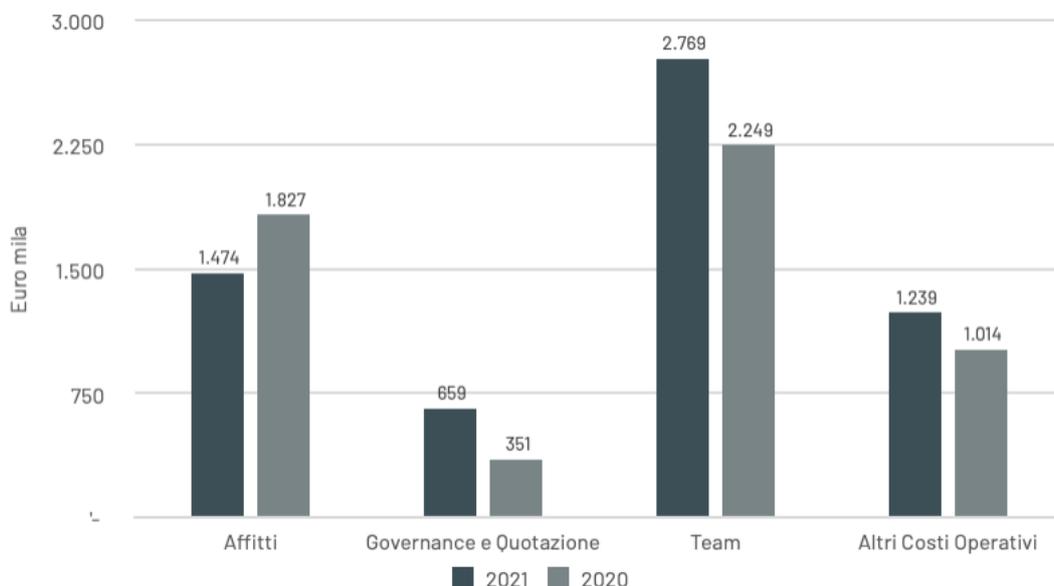


Figura 12. Costi registrati al 31.12.2021, Bilancio 2021

Seguirà una breve analisi delle voci con maggiore variazione all'interno del documento di bilancio 2021 con discussione di attività e passività non correnti prima, e correnti successivamente. Quindi prima di procedere, è utile distinguere queste due tipologie di voci. Le attività e le passività correnti identificano tutte le voci di attivo e passivo che si ritiene, rispettivamente, torneranno in forma liquida entro un anno o che devono essere estinte entro lo stesso periodo di tempo. Si tratta di voci che fanno riferimento al breve periodo. Al contrario, le attività e le passività non correnti fanno riferimento alle voci riguardanti orizzonti temporali di lunga durata maggiore di un anno.

NOTE	IN EURO	31-dic-21	di cui parti correlate	31-dic-20	di cui parti correlate
ATTIVO					
ATTIVITA' NON CORRENTI					
8	Immobili, impianti, macchinari e altre attrezzature	463.520		567.460	
9	Avviamento e altre attività immateriali	138.032		144.537	
10	Diritto d'uso per beni in leasing	338.426		336.806	
11	Titoli e partecipazioni	27.892.452		22.893.694	
12	Crediti e altre attività non correnti	2.240.231		1.744.915	
13	Imposte anticipate	59.156		145.825	
	TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI	31.131.818		25.833.237	

Figura 13. Attività non correnti al 31.12.2021, Bilancio 2021

Dallo studio dello stato patrimoniale è possibile notare come tra il 2020 e il 2021 vi è stata una significativa variazione delle attività non correnti del 17,02% circa, dovuta soprattutto ad un ingente aumento della voce “titoli e partecipazioni”, la quale è causata da un incremento degli investimenti in attività a medio-lungo termine tramite l’impiego di disponibilità liquide. Nella suddetta voce sono classificate anche le partecipazioni in start-up che costituiscono attività finanziarie non correnti e non oggetto di trading rilevate al *fair value*¹⁸. Inoltre, la voce che ha registrato una modifica maggiore rileva un aumento dei crediti e di altre attività non correnti¹⁹ pari a circa il 22,11%. Per la valutazione dei crediti contenuti nella voce la Società determina il valore di bilancio in base all’importo versato alla startup decurtato delle eventuali perdite attese tenuto conto:

- a) di una adeguata ponderazione delle probabilità di perdita;
- b) di informazioni ragionevoli e dimostrabili su eventi passati, condizioni attuali e previsioni delle condizioni economiche future.

La designazione del singolo strumento in questa categoria è definitiva, viene effettuata nel momento della prima rilevazione e non è modificabile.

ATTIVITA' CORRENTI				
14	Crediti commerciali	1.131.183	426	572.860
15	Attività finanziarie correnti	229.990		85.518
16	Altri crediti e attività correnti	633.781		623.208
17	Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	1.461.825		2.702.573
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI		3.456.779		3.984.158

Figura 14. Attività correnti al 31.12.2021, *Bilancio 2021*

Le voci subito successive a quelle appena illustrate riguardano la contabilizzazione delle attività correnti, le quali, a differenza delle attività non correnti, hanno registrato una diminuzione di 527.379 euro pari circa al 13,24%, dovuta per lo più ad un calo delle disponibilità liquide. Tra queste ultime non è compreso solo il denaro nelle casse della società ma, tra queste, vi sono anche i depositi a vista e gli investimenti finanziari a breve termine ad alta liquidità che sono prontamente convertibili in valori di cassa e soggetti ad un minimo rischio di variazione di prezzo.

Dunque, LVenture Group ha registrato un totale di attività pari a 34.588.597 euro nel 2021, a fronte di una somma equivalente di 29.817.396 nel 2020.

¹⁸ Secondo i principi contabili IAS/IFRS, il *fair value* è il corrispettivo al quale un’attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione tra terzi indipendenti.

¹⁹ La Società classifica in questa voce le attività finanziarie e gli investimenti verso startup, quando sono erogati sotto forma di SFP (Strumento Finanziario partecipativo) o finanziamenti convertibili, in forma diretta o indiretta, nonché versamenti in conto capitale effettuati tramite piattaforme di *crowdfunding* fino al momento della conversione in equity.

