

Dipartimento di Impresa e Management  
Cattedra di Finanza Aziendale

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

Relatore  
Prof. Mattarocci Gianluca

Candidato  
Matr.181021  
Flavio Faraci

Anno accademico 2015/2016

*Ai miei nonni*

*a colui che non ho mai conosciuto,  
a colei che spero possa ancora gioire per i miei futuri successi,  
a colui che mi ha avviato alla curiosità della materia,  
a colei che ha avuto la pazienza di leggerla.*

## Indice

<i>Introduzione</i> .....	4
<b>Capitolo 1</b> .....	7
<b>I Venture Capital</b> .....	7
<i>Introduzione</i> .....	7
1.1 Definizione e caratteristiche .....	8
1.2 Fasi dell'intervento del Venture Capital .....	11
1.3 Strategie di uscita e performance .....	17
<i>Conclusioni</i> .....	20
<b>Capitolo 2</b> .....	22
<b>Le StartUp innovative</b> .....	22
<i>Introduzione</i> .....	22
2.1 Definizione .....	23
2.2 Normativa .....	25
2.3 Mercato .....	31
<i>Conclusioni</i> .....	36
<b>Capitolo 3</b> .....	37
<b>Il caso: L Venture Group</b> .....	37
<i>Introduzione</i> .....	37
3.1 La storia dell'impresa .....	38
3.2 Il portafoglio di imprese finanziate .....	43
3.3 Analisi di bilancio .....	48
<i>Conclusioni</i> .....	55
<b>Conclusione</b> .....	57
<b>Bibliografia</b> .....	60
<b>Sitografia</b> .....	61

## *Introduzione*

Il seguente lavoro ha l'obiettivo di analizzare un fenomeno in forte espansione negli ultimi anni, vale a dire quello delle start-up innovative, imprese relativamente giovani che producono beni o servizi innovativi.

L'analisi comincia dalla fonte principale di finanziamento di cui tali società dispongono, ovvero i Venture Capital. Essi sono fondi che investono (conferendo capitale di rischio) in start-up innovative nella loro prima fase di vita, le supportano nella crescita e nella maturazione, con l'obiettivo di rivenderle ad un prezzo nettamente più alto rispetto a quello d'acquisto. L'investimento in start-up innovative, nel caso vada a buon fine, permette di ottenere ampi margini di profitto, giustificati dall'alto tasso di rischio che caratterizza tale settore. Più in particolare, verrà inizialmente rappresentata e definita la funzione del fondo di venture capital e del venture capitalist che lo gestisce. Successivamente verranno prese in considerazione le differenti fasi che svolge un fondo di venture capital nel processo di investimento, a partire dallo screening e dalla selezione iniziale fino al momento dell'elaborazione della strategia di exit, probabilmente la

fase più importante per far sì che l'investimento sia di successo, alla quale verrà infatti dedicato un maggiore approfondimento.

Il secondo capitolo si concentrerà invece esclusivamente sulle start-up innovative in quanto tali. Esso avrà lo scopo di spiegare cosa si intende per start-up innovativa, enunciando inizialmente alcune delle definizioni di start-up più blasonate. Successivamente l'attenzione si sposterà sull'aspetto normativo. Verranno citate infatti sia le norme riguardanti la definizione e la regolamentazione delle start-up innovative, sia quelle riguardanti i benefici fiscali che si possono ottenere. Infine sarà esposta un'analisi settoriale del mercato italiano delle start-up innovative, includendo alcuni dati principali di bilancio per comprendere l'influenza economica che tali start-up possono avere.

Infine l'ultimo capitolo verrà dedicato al case study riguardante LVenture Group, operante sia come fondo di venture capital che come acceleratore di start-up grazie all'incubatore Enlabs. Questo studio riguarderà in prima istanza la storia della società, evidenziando anche alcuni dei suoi fattori di successo. Di seguito verrà preso in considerazione il portafoglio di LVenture Group, studiandone la diversificazione e la tipologia degli

investimenti effettuati. In conclusione si prenderà in esame la situazione patrimoniale e finanziaria del gruppo, verranno presentati i dati di bilancio più rilevanti e verranno messi a confronto con altre società comparabili.