PASSIVO			
PATRIMONIO NETTO			
	Capitale sociale	15.007.401	14.507.401
	Altre riserve	10.335.767	8.437.836
	Utili (perdite) portati a nuovo	-723.872	-
	Risultato netto	1.727.087	-723.872
18	TOTALE PATRIMONIO NETTO	26.346.384	22.221.366
PASSIVITA' NON CORRENTI			
19	Debiti verso banche non correnti	5.226.730	4.412.837
20	Altre passività finanziarie non correnti	200.913	212.171
21	Imposte differite passive	59.156	145.825
	TOTALE PASSIVITA' NON CORRENTI	5.486.799	4.770.833

Figura 15. Patrimonio netto e passività non correnti al 31.12.2021, *Bilancio 2021*

Simultaneamente alla valutazione delle attività di LVG, dallo stato patrimoniale del bilancio dell'azienda è possibile analizzare le passività della stessa e confrontarle con le attività. Proprio come per l'attivo di LVG, si commenteranno in primo luogo le passività non correnti e, successivamente, le passività correnti. Occorre precisare che, le immagini seguenti seguono la forma delle attività, per cui la prima colonna identifica le voci di bilancio, la seconda e la terza i dati relativi all'anno 2021 e la quarta e quinta colonna identificano i dati relativi all'anno 2020.

Come riportato nel documento di bilancio 2021 di LVG, essendo le azioni emesse lo strumento rappresentativo della società, il loro valore complessivo è classificato interamente nella voce di patrimonio netto pari a 26.346.384. Ciò che risulta di impatto dalle voci di patrimonio netto è la variazione decisamente positiva del risultato netto, il quale, dipendente da un risultato negativo del 2020, è stato registrato, nel 2021, più che positivo per un valore di 1.727.087. Tale variazione è dovuta agli utili e alle perdite portati a nuovo, i quali comprendono risultati accumulati e il trasferimento da altre riserve del patrimonio netto dal momento di liberazione dai vincoli a cui erano legati.

Confrontando i dati relativi alle due annate, si nota che nel 2021 vi è stata un'importante modifica in diminuzione delle imposte differite passive, le quali sono calcolate al *fair value* degli investimenti in start-up, e di altre passività finanziarie non correnti, tra le quali rientrano le quote a lungo termine dei debiti di leasing in essere alla chiusura del bilancio. Un'ulteriore precisazione va fatta riguardo le imposte differite dato che, anche se una variazione dei *fair value* degli investimenti in start-up darebbe vita ad un'iscrizione di imposte anticipate in misura maggiore, data la loro forte incertezza sulla recuperabilità, si è ritenuto migliore iscriverele, fino a concorrenza, come imposte differite.

PASSIVITA' CORRENTI					
22	Debiti verso banche correnti	434.231		370.176	
23	Altre passività finanziarie correnti	148.401		108.436	
24	Debiti commerciali e diversi	1.259.974	74.109	1.414.557	52.660
25	Debiti tributari	45.526		158.976	
26	Altre passività correnti	867.282		773.052	
	TOTALE PASSIVITA' CORRENTI	2.755.414		2.825.197	
	TOTALE PATRIMONIO NETTO e PASSIVITÀ	34.588.597		29.817.396	

Figura 16. Passività correnti al 31.12.2021, *Bilancio 2021*

Nel caso delle passività correnti, come nel caso delle attività correnti, la variazione tra le due annate non è elevata. Infatti, mentre le attività correnti avevano una variazione di circa 500.000 euro in negativo dal 2020 al 2021, anche le passività correnti presentano una leggera variazione in diminuzione di circa 100.000 euro. In questo caso, ciò che varia significativamente sono i debiti tributari, contenenti il saldo al 31 dicembre 2021 del debito dell'imposta regionale sulle attività produttive IRAP, e dei debiti tributari dell'imposta sul reddito delle persone fisiche IRPEF, che diminuiscono da 158.976 a 45.526. Se i debiti tributari registrati presentano una diminuzione importante tra un anno e l'altro, le altre passività correnti bilanciano questa diminuzione con una variazione in aumento simile ai debiti tributari, dovuto per lo più ai seguenti dati²⁰:

- a) Euro 204 mila per debiti verso dipendenti per ferie maturate e non godute, 14° mensilità e bonus contrattuali 2021 da erogare nell'esercizio 2022
- b) Euro 77 mila per debiti verso istituti di previdenza ed assistenza contro gli infortuni sul lavoro versati a gennaio 2022;
- c) Euro 90 mila per debiti relativi all'esodo di un dirigente;
- d) Euro 435 mila per risconti passivi, interamente attribuibili alla fatturazione anticipata rispetto alla locazione ed all'arredamento spazi, siglati con LUISS all'inizio dell'esercizio;
- e) Euro 61 mila relativi per Euro 50 mila all'accordo di investimento a favore di una startup il cui importo è stato versato nei primi giorni di gennaio 2022 e per la restante parte a debiti per attività di formazione al personale.

²⁰ *Bilancio 2021*, p.99, <https://www.LVenturegroup.com/InvestorRelations/wp-content/uploads/2022/04/PROGETTO-DI-BILANCIO-2021.pdf>

NOTE	IN EURO '000	31-DIC-21	di cui parti correlate	31-DIC-20	di cui parti correlate
27	Ricavi e proventi diversi	5.267.204		4.081.120	
28	Risultato netto della gestione investimenti	3.046.033		1.032.140	
29	Costi per servizi	-1.574.173	-458.926	-1.180.364	-248.409
30	Costi del personale	-2.400.150		-1.881.367	
31	Altri costi operativi	-2.167.375		-2.380.302	
	MARGINE OPERATIVO LORDO	2.171.539		-328.773	
32	Ammortamenti e perdite di valore di cespiti	-293.711		-244.459	
33	Ammortamenti e perdite di valore di attività imm.li	-24.674		-17.902	
34	Accantonamenti e svalutazioni	-7.182		-48.168	
	RISULTATO OPERATIVO	1.845.972		-639.302	
35	Proventi finanziari	30.098		110	
36	Oneri finanziari	-148.984		-131.129	
	RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	1.727.087		-770.321	
37	Imposte sul reddito	0		46.449	
	RISULTATO NETTO	1.727.087		-723.872	

Figura 17. Conto economico al 31.12.2021, *Bilancio 2021*

Grazie ai dati dello stato patrimoniale precedentemente analizzati e i dati di conto economico della figura 17, è possibile calcolare vari indicatori economici e finanziari che permettono di analizzare la società nel suo complesso per comprendere se, in termini numerici, l'operato complessivo può essere ritenuto soddisfacente o meno e se, la società riesce ad avere un equilibrio positivo.

I primi indici che saranno calcolati rispondono alla domanda "Quanto un'impresa si è indebitata?" e sono il rapporto di indebitamento e il rapporto debiti-equity.

Rapporto di indebitamento, il quale, in generale, mette a rapporto i debiti a lungo termine con la somma dei debiti a lungo termine ed equity. Essendo però LVG una società italiana, la maggior parte dei finanziamenti che riceve è costituita dai debiti bancari a breve termine rinnovati sistematicamente, quindi, il rapporto di indebitamento prende in considerazione sia i debiti a lungo termine sia i debiti a breve termine per giungere alla formula seguente:

$$\text{Rapporto di indebitamento} = \frac{\text{Deb. a lungo} + \text{Deb. a breve}}{\text{Deb. a lungo} + \text{Deb. a breve} + \text{Equity}} = \frac{6.996.461}{33.312.845} = 0,21$$

$$= 21\%$$

Tramite questo rapporto si calcola la leva finanziaria, cioè quanto il debito è utilizzato per aumentare il rendimento atteso dell'equity. Un'alternativa al rapporto di indebitamento è il rapporto debiti-equity, il quale, proprio come dice il nome, mette a rapporto i debiti correnti e non correnti della società e li confronta con l'equity della stessa, cioè il patrimonio netto.

$$\text{Rapporto debiti – equity} = \frac{\text{Deb. a lungo} + \text{Deb. a breve}}{\text{Equity}} = \frac{6.996.461}{26.346.384} = 0,2655 = 26,56\%$$

In secondo luogo, un coefficiente fondamentale da calcolare risponde alla domanda “Quanto un’impresa è liquida?” ed è l’indice di liquidità corrente. Tale indice è importante in quanto si può controllare, tramite lo stesso, la situazione economica di un’impresa dal punto di vista di liquidità.

$$\text{Indice di liquidità corrente} = \frac{\text{Attività correnti}}{\text{Passività correnti}} = \frac{3.456.779}{2.755.414} = 1,25$$

Ancora, altri indici fondamentali per l’analisi aziendale sono quelli che rispondono alla domanda “Quanto un’impresa è redditizia” e si calcolano dunque i seguenti indici:

- a) *Return on Equity*, ROE, cioè il tasso di remunerazione del capitale di rischio e quindi la valutazione di come il management sia riuscito a gestire i propri mezzi per aumentare il proprio utile. L’indice si calcola come rapporto tra il reddito netto della società in rapporto all’equity medio della stessa.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Reddito netto}}{\text{Equity medio}} = \frac{1.727.087}{\frac{26.346.384 + 22.221.366}{2}} = 0,071 = 7,11\%$$

Il ROE positivo permette di dire che la società ha una situazione reddituale positiva, ed inoltre, significa che l’impresa dovrebbe essere in grado di generare profitto nel medio-lungo termine.

- b) *Return on Investments*, ROI, cioè la dimensione della remunerazione del capitale investito in azienda a titolo di debito o di rischio. Il ROI si calcola come rapporto tra il reddito operativo e il totale delle attività.

$$\text{ROI} = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Totale attività}} = \frac{1.845.972}{34.588.597} = 0,053 = 5,34\%$$

- c) *Return on Assets*, ROA, cioè la misura della redditività delle attività societarie. Anche il ROA si calcola come rapporto e si confrontano il reddito netto della società e il totale delle attività.

$$\text{ROA} = \frac{\text{Reddito netto}}{\text{Totale attività}} = \frac{1.727.087}{34.588.597} = 0,049 = 4,99\%$$

Sia il ROI sia il ROA presentano, come il ROE, valori positivi e, sebbene non siano eccessivamente alti, corrispondono ad un buon operato della società dato che rappresentano creazione di valore dovuta all’utilizzo di investimenti ed attività.

In ultimo, rimangono gli indici che rispondono alla domanda “Quanto un’impresa è valutata dal mercato?” e tra questi vi sono:

- a) Rapporto prezzo-utili, detto anche *Price Earnings Ratio*, che misura il prezzo cui gli investitori sono disposti a pagare per 1 euro di utili. Attualmente, il PE Ratio di LVG è pari a 9,33 ed è calcolato come rapporto tra il prezzo dell’azione, al momento 0,3360, e gli utili per azione, pari a 0,0360.

b) Rapporto valore di mercato-valore contabile, cioè il rapporto tra il valore di mercato dell'equity e il valore contabile dell'equity della società. LVG presenta un valore di mercato, calcolato come prodotto tra il numero di azioni al 31.12.2021 e il prezzo di un'azione al 31.12.2021, pari a 21.109.069,2 ed un valore contabile pari a 26.346.384. Dunque, il loro rapporto dà la possibilità di trovare l'indice pari a 0,801.

Quindi, dopo aver calcolato i vari indici, è possibile definire LVenture Group come una società con ampie ambizioni e capacità di crescita future i cui valori possono far ben sperare un potenziale investitore. Bisogna comunque precisare che, per quanto questi numeri positivi siano necessari per una buona analisi aziendale, non sono sufficienti per decisioni di investimento ma devono essere contestualizzati al mercato di appartenenza della società, confrontati con altre società concorrenti, con i numeri passati della società stessa ed altri fattori che alterano le decisioni finali di un investitore. Si puntualizza, infine, che l'appena descritto paragrafo non ha valore decisionale in materia di investimento ma illustra solamente i numeri conseguiti dalla società LVenture Group nel 2021.

IL MONDO DELLE START-UP INNOVATIVE E TETA

3.1 Caratteri generali e regolamentazione italiana delle start-up innovative

In Italia, con l'introduzione da parte del Governo del D.L. 179/2012, denominato Decreto Crescita 2.0, è stata introdotta nell'ordinamento giuridico italiano la definizione di start-up innovativa con lo scopo di sostenere la crescita di idee imprenditoriali con alto talento e valore durante il loro intero ciclo di vita. Si faccia attenzione come nel testo verranno citate solo le start-up ma tutte le misure in materia riguardano anche le piccole e medie imprese innovative italiane.

Quindi, secondo l'articolo 25 del Decreto-Legge 179/2012, una start-up innovativa è definita come “una società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano ovvero una Societas Europaea, residente in Italia ai sensi dell'articolo 73 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione”²¹. Inoltre, secondo l'appena citato articolo, affinché la società possa avvalersi dei benefici offerti dal Legislatore, la stessa deve presentare determinati fattori:

- a) essere costituita e svolgere l'attività di impresa da meno di quarantotto mesi;
- b) avere la sede principale dei propri affari in Italia;
- c) avere un fatturato annuo inferiore a 5 milioni di euro a partire dal secondo anno di attività;
- d) non aver distribuito utili e non distribuirli al momento;
- e) avere come oggetto sociale, esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;
- f) non essere stata costituita tramite fusione, scissione o cessione di rami d'aziende o aziende intere;
- g) possedere uno tra i seguenti criteri:
 - 1- almeno il 15% del maggiore tra fatturato e costi è assoggettabile ad attività di ricerca e sviluppo;
 - 2- l'impiego dei dipendenti deve essere almeno di 1/3 di dottorandi, dottori di ricerca o ricercatori oppure almeno per 2/3 di soci o collaboratori a qualsiasi titolo in possesso di laurea magistrale;
 - 3- la società deve essere titolare, depositaria o licenziataria di un brevetto o titolare di un programma.