# Capitolo 1

## I Venture Capital

### *Introduzione*

In questo primo capitolo verrà studiato cos'è un Venture Capital, analizzandone le caratteristiche principali, gli obiettivi e le strategie che tale tipo di fondo adotta. In particolare nel primo paragrafo si vedrà cosa distingue i Venture Capital dai Business Angels e dagli altri fondi di Private Equity e il loro ruolo a supporto delle StartUp. Nel secondo paragrafo invece verrà trattato il processo di investimento di un fondo di Venture Capital: dalla raccolta dei capitali al loro impiego. Verranno inoltre esaminate le varie fasi dell'investimento, come la selezione, la valutazione ed infine le tecniche di disinvestimento. Saranno queste ultime ad essere riprese nel terzo e ultimo paragrafo, dove verranno analizzate le diverse "exit strategies". Porremo infine l'attenzione sull'importanza della valutazione delle performance dei Venture Capital fornendo anche i metodi e le formule per calcolarle.

## **1.1 Definizione e caratteristiche**

Il capitale di un'impresa è formato da due componenti: il capitale di debito ed il capitale di rischio. Secondo la “pecking order theory”, le imprese hanno diverse preferenze per i vari strumenti di finanziamento, a causa della diversa sensibilità alle asimmetrie informative tra l'impresa e il mercato. Prima di tutto esse preferiscono finanziarsi tramite autofinanziamento, via non percorribile per imprese neonate o comunque nei primi stadi di vita (le cosiddette “StartUp”), data l'incapacità di generare utili netti nei primi esercizi dell'attività. Al secondo posto troviamo il finanziamento tramite capitale di debito da parte di banche o altri intermediari finanziari, anch'esso non accessibile per le StartUp, in quanto esse non sono in grado né di generare cash-flow né di poter presentare adeguate garanzie. L'unico percorso che una StartUp può percorrere è quindi quello del finanziamento sotto forma di capitale di rischio, in particolare per mezzo dei Venture Capital.

Il Venture Capitalist (ovvero il soggetto che effettua le operazioni di investimento per conto del fondo di Venture Capital) assume partecipazioni di minoranza, comunque



spesso superiori al 20%, in StartUp non quotate ad alto potenziale di crescita. Esso investe attraverso aumenti di capitale in imprese che si trovano in fase di “seed financing” (fase iniziale del ciclo di vita con tecnologie non ancora sperimentate) e di “start-up financing” (ancora nella fase iniziale ma con un ciclo produttivo almeno parzialmente sperimentato). Le imprese in fasi più evolute, quali “expansion financing”, “replacement financing” e “turnaround financing”, trovano invece investimenti di maggiore ammontare da altre forme di private equity. Gli investimenti concessi dai Venture Capitalist sono senza dubbio di minore entità rispetto a questi ultimi, sono inoltre decisamente più rischiosi ma con un ampio margine di guadagno potenziale, soprattutto sotto forma di capital gain. Non è da sottovalutare l’aspetto riguardante gli apporti del Venture Capitalist alla StartUp. Tali apporti infatti non consistono esclusivamente nel capitale conferito, ma anche da contatti, conoscenze, know-how ed eventuali esperienze maturate dal Venture Capitalist nel settore di riferimento.

Regolarmente un Venture Capitalist investe dai 500.000 ai 10 milioni di euro e disinveste in 2-7 anni.<sup>1</sup> La mancanza di finanziamenti per progetti più piccoli, il cosiddetto funding gap (o financial gap), viene invece colmata dai Business Angels<sup>2</sup>, investitori informali non istituzionali che investono una parte del loro patrimonio personale in iniziative imprenditoriali ad alto rischio e rendimento, in settori nei quali possono sfruttare il loro expertise.<sup>3</sup> Come i Venture Capitalist, anche i Business Angel hanno come obiettivo la generazione di profitti principalmente tramite capital gain con orizzonte d'investimento di 3-7 anni. Vi sono tuttavia alcune differenze. Innanzitutto i Business Angel, come già accennato, finanziano progetti minori a cui hanno solitamente accesso tramite la propria rete di contatti. Un'altra distinzione emerge dal tipo di capitale che viene impiegato, infatti i Business Angel utilizzano capitali propri e hanno quindi una maggiore propensione al rischio, a differenza dei Venture Capital che, come si

---

<sup>1</sup> Capizzi Vincenzo, Renato Giovannini – 2010. “Business Angels e Informal Venture Capital in Italia”, Bancaria Editrice, pp. 10-12

<sup>2</sup> Brad Feld, Jason Mendelson, Dick Costolo - 26 Dicembre 2012. “Venture Deals”, Wiley, cap. 1 – The Angel Investor

<sup>3</sup> Italian Business Angels Network Association – Pavia, 1 Marzo 2012. “Il Capitale di rischio: I Business Angel e il Venture Capital”

vedrà meglio nel prossimo paragrafo, investono capitali di terzi.

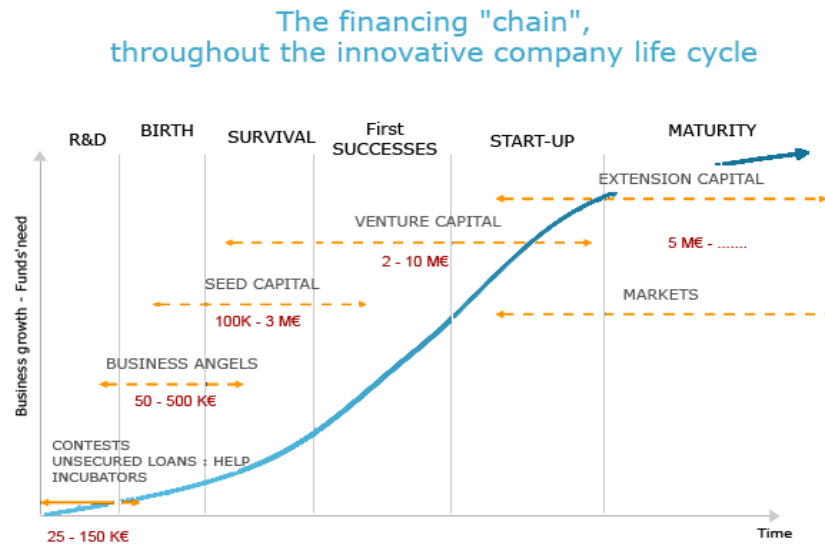


Figura 1.1: Stadi del finanziamento di una società innovativa.<sup>4</sup>

## 1.2 Fasi dell'intervento del Venture Capital

Il Venture Capitalist è quindi il gestore di un fondo di Venture Capital, costituito per mezzo di una raccolta di capitali promossa verso il pubblico di investitori. Nel corso di tale attività (denominata "fund raising"), il prenditore di fondi (Venture Capital) deve strutturare il

<sup>4</sup> "The European Union's project for ENP South Countries".  
<http://www.ebesm.eu/template/default/files/Palestine%20I/PA%20Seminar%20Innovation%20Report%20%20VF.pdf>  
 (consultato il 22/07/2016)

proprio fondo sotto tutti i vari aspetti e successivamente presentare a un mercato target di investitori un documento di offerta recante le caratteristiche del fondo, tra cui: dimensione, durata, politiche di distribuzione dei profitti, costi di gestione, ecc.

Una volta raccolti i fondi, comincia l'attività di investimento del Venture Capital, riconducibile a una sequenza di stadi come quella che segue<sup>5</sup>.

Inizialmente vi è la fase “deal flow”, che ha il fine di cogliere le opportunità di investimento, a sua volta suddivisibile in “screening” e “selezione”. Con lo screening il Venture Capitalist individua i progetti più interessanti sulla base di documenti (elevator pitch) presentati dagli imprenditori, evidenziando in particolar modo la profittabilità, i vantaggi competitivi e le strategie di sviluppo di ogni progetto. Il Venture Capitalist seleziona i progetti più vantaggiosi tra quelli precedentemente individuati (sovente non più del 30%), e ne ottiene da parte degli imprenditori i relativi business plan (“documento di pianificazione e programmazione, che determina gli obiettivi che l'imprenditore vuole raggiungere con la sua nuova impresa, la strategia che

---

<sup>5</sup> Forestieri Giancarlo – Giugno 2015. “Corporate & investment banking”, Egea, pp. 211-212

intende adoperare per raggiungerli e, inoltre, serve a mettere in luce tutti i problemi e i pericoli che potrebbero presentarsi durante questo percorso”<sup>6</sup>).