²¹ Art. 25 Decreto-Legge 18/10/2012 n.179 convertito dal Parlamento con la Legge n.221/2012, <https://www.mise.gov.it/images/stories/Art25-dl179-2012.pdf>

Dunque, le società che rispettano i suddetti fattori, possono accedere allo status di start-up innovativa tramite autocertificazione del rappresentante legale da depositare in una sezione speciale del Registro delle imprese presso la Camera di Commercio e godere delle forti agevolazioni societarie e fiscali che l'Italia prevede per tale tipologia di società.

Le agevolazioni possibili a cui le start-up possono far riferimento sono molteplici e interessano, come accennato in precedenza, vari campi di applicazione delle stesse. Dal sito del Ministero dello Sviluppo Economico è possibile reperire informazioni tramite il documento denominato "Agevolazioni a favore delle start-up innovative"²², il quale elenca tutti i possibili vantaggi di cui una start-up può usufruire. Vengono elencate di seguito le agevolazioni ritenute dal candidato di maggiore impatto e utilità:

a) COSTITUZIONE DIGITALE E GRATUITA

Tale agevolazione si rivolge a tutte le nuove società costituite in forma di S.r.l. consentendo alle stesse di redigere l'atto costitutivo e lo statuto in maniera completamente informatica tramite un modello standardizzato convalidato con firma digitale. Inoltre, le start-up possono sfruttare la medesima procedura anche per modifiche degli atti fondativi.

b) INCENTIVI ALL'INVESTIMENTO IN CAPITALE DI START-UP INNOVATIVE

Affinché sia incentivato l'investimento nel capitale di rischio delle start-up, dal 1° gennaio 2017, la normativa italiana in materia prevede uno sgravio fiscale maggiore rispetto a quello precedente, a patto che, l'investimento abbia una durata minima (*holding period*) di tre anni. Infatti, per le persone fisiche è previsto una detrazione dall'imposta lorda dell'IRPEF pari al 30% sul totale investito, fino ad un massimo di 1.000.000,00 di euro. Tale agevolazione riguarda gli investimenti diretti nelle start-up e anche gli investimenti indiretti per il tramite di OICR o società investitrici specialmente in start-up.

c) SMART & START ITALIA

A favore della nascita e dello sviluppo di imprese innovative, a regolamentazione italiana in materia di start-up, prevede un finanziamento a tasso zero con un programma di spesa compreso tra i 100.000,00 euro e 1.500.000,00 di euro. Tale finanziamento ha lo scopo di coprire l'80% delle spese e può salire al 90% se l'impresa è strutturata da sole donne, da giovani sotto i 35 anni oppure, tra i soci, vi è anche un dottore di ricerca che opera all'estero. A poter richiedere il finanziamento sono le start-up istituite da meno di 60 mesi, team di persone fisiche anche residenti all'estero che però vogliono dar vita alla start-up in Italia e le imprese straniere che si impegnano nell'istituire una sede della stessa in territorio italiano.

²²MISE, *Agevolazioni a favore delle start-up innovative*, Ottobre 2020
https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Sito_Agevolazioni_Startup_innovative_ITA_Ottobre_2020.pdf

d) FAIL FAST

La regolamentazione italiana delle start-up non prevede agevolazioni solo per la nascita e lo sviluppo di nuove imprese ma favorisce anche la conclusione delle attività trattando in maniera più rapida e meno gravosa a livello fiscale l'uscita dal mercato e la chiusura definitiva della stessa impresa. Infatti, tutte le start-up iscritte nella sezione speciale del Registro delle Imprese, sono esonerate dalle procedure di fallimento, concordato preventivo e liquidazione coatta amministrativa.

Se è vero che la pandemia per COVID-19 ha mostrato i forti limiti dell'economia italiana accrescendo i livelli della crisi nel paese, allo stesso tempo ha mostrato la resilienza che le imprese innovative hanno avuto nel rispondere al problema. Infatti, dai dati che emergono da uno studio²³ del luglio 2020 condotto da Italian Tech Alliance, denominata allora VC Hub Italia, insieme ad EY, si nota come, durante l'emergenza pandemica, il 58% delle start-up ha aumentato il proprio personale, il 32% ha registrato un aumento della domanda e il 27% ha aumentato i propri ricavi. Tutto ciò è stato possibile anche grazie all'intervento della politica italiana, la quale nel maggio 2020 ha emesso il noto Decreto Rilancio²⁴ con il quale sono state introdotte misure a sostegno delle start-up in risposta all'emergenza COVID-19. Le appena citate misure sono ritrovabili nel documento "Agevolazioni a favore delle start-up innovative". Di seguito saranno riportati alcuni punti chiave, ritenuti più importanti dal candidato, esposti per rispondere all'emergenza COVID-19. Dunque, tra i provvedimenti introdotti affinché l'ecosistema delle nuove imprese innovative non fallisse vi sono:

a) CONTRIBUTI A FONDO PERDUTO PER L'ACQUISTO DI SERVIZI PER LO SVILUPPO DI IMPRESE INNOVATIVE

Con il Decreto Rilancio sono stati stanziati 10.000.000,00 di euro sotto forma di contributi a fondo perduto finalizzati all'acquisto di servizi forniti da acceleratori, *innovation hub*, incubatori e altri soggetti. Inoltre, questi fondi sono stati emessi con il fine di favorire la comunicazione tra imprese nuove e imprese tradizionali affinché tutto l'ecosistema giovasse di rapporti forti tra le diverse realtà.

b) SOSTEGNO AL VENTURE CAPITAL

Per l'anno 2020, sono stati stanziati ulteriori 200.000.000,00 di euro per il Fondo di sostegno al venture capital per sostenere gli investimenti nel capitale tramite sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi, obblighi convertibili o altri strumenti finanziari di debito, a favore di tutte le start-up innovative.

²³ VC Hub Italia, EY, *L'impatto dell'emergenza COVID-19 sulle start-up e sull'ecosistema dell'innovazione in Italia*, Luglio 2020, <https://public.flourish.studio/story/442313/>

²⁴ Decreto-legge 19 maggio 2020 n.34 convertito in legge dalla legge di conversione 17 luglio 2020 n.77, <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/07/18/20A03914/sg>

c) **PROROGA DEL TERMINE DI PERMANENZA NELLA SEZIONE SPECIALE DEL REGISTRO DELLE IMPRESE**

Per le start-up iscritte nella sezione speciale del Registro delle imprese al 19 maggio 2020 è stata prevista una proroga del termine di permanenza nella stessa di 12 mesi, passando quindi da 60 mesi a 72 mesi.

d) **PROGRAMMA INVESTOR VISA FOR ITALY: DIMEZZAMENTO DELLE SOGLIE MINIME DI INVESTIMENTO**

L'Italia ha previsto di dimezzare le soglie per investitori esteri prevedendo un minimo di 500.000,00 euro (prima di tale regolamentazione la soglia minima era di 1.000.000,00 euro) per investimenti in strumenti rappresentativi di società di capitali ed un minimo di 250.000,00 euro per investimenti in start-up innovative iscritte nella sezione speciale precedentemente accennata.

e) **ULTERIORI INCENTIVI PER GLI INVESTITORI**

Per investimenti fino a 100.000,00 euro nel capitale di una o più start-up, gli investitori possono beneficiare di una detrazione IRPEF del 50% in ogni periodo d'imposta.

3.2 Start-up innovative in Italia

Per poter analizzare il mondo delle start-up in Italia, il MISE mette a disposizione trimestralmente un report²⁵ con dati strutturali relativi alla distribuzione e all'operato delle nuove società.

A favore di quanto detto in precedenza, seguirà un'immagine che descrive l'andamento dimensionale (numero di soci e dipendenti) delle start-up italiane dal terzo trimestre del 2014 fino al terzo trimestre del 2021.

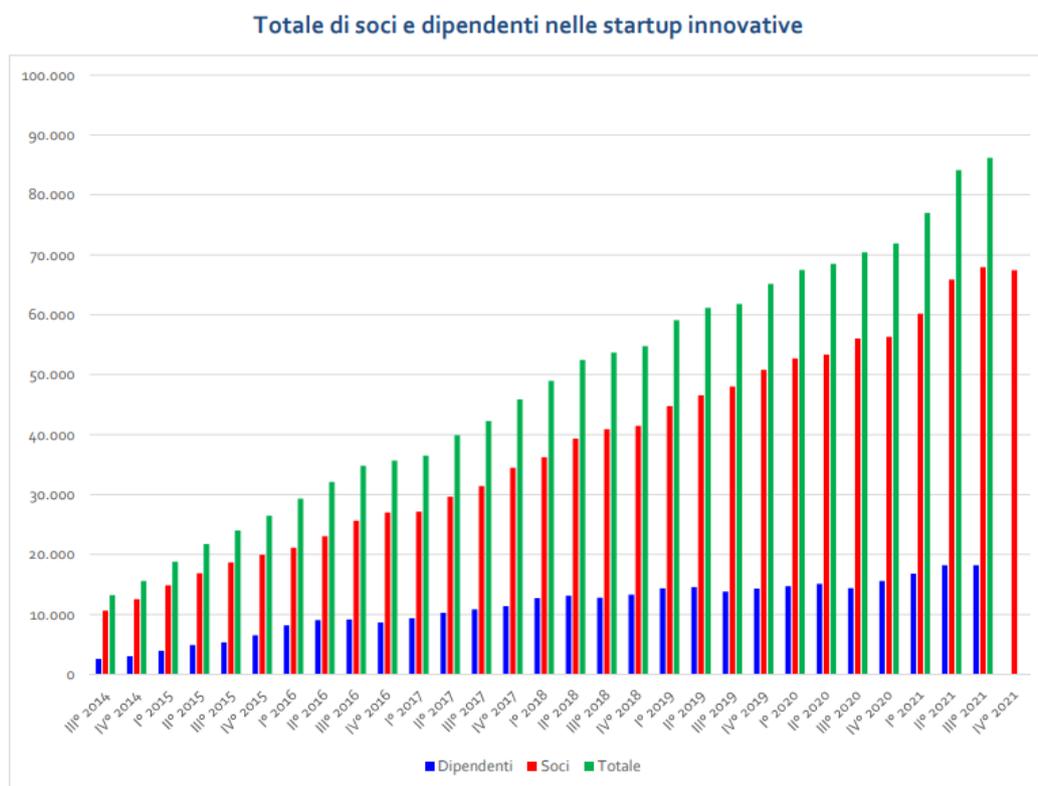


Figura 18. Numero totale di soci e dipendenti nelle start-up innovative, *Report trend IV trimestre 2021*, 01 Gennaio 2022

Nell'immagine sovrastante è possibile notare l'aumento di interesse da parte di lavoratori e investitori nel lavoro delle start-up italiane. Infatti, in meno di un decennio caratterizzato da fattori estremamente negativi come il periodo di crisi dovuto prima alla crisi del 2008 del mercato immobiliare e poi alla crisi del 2013, e lo stato di emergenza COVID-19, il panorama italiano delle start-up, al 2021, è riuscito a svilupparsi quasi quadruplicando il numero di dipendenti e soci rispetto al 2015. Ciò dimostra che in un paese come l'Italia, ritenuto decisamente arretrato in materia rispetto al resto dei paesi più sviluppati europei, si sta rispondendo alla necessità di potenziare l'innovazione e la crescita dell'economia del paese con fiducia in nuove forme di impresa.

²⁵ MISE, *Report trend IV trimestre 2021*, 01 Gennaio 2022, https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/4_trimestre_2021_infocamere.pdf

A sostegno di quanto appena detto, dallo stesso report è possibile studiare la diffusione delle start-up innovative sul suolo italiano tramite la tabella che segue, la quale mostra le variazioni positive del numero e della dimensione delle start-up tra il terzo e quarto trimestre del 2021.

	3° trim 2021	4° trim 2021	Variazioni in % 4° trim 2021 / 3° trim 2021
N. startup innovative	14.032	14.077	0,32
N. nuove società di capitali	384.910	386.025	0,29
% startup innovative sul totale delle nuove società di capitali	3,65	3,65	n.d.
Capitale sociale totale dichiarato dalle startup innovative	913.566.347 €	938.065.570 €	2,68
Capitale sociale totale dichiarato dalle nuove società di capitali	29.951.376.215 €	30.337.264.055 €	1,29

Figura 19. Numero e dimensione start-up innovative in Italia per gli ultimi due trimestri del 2021, *Report trend IV trimestre 2021*, 01 Gennaio 2022

Da questa tabella si nota come tra il terzo e il quarto trimestre del 2021 vi è stato un aumento del numero di start-up registrate alla sezione speciale del registro delle Imprese pari a 45, corrispondente allo 0,32% sul totale. Come per il numero di start-up, il capitale sociale sottoscritto complessivamente ha avuto una variazione positiva pari al 2,68%, registrando cioè un incremento di 24.499.223,00 di euro. Delle 14.077 start-up innovative presenti in Italia, 7.534, ossia il 54%, sono stabilite nel Nord Italia, 4.552, ossia il 32% del totale, sono stabilite nella zona centrale d'Italia ed infine, 1.991 start-up, ossia il 14% del totale, si trovano nel Sud Italia.