Il secondo stadio è poi quello del “due diligence e valutazione”. Dopo aver effettuato la selezione, l’investitore deve saper riconoscere i progetti con maggior potenziale e calcolarne un prezzo equo per la negoziazione. Un metodo utilizzato solitamente dai Venture Capitalist nella valutazione degli investimenti è il seguente<sup>7</sup>:

Viene inizialmente fatta una stima del valore aziendale a scadenza ( $E_T$ , Equity al tempo  $T$ ); successivamente ne viene calcolato il valore attuale, attualizzando tale valore a scadenza, utilizzando il tasso di rendimento atteso ( $IRR_a$ ).

$$VAE = ET \times (1 + IRR_a)^{-T} \quad (1)$$

---

<sup>6</sup> Barbarisi Giancarlo – 1 Febbraio 2015 “Business plan: tutto ciò che devi sapere per scriverne uno davvero efficace”. <http://www.businessplanvincente.com/2015/02/business-plan.html> (consultato il 18/07/2016)

<sup>7</sup> Forestieri Giancarlo – Giugno 2015. “Corporate & investment banking”, Egea, pp. 219-221

A questo punto è essenziale definire una quota di partecipazione (Q%E) adeguata, quantificabile anche in proporzione all' ammontare investibile (Inv):

$$Q\%E = Inv \times Q\%E \quad (2)$$

o

$$Inv = Q\%E / VA_E \quad (3)$$

Sia "m" il numero di azioni di nuova emissione ed "n" il numero di azioni in circolazione precedentemente all'apporto di capitale:

$$m = n / (1 - Q\%E) - n \quad (4)$$

Il prezzo delle azioni emesse ( $P_E$ ) è quindi pari a:

$$P_E = Inv / m \quad (5)$$

Infine è opportuno fare una duplice valutazione della società al tempo 0, prima dell'apporto di capitale ( $V_{E0}$ ) e dopo l'apporto ( $V_{E0+}$ ):

$$V_{E0} = P_E \times n \quad (6)$$

e

$$V_{E0+} = P_{EX}(n + m) \quad (7)$$

Tuttavia non deve essere trascurata la possibilità che, nel periodo di investimento, la struttura finanziaria della startup in oggetto possa subire alcune modifiche. Ciò porterà inevitabilmente ad una variazione della partecipazione del Venture Capital all'interno della società target. A tal proposito il Retention Rate (RR) corrisponde al rapporto tra la partecipazione detenuta a scadenza ( $Q\%E_T$ ) e quella all'anno 0 ( $Q\%E_0$ ). È possibile che il Venture Capitalist intenda definire una quota partecipativa obiettivo da detenere a scadenza. Di conseguenza la quota da acquisire nell'anno 0 sarà pari a:

$$Q\%E_0 = Q\%E_T / RR \quad (8)$$

Ultimato il processo di valutazione si giunge quindi al terzo stadio, il “deal structuring”. In questa fase vengono regolate le clausole del contratto tra l'investitore e l'imprenditore, riguardanti per esempio le prassi gestionali, le regole di ripartizione dei profitti, i costi di gestione, i vincoli di comportamento per la società (i cosiddetti “covenant”), i criteri di apporto dei capitali e

principalmente le modalità di disinvestimento da parte del Venture Capital.

Il penultimo stadio è quello del “monitoring”, con lo scopo di tutelare il capitale conferito alla StartUp. Il ruolo del Venture Capital non è quindi solo quello del prestatore di fondi ma è anche attivo all’interno della gestione aziendale.

Lo stadio finale è ovviamente quello dell’“exit”, ovvero il disinvestimento. Questa fase può essere parzialmente regolata da clausole contrattuali che sono state già precedentemente ravvisate nel “deal structuring”. Le modalità di exit sono 4 e sono: “IPO” (Initial Public Offering; offerta pubblica di azioni di una società che si quota per la prima volta in un mercato), “trade sale” (vendita della partecipazione ad una società industriale), “secondary sale” (vendita della partecipazione ad un altro fondo di Private Equity) e “buy back” (riacquisto delle quote da parte dell’imprenditore). Tali “exit strategies” saranno maggiormente approfondite nel prossimo paragrafo. Nel caso di insuccesso, invece, si incorrerebbe in una situazione cosiddetta di “write-off”, nella quale il Venture Capitalist decide di abbandonare l’investimento.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI), “Disinvestimento”.