Classifica	Regione	N. startup innovative 4° trim 2021	% rapporto startup innovative sul totale nazionale	% rapporto startup innovative sul totale nuove società di capitali della regione
1	LOMBARDIA	3749	26,63	5,02
2	LAZIO	1700	12,08	3,09
3	CAMPANIA	1290	9,16	2,86
4	VENETO	1110	7,89	3,85
5	EMILIA-ROMAGNA	1063	7,55	3,94
6	PIEMONTE	788	5,60	4,05
7	TOSCANA	672	4,77	2,87
8	SICILIA	667	4,74	2,73
9	PUGLIA	639	4,54	2,64
10	MARCHE	395	2,81	4,38
11	TRENTINO-ALTO ADIGE	311	2,21	5,51
12	ABRUZZO	266	1,89	2,95
13	CALABRIA	261	1,85	2,77
14	FRIULI-VENEZIA GIULIA	246	1,75	4,95
15	LIGURIA	245	1,74	3,49
16	UMBRIA	229	1,63	4,61
17	SARDEGNA	212	1,51	2,53
18	BASILICATA	132	0,94	4,32
19	MOLISE	81	0,58	3,92
20	VALLE D'AOSTA	21	0,15	4,46

Figura 20. Distribuzione regionale delle start-up innovative sul suolo italiano, *Report trend IV trimestre 2021*, 01 Gennaio 2022

Nella tabella seguente è possibile visionare i risultati economici che il mercato italiano delle start-up innovative ha raggiunto. Come citato nel report ufficiale, i dati di bilancio disponibili alla stesura del documento riguardano il 61,7% delle start-up totali iscritte nel registro delle imprese al 1° gennaio 2022, dunque 8.688 su 14.077. In generale vi è una maggioranza di società in perdita pari al 52,9% sul totale e ciò giustifica i dati della Tabella 11, infatti:

Anno bilancio 2020	Startup innovative		Nuove società di capitali	
	Totale	Solo in utile	Totale	Solo in utile
ROI	-0,04	0,10	0,02	0,07
ROE	-0,09	0,17	0,04	0,17
Indipendenza finanziaria	0,42	0,39	0,42	0,44
Valore aggiunto/valore produzione	0,22	0,33	0,25	0,28

Figura 21. Indicatori di bilancio 2020, *Report trend IV trimestre 2021*, 01 Gennaio 2022

Il ROI, definito nel capitolo precedente come un indicatore finanziario che rappresenta la redditività operativa, cioè la capacità di remunerare sia il capitale di rischio sia il capitale di debito si calcola come il rapporto tra il risultato operativo e il capitale investito. Dunque, a bilancio 2020, le start-up innovative hanno registrato un ROI negativo, ciò significa che i progetti portati avanti dalle nuove società non sono stati completamente di successo avendo creato così una perdita di denaro. Nella tabella, i dati sono differenziati in base a ciò che viene preso in considerazione. Infatti, il mondo delle start-up registra la maggior parte delle volte perdite, motivo per cui la tabella mostra anche il ROI delle società che hanno registrato un utile. Questo dato è decisamente migliore rispetto al dato totale e dimostra come le start-up in utile riescano a far fruttare i propri investimenti.

Il ROE, anche questo definito in precedenza come un indice economico che rappresenta la redditività del capitale proprio sfruttato per studiare il rendimento del capitale conferito dai soci, è calcolato come il rapporto tra l'utile netto della società e il capitale proprio della stessa. Come per il ROI, anche il ROE risultato a bilancio 2020 è negativo, ciò indica una perdita con conseguente erosione dei mezzi propri. Ma se si prende in considerazione il ROE delle sole società in utile si nota un decisivo miglioramento di 8 punti percentuali.

L'indice di indipendenza finanziaria è un indicatore che mostra la proporzione di attivo finanziato da capitale proprio ed è calcolato come rapporto tra patrimonio netto e il totale del passivo patrimoniale. In questo caso, le start-up hanno registrato un'autonomia finanziaria positiva indicando così un buon livello di autofinanziamento.

Infine, l'ultimo indicatore, quindi il rapporto tra valore aggiunto e valore della produzione, indica l'incidenza della ricchezza generata o distrutta per effetto dei vari processi di trasformazione utilizzati dalle start-up. Nella tabella è riportato il valore 0,22, il quale indica che per ogni euro speso dalle start-up, le stesse generano circa 22 centesimi di valore aggiunto.

3.3 Portafoglio start-up LVenture Group

LVenture Group detiene al momento un portafoglio con più di 80 start-up che si distinguono per il settore di appartenenza. Dalle fonti ufficiali della società è possibile distinguere dieci settori di sviluppo delle start-up possedute. Di seguito vengono accennati i settori di maggior rilievo in ambito innovativo:

- Analytics & big data*, il settore informatico per cui sono sviluppati strumenti di raccolta e analisi di grandi quantità di dati, i quali sono, il più delle volte, nascosti;
- B2B Services*, ossia il settore in cui a contrattare per determinati prodotti e servizi sono due aziende. Da questo il nome B2B che sta per *Business-to-Business*;
- SaaS*, ossia il settore che cura il mercato dei servizi forniti agli utenti tramite il cosiddetto *cloud computing*, cioè tramite internet senza la necessità di scaricare un'applicazione nel proprio computer.

La figura che segue mostra alcune delle start-up presenti nel portafoglio di LVG e, insieme al logo ed al nome delle stesse, sono indicati i fondi stanziati, con una netta divisione tra le maggiori nuove società uscite dalla fase di accelerazione e quelle ancora in fase di accelerazione nel 2021.



Figura 22. Portafoglio start-up LVenture Group, Bilancio 2021

Tra le start-up presenti in figura, nello specifico tra quelle in fase di accelerazione, compare Teta, ossia la start-up oggetto dell'elaborato che verrà presentata e analizzata, per quanto possibile, nel paragrafo successivo.

3.4 L'innovazione nel settore della programmazione: Teta

L'oggetto finale dell'elaborato prevede una presentazione della start-up Teta, la quale sarà descritta grazie ai documenti presenti su internet ed all'esposizione di un'intervista ad uno dei fondatori della start-up. Per motivi di privacy i dati economici non sono stati discutibili in fase di intervista e dunque non saranno riportati dati sensibili ma, saranno descritte le operazioni che dipendono dai determinati ammontare, anche se corrispondono soprattutto ad operazioni di marketing.