### 1.3 Strategie di uscita e performance

La strategia di uscita (exit) consiste nel disinvestimento che il Venture Capital attua mediante l'alienazione delle partecipazioni nelle società oggetto dei precedenti investimenti. La performance conseguita dal Venture Capital viene poi sovente calcolata tramite il tasso interno di rendimento realizzato (IRR; Internal Rate of Return). L'exit è il vero obiettivo dei Venture Capitalist, obiettivo pienamente raggiunto quando il valore al momento dell'uscita è di almeno dieci volte pari a quello di ingresso nell'investimento. Se non avviene un consistente incremento di valore si rischia invece di non poter concedere ai sottoscrittori del fondo la rendita promessa. Tale cessione viene di solito fatta: verso un'altra società, che dispone delle risorse per accrescere ulteriormente il valore della StartUp (trade sales); verso un altro fondo di Private Equity (Secondary Buyout, circa il 30% delle negoziazioni totali); tramite la riacquisizione da parte della StartUp (Buy Back), che comporta la riduzione

---

<http://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/disinvestimento/> (consultato il 31/08/2016)

delle azioni disponibili sul mercato; infine tramite un'operazione di Initial Public Offering (IPO).<sup>9</sup>

Il disinvestimento tramite trade sales può essere effettuato mediante trattativa riservata o un processo ad asta. Quest'ultimo permette all'alienante di selezionare gli acquirenti migliori. Le trade sales comportano alcuni vantaggi al Venture Capitalist, il quale riuscirà ad ottenere un prezzo più alto dagli acquirenti, la cui disponibilità a pagare è maggiore, vista l'importanza strategica che ha per loro l'acquisto dell'impresa target. Grazie ad una trade sale è in aggiunta possibile liquidare immediatamente il 100% della società. Infine essa è un'operazione meno dispendiosa dal punto di vista del denaro e del tempo rispetto ad un IPO. Tuttavia questo tipo di operazione trova degli ostacoli in alcuni paesi, in cui non vi è un gran numero di trade buyers. Inoltre il management dell'impresa target potrebbe essere ostile alla trattativa.

Per quanto riguarda la Secondary Buyout, è necessario fare una distinzione tra il Replacement, dove la cessione riguarda soltanto un pacchetto di minoranza dell'impresa target, e il Secondary Buyout vero e proprio, in cui

---

<sup>9</sup> Brad Feld, Jason Mendelson, Dick Costolo – 26 Dicembre 2012. "Venture Deals", Wiley, cap.4 – Liquidation Preference

oggetto della cessione è un pacchetto di maggioranza o addirittura del 100% della società. Un'operazione di Secondary Buyout offre immediata liquidità e ha particolare rilevanza quando sono già stati realizzati importanti guadagni dall'investimento, o quando la società di private equity acquirente può trarre maggiori benefici dall'impresa target. Inoltre il Secondary Buyout permette all'acquirente di limitare le asimmetrie informative e i costi di ricerca.<sup>10</sup>

Il Buy-Back può essere vantaggioso per l'imprenditore nel caso in cui il prezzo delle quote della società siano sottovalutate, come spiegato Benjamin Graham e David Dodd tramite la teoria del "value investing". L'acquisto e la cancellazione da parte dell'imprenditore delle quote precedentemente emesse, può portare vantaggi anche agli altri eventuali azionisti, che vedrebbero così aumentare la loro partecipazione all'utile.

Particolare attenzione va poi riposta al caso dell'IPO, che pur non essendo la tipologia di disinvestimento più frequentemente utilizzata, è tuttavia la strategia di exit ideale per il Venture Capitalist. La quotazione della società porta infatti molteplici vantaggi, tra cui la

---

<sup>10</sup> Francois Degeorge, Jens Martin, Ludovic Phalippou – 10 Ottobre 2013, "The Performance of Secondary Buyouts"

visibilità sul mercato e vari benefici di immagine e reputazione. Occorre inoltre considerare la maggior capacità nella gestione della struttura finanziaria della società, con la conseguente possibilità di ottenere migliori condizioni circa il costo del capitale. Infine vi è anche un vantaggio per gli azionisti, che potranno negoziare più agevolmente le loro quote sotto forma di azioni. L'offerta di pubblico acquisto deve essere strutturata sotto vari aspetti, tra cui la dimensione dell'offerta, la scelta del mercato, la forma del collocamento, ma l'aspetto principale è senza dubbio quello del pricing. È necessario fare uno studio accurato prima di scegliere il prezzo di emissione. Da tale scelta potrebbero conseguire infatti fenomeni di "over-pricing" (il prezzo di emissione era troppo alto e quindi il prezzo delle azioni crollerà dopo il collocamento) e di "under-pricing" (il prezzo di emissione era troppo basso e quindi il prezzo delle azioni tenderà ad aumentare dopo il collocamento).

### *Conclusioni*

È stata dunque analizzata la figura del Venture Capitalist e del fondo di Venture Capital da egli gestito, osservandone anche le caratteristiche degli investimenti

da esso effettuati. Successivamente è stata svolta un'analisi riguardante il processo di investimento, soffermandosi in particolar modo sulle formule adottate dai Venture Capital in fase di valutazione dell'investimento e della quota partecipativa ottimale da detenere in portafoglio. Infine sono state prese in considerazione le strategie con cui i Venture Capital escono dall'investimento, analizzandone singolarmente i relativi vantaggi e svantaggi.

## Capitolo 2

### Le StartUp innovative

#### *Introduzione*

Il primo paragrafo del secondo capitolo definisce le startup innovative, presentando anche la definizione utilizzata dal nostro legislatore, che tramite il decreto legge 179/2012 ha contribuito a dare una demarcazione di cosa si intende per “startup innovativa” e “incubatore certificato di imprese startup innovative”. Il secondo paragrafo esamina le norme che il nostro legislatore ha previsto per facilitare la gestione di una startup innovativa e per promuovere gli investimenti verso tali imprese, verranno inoltre elencati i requisiti che devono soddisfare le startup innovative e le facoltà a loro permesse. Nell’ultimo paragrafo infine verrà analizzato il mercato delle startup, riferendosi principalmente al territorio italiano. Si prenderanno in esame i numeri riguardanti le startup iscritte al registro delle imprese, osservandone alcuni dati di bilancio rilevanti. Infine si farà un approfondimento riguardante i settori in cui le startup innovative maggiormente operano.

## 2.1 Definizione

Non esiste un'univoca definizione di startup innovativa e nel tempo numerosi imprenditori ed esperti del settore hanno dato una propria interpretazione. Uno di questi è Eric Ries, il quale afferma: “Una startup è un’istituzione umana studiata per creare un nuovo prodotto o servizio in condizioni di estrema incertezza”.<sup>11</sup> Quando si parla di startup sono infatti argomenti centrali l’innovazione e l’incertezza che determinano, come evidenziato nel precedente capitolo, l’alto livello di rischiosità dell’investimento in startup innovative. Un’altra definizione, improntata maggiormente sull’aspetto sociale, viene fornita da Peter Thiel: “Definita in senso positivo, una startup è il gruppo più grande di persone che potete convincere di un piano per costruire un futuro diverso”.<sup>12</sup> Tuttavia la definizione di startup più accreditata è quella di Steve Blank che definisce le startup come “organizzazioni temporanee che cercano un

---

<sup>11</sup> Eric Ries – 20 Giugno 2016, “Partire leggeri. Il metodo Lean Startup innovazione senza sprechi per nuovi business di successo”, Rizzoli, cap. 2, pag. 16.

<sup>12</sup> Peter Thiel – 19 Agosto 2015, “Da zero a uno. I segreti delle startup, ovvero come si costruisce il futuro”, Rizzoli, cap. 2, pag. 7.

modello di business scalabile, ripetibile e profittevole”.<sup>13</sup> Per “scalabile” si intende che il business possa incrementare la propria dimensione in misura più che proporzionale rispetto alle risorse impiegate, sfruttando adeguatamente le economie di scala. Per “replicabile” invece si intende che tale business model non debba poter essere attuato solo in una specifica zona e in un determinato periodo temporale, ma venga per l’appunto ripetuto in diversi contesti e situazioni. Un business model di questo tipo porterà dunque al conseguimento di cash-flow e renderà quindi la startup “profittevole”, ponendo in essere una transazione da startup a big company. Nel caso in cui invece non si riesca a realizzare tale transazione, si andrà incontro al fallimento.