Nata a settembre 2021 a Roma e rilasciata in versione pre-alfa²⁶ solo per un gruppo ristretto di utilizzatori, Teta è una start-up innovativa che consente di rivoluzionare totalmente il processo della programmazione di applicazioni. Infatti, come noto, affinché si possa creare una nuova applicazione per mobile o per piattaforme fisse, vi è bisogno di una serie di competenze chiave specifiche in materia di programmazione ed un team di soggetti che riesca ad armonizzarle e sfruttarle al meglio per il miglior risultato finale possibile. Ciò che effettivamente Teta consente di fare, è proprio lo sviluppo di piattaforme personalizzate tramite l'eliminazione del codice base e direttamente da web o dall'omonima applicazione in tempi decisamente ristretti rispetto alla classica programmazione, per ottimizzare, di conseguenza, la produttività degli sviluppatori. Da ciò, infatti, nasce lo slogan di Teta: "*Build an app in a weekend*", cioè, letteralmente, costruisci un'applicazione in un weekend. Dunque, il fine ultimo dei fondatori di Teta è stato, in fase di nascita, ed è, attualmente, quello di semplificare la creazione di una applicazione senza approfondite conoscenze nel settore del *coding*²⁷ tramite piattaforme accessibili a tutti e visivamente comprensibili a chiunque, soprattutto vista la facilità visiva dell'interfaccia dell'applicazione stessa.

²⁶ La versione alfa o alpha, in informatica, individua un software che è in fase di sviluppo, le cui funzionalità non sono ancora state completamente implementate e che presenta sicuramente una lunga serie di bug che dovranno essere risolti. L'ordine delle versioni di un software è: Pre-Alpha, Alpha, Beta, Gamma, RC, RTM (rilascio ufficiale)

²⁷ Dall'inglese coding, capacità di programmare, di apprendere la scrittura di un codice informatico per la composizione di un programma.

Da chi e perché è nata l'idea dell'*app builder* Teta?

L'ideatore del progetto è l'attuale CEO, Andrea Buttarelli, il quale, grazie alla sua istruzione universitaria nell'ambito del design e dell'informatica conseguita con ottimi risultati, ha deciso di creare Teta per rispondere alla necessità di programmare anche da dispositivi mobili facilitandone il processo. Infatti, come accennato in precedenza, Teta prevede l'eliminazione parziale del codice ai fini di programmazione, per questo fa parte del settore *low code* e lascia spazio al linguaggio di programmazione *flutter*, ossia il linguaggio informatico semplificato per creare applicazioni. Tra le innovazioni che Teta porta nel settore del *low code* vi è sicuramente la *real time collaboration*, cioè la possibilità di cooperare alla creazione dell'app simultaneamente insieme ad altri utenti. La *real time collaboration* consente di creare collegamenti tra le figure che lavorano ad uno stesso prodotto, come ad esempio designer e programmatori, per diminuire i tempi di creazione dello stesso e creare sinergie tra i vari ruoli.

Attualmente, il team di Teta conta, oltre al CEO ed ideatore Andrea Buttarelli, altri tre co-fondatori con ruoli di direzione tra cui: un Chief Operating Officer, COO, un Chief Product Officer, CPO ed un Chief Marketing Officer, CMO. Avendo registrato ottimi risultati in meno di un anno, Teta ha avuto la possibilità di ampliare il proprio team riuscendo ad assumere sei dipendenti per un totale di dieci soggetti dietro al progetto.

Cosa distingue Teta dagli *app builder* concorrenti?

Innanzitutto, bisogna identificare i principali competitor di settore di Teta. Le maggiori alternative sono:

- a) FlutterFlow, i cui fondatori sono ex programmatori e dipendenti Google ed è il maggior concorrente nel settore;
- b) Adalo,
- c) V.One.

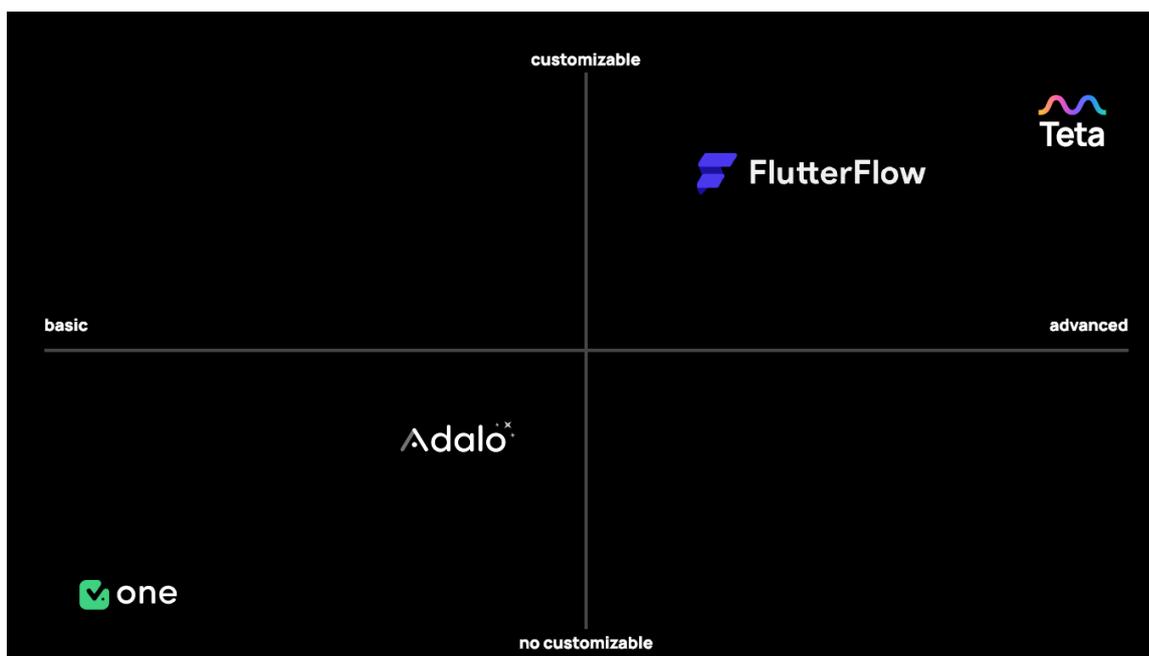


Figura 23. Posizionamento Teta in confronto ai competitor riguardo la personalizzazione del prodotto, *Presentazione società*

Si noti che, se anche esistono molte più di quattro *no code builder app*, la decisione dei rappresentanti di Teta di inserire solo i tre citati competitor è dovuta alla somiglianza che vi è tra queste. Non avrebbe avuto senso confrontare *app builder* con caratteristiche troppo differenti.