Negli ultimi anni si è assistito ad un notevole sviluppo del fenomeno delle startup, tale che il legislatore è giunto a dare una definizione tramite il decreto legge n. 179 del 18 Ottobre 2012, convertito poi nella legge n. 221 del 17 Dicembre 2012, di “startup innovativa” e di “incubatore certificato di imprese startup innovative”. In particolare, la legge definisce la startup innovativa come “la società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di

---

<sup>13</sup> Steve Blank, Bob Dorf – 2012, “The startup owner’s manual: The step-by-step guide for building a great company”, Vol. 1, pag. 30



diritto italiano ovvero una Societas Europaea, residente in Italia ai sensi dell'art. 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". La stessa legge presenta anche una definizione di incubatore certificato di imprese startup innovative, esso è infatti "una società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano o di una Societas Europaea, residente in Italia, che offre servizi per sostenere la nascita e lo sviluppo di startup innovative".

## **2.2 Normativa**

Nel paragrafo precedente è già stata introdotta la L. 221/2012 che, come si è visto, fornisce la definizione di startup innovativa e di incubatore certificato. Una startup innovativa, per essere definita tale, deve inoltre possedere alcuni requisiti:

A i soci, persone fisiche, devono detenere al momento della costituzione e per i successivi 24 mesi, la

maggioranza delle partecipazioni al capitale sociale e dei diritti di voto in assemblea ordinaria;

B la società è costituita e svolge attività di impresa da non più di 48 mesi (esteso a 5 anni dal D.L. 3/2015, art. 4, c. 11 ter, lett. a);

C la sede principale deve essere in Italia;

D a partire dal secondo esercizio, il totale del valore della produzione annua non può eccedere i 5 milioni di euro;

E non distribuisce, e non ha distribuito, utili;

F l'oggetto sociale deve essere la produzione la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;

G non può essere costituita da una fusione, una scissione o a seguito di cessione di azienda o di un ramo di essa;

H infine la startup innovativa, per essere definita tale, deve soddisfare uno dei seguenti requisiti:

1. Investire in ricerca e sviluppo, sostenendo spese in tale settore (escludendo da tale computo le spese per l'acquisto e la locazione di immobili) per almeno il 20% del maggior importo tra il costo e il valore della produzione.
2. Avere una forza lavoro composta per almeno un terzo da personale in possesso di titolo di dottorato

di ricerca presso un'università o di laurea, che abbia svolto in precedenza, da almeno 3 anni, attività di ricerca certificata.

3. Essere titolare o depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa ad una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografica di prodotto a semiconduttori o a una varietà vegetale direttamente afferenti all'oggetto sociale a all'attività di impresa.

Tra le startup innovative, vengono annoverate col nome di “startup a vocazione sociale”, quelle che operano in settori (indicati all'art. 2, c. 1, del D.Lgs. 155/2006) considerati di utilità sociale.

La L. 221/2012 definisce anche l'incubatore certificato di imprese startup innovative come: “una società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano o di una Societas Europaea, residente in Italia, che offre servizi per sostenere la nascita e lo sviluppo di startup innovative”.

Tuttavia esistono alcune deroghe che permettono di gestire le startup in maniera più flessibile e funzionale. Sono infatti concesse alcune facoltà:<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> Camera di Commercio Ferrara – 22 Agosto 2016, “Start-up innovative: definizione, caratteristiche e benefici”.

- Poter estendere a 12 mesi il periodo di “rinvio a nuovo” delle perdite (con differimento della decisione sulla ricapitalizzazione entro la chiusura dell’esercizio successivo, nel caso in cui le perdite intacchino il minimo legale);
- Utilizzo di alcuni istituti, ammessi solo nelle s.p.a., anche per le s.r.l. (come per esempio la determinazione dei diritti attribuibili ai soci);
- Possibilità di derogare al divieto assoluto di operazioni sulle proprie partecipazioni, nel caso in cui si stiano effettuando piani di incentivazione come “stock options” e “work for equity”;
- Facoltà di offrire al pubblico quote di partecipazione in startup innovative costituite in forma di s.r.l.;
- Facoltà di emettere strumenti finanziari con diritti patrimoniali e/o amministrativi (tranne il diritto di voto).