Rispetto agli appena citati competitor, Teta si pone in posizione di netto vantaggio sulla personalizzazione del progetto da realizzare. Ciò consente all'utente di poter creare un'applicazione totalmente innovativa alle altre mostrando, di fatto, un prodotto creato completamente secondo le esigenze dei futuri utilizzatori. Un esempio pratico di tale peculiarità di Teta è la personalizzazione della cosiddetta *bottom bar*, cioè la barra inferiore presente in ogni applicazione. Utilizzando le applicazioni concorrenti è possibile creare una *bottom bar* classica con le icone di pagina principale, profilo o preferiti, mentre con Teta è possibile posizionare all'interno di essa qualsiasi altra icona che possa essere valutata di maggiore importanza dall'utilizzatore.

Quali erano gli obiettivi quando Teta è stata accelerata da LVenture Group?

Come ovvio che sia per ogni neonata start-up, l'obiettivo primario di Teta, al suo rilascio, era innanzitutto quello di sopravvivere nel settore ed arrivare a consumatori cui la programmazione è requisito richiesto in molti ambiti. Oltre la sopravvivenza, un altro obiettivo perseguito è stato quello di espandersi e rendere la società sempre più famosa. Dunque, i creatori di Teta hanno intrapreso subito molte operazioni di marketing, finanziate al 100% da LVenture Group, per ampliare la propria copertura utilizzando, a differenza di tutti gli altri competitor, i social in maniera innovativa, soprattutto sfruttando per primi il social network TikTok con campagne specifiche. La programmazione giornaliera ed oraria dei contenuti gli ha permesso di diventare virale al punto da raggiungere una copertura mondiale, in soli due mesi, di 60.000 utenti registrati da oltre 120 paesi con oltre 31.000 progetti di app sviluppati e 150.000 *followers* su TikTok.



Figura 24. Risultati ottenuti solo nei primi due mesi di attività, *Presentazione società*

Quali sono attualmente i piani prefissati dopo la prima fase di accelerazione da parte di LVenture Group e la successiva da parte di Exor Seeds?

Dopo la prima fase di accelerazione di Teta da parte di LVenture Group, Teta ha ricevuto altrettanti fondi da Exor seeds, cioè un team appartenente alla holding Exor che investe nelle fasi di *early stage financing* delle start-up. Grazie ai finanziamenti ricevuti prima da LVenture Group e poi da Exor seeds, Teta ha potuto programmare obiettivi di breve e lungo termine con ampie vedute. Infatti, l'attuale focus della start-up è quello di aumentare il numero di utenti attivi migliorando l'applicazione stessa e le operazioni di marketing. In aggiunta al numero degli utenti attivi sull'applicazione Teta, un altro obiettivo dei fondatori è quello di aumentare in maniera esponenziale il numero di applicazioni pubblicate con la propria app andando così ad affermarsi contro i competitor. Infine, l'ultimo obiettivo attualmente prefissato, in fase di attuazione, è quello di creare un database proprio con le informazioni degli utenti, dato che, questi ultimi, in fase di realizzazione dell'applicazione, sono collegati ad un database esterno chiamato Supabase.

CONCLUSIONI

Il presente elaborato si è posto l'obiettivo di studiare come l'innovazione si sia evoluta e continui ad evolversi tramite i finanziamenti da fondi di venture capital in Italia studiando quindi il settore dei fondi stessi ed analizzando una delle società di venture capital più attive, dalla nascita, in Italia. Proprio per questo il candidato ha ritenuto opportuno, nel secondo capitolo del lavoro di tesi, calcolare gli indici economico-finanziari utili ad un'analisi aziendale delineando quindi l'equilibrio di LVenture Group.

Dall'analisi del documento di bilancio di LVenture Group e dei rispettivi indici calcolati è emerso come, nel complesso, il fondo abbia intrapreso e registrato operazioni redditizie, migliorando le performance aziendali del 2020, le quali, ovviamente, hanno risentito in enorme misura della crisi pandemica dovuta al COVID-19. A tal proposito, si sono evidenziate le variazioni significative con annesse spiegazioni, anche se non totalmente oggettive dato che le performance aziendali possono risentire sia di fattori pubblici sia non.

Tenuto conto di ciò che è stato analizzato e spiegato nell'elaborato, è oggettivo realizzare quanto l'Italia, anche se in ritardo per un paese sviluppato, stia valorizzando e consolidando un settore tanto redditizio quanto fondamentale come quello delle start-up, che può realmente aiutare ogni singolo settore del paese a crescere nuovamente e posizionarsi tra i migliori almeno in Europa.

Dunque, lo sviluppo del venture capital in Italia e la relazione dello stesso con le start-up innovative italiane, devono essere potenziati e ritenuti elementi fondamentali per lo sviluppo ed il progresso, soprattutto dopo la crisi da COVID-19, affinché l'Italia possa fronteggiare le avversità future con spirito innovativo.

Bibliografia

Anitec-Assinform, *Il mercato digitale in Italia 2021. Mercati, Dinamiche, Policy*. 52 Edizione, Luglio 2021;

Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 6 Edizione, Milano, Guerini Next, 2021;

Gompers P., Lerner Josh, *The Venture Capital Revolution*, Volume 15, 2001,

Mishkin Frederic S., Eakins Stanley G., Beccalli E., *Istituzioni e Mercati Finanziari*, 9 Edizione, Milano, Pearson, Settembre 2019

Szego B., *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, Quaderni di Ricerca Giuridica, Giugno 2002

Sitografia

Morandi L., Spedaliere C., Salatino G., Fioramonti G., Gambini Pierleoni G., *Guida al corporate venture capital*, AIFI, 2018,

<https://www.aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=Ka45r4c222i7Wb688EghdPXTLD15>
[Cf](#)

MISE, *Report trend IV trimestre 2021*, 01 Gennaio 2022,

https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/4_trimestre_2021_infocamere.pdf

MISE, *Agevolazioni a favore delle start-up innovative*, Ottobre 2020

https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Sito_Agevolazioni_Startup_innovative_ITA_Ottobre_2020.pdf

LVenture Group, *Bilancio 2021*; <https://www.lventuregroup.com/InvestorRelations/wp-content/uploads/2022/04/PROGETTO-DI-BILANCIO-2021.pdf>

LVenture Group, *Prospetto Informativo*, 2019,

https://www.LVenturegroup.com/InvestorRelations/wp-content/uploads/2019/07/LVG-Prospetto-Informativo-Luglio-2019_.pdf

VC Hub Italia, EY, *L'impatto dell'emergenza COVID-19 sulle start-up e sull'ecosistema dell'innovazione in Italia*, Luglio 2020, <https://public.flourish.studio/story/442313/>