Fin quando una startup innovativa, iscritta nella sezione speciale del registro delle imprese, riesce a mantenere i requisiti fissati dalla L. 221/2012, essa è inoltre esonerata

---

<http://www.fe.camcom.it/attivitaaistituzionali/registro-imprese/start-up/start-up> (consultato il 22/08/2016)

dal pagamento dell'imposta di bollo, dei diritti di segreteria e del diritto annuale. Inoltre, al fine di facilitare e promuovere la partecipazione al rischio d'impresa, il reddito generato da azioni o partecipazioni di altro genere, assegnate a dirigenti, lavoratori, collaboratori o fornitori di una startup innovativa, mediante piani di incentivazione, non concorre alla formazione del reddito imponibile.

Con il decreto del 25 febbraio 2016 del ministero dell'Economia, sono stati prorogati al 2016 gli incentivi fiscali contenuti all'interno dell'articolo 29 del D.L. 179/2012. In particolare, è prevista una detrazione di imposta per le persone fisiche, che investono in startup innovative con un vincolo di destinazione di almeno 2 anni, pari al 19% dell'ammontare investito (25% nel caso di startup a vocazione sociale o che sviluppano e commercializzano esclusivamente prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico in ambito energetico), fino ad un investimento massimo di 500.000 euro per ogni periodo di imposta. Per i soggetti giuridici soggetti ad Ires, che investono in startup innovative, anch'esse con un vincolo di destinazione di almeno 2 anni, la deduzione è pari al 20% della somma investita (27% nel caso di startup a vocazione sociale o che

sviluppano e commercializzano esclusivamente prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico in ambito energetico), fino ad un investimento massimo di 1,8 milioni di euro per ogni periodo di imposta. Nel caso in cui la detrazione sia maggiore all'imposta lorda, tale avanzo può essere portato in detrazione nel periodo di imposta successivo, ma per non più di 3 anni. Tuttavia, si ha diritto a tali agevolazioni fiscali fino a quando il totale dei conferimenti non ecceda i 15 milioni di euro per ciascuna startup innovativa.

Un ulteriore aspetto da annotare circa la normativa che regola le startup innovative è la possibilità di realizzare una nuova startup innovativa nella forma della s.r.l non semplificata, senza l'intervento di un notaio. È divenuto infatti possibile a partire dal 20 Luglio di quest'anno, grazie al D.L. 3/2015, convertito poi con modificazioni nella L. 33/2015, costituire una startup innovativa tramite la sottoscrizione digitale di una modulistica standard, con conseguente iscrizione nel Registro delle imprese. Si è registrato a Padova il primo caso di startup innovativa nata tramite sottoscrizione digitale; si tratta della Experenti Engineering s.r.l., prima società in Italia nata

online, senza obblighi notarili e in appena mezz'ora di tempo.<sup>15</sup>

## 2.3 Mercato

Le startup innovative sono un mercato in forte espansione, che vede coinvolti in Italia circa 23 mila soci (i cui conferimenti hanno generato un Capitale Sociale complessivo di 328,4 milioni di euro) e oltre 30 mila collaboratori.<sup>16</sup> Una forte espansione testimoniata anche dall'elevata quantità di startup innovative iscritte negli ultimi anni nella sezione speciale del Registro delle Imprese. Stando ai dati statistici del Registro delle Imprese, nel Dicembre 2013 le startup iscritte erano 1.456, dopo poco più di un anno, nel Gennaio 2015, erano 3.185, più che raddoppiate. L'ultimo report, quello di Agosto 2016, ne conta 6.097. La regione italiana con

---

<sup>15</sup> Delli Compagni Agostina – 8 Agosto 2016, “La prima startup italiana nata senza notaio”. <http://www.wired.it/economia/startup/2015/12/09/2016-come-vita-tempi-sharing-economy/> (consultato il 23/08/2016)

<sup>16</sup> Francesca Vinciarelli – 3 Agosto 2016, “Startup innovative traino per l'occupazione”, PMI. <http://www.pmi.it/economia/lavoro/news/129123/startup-innovative-traino-per-loccupazione.html> (consultato il 19 Agosto 2016)

una maggior presenza di startup innovative, come dimostra il seguente grafico (figura 2.1), è la Lombardia (1.324), seguita dall' Emilia Romagna (726) e dal Lazio (611).<sup>17</sup>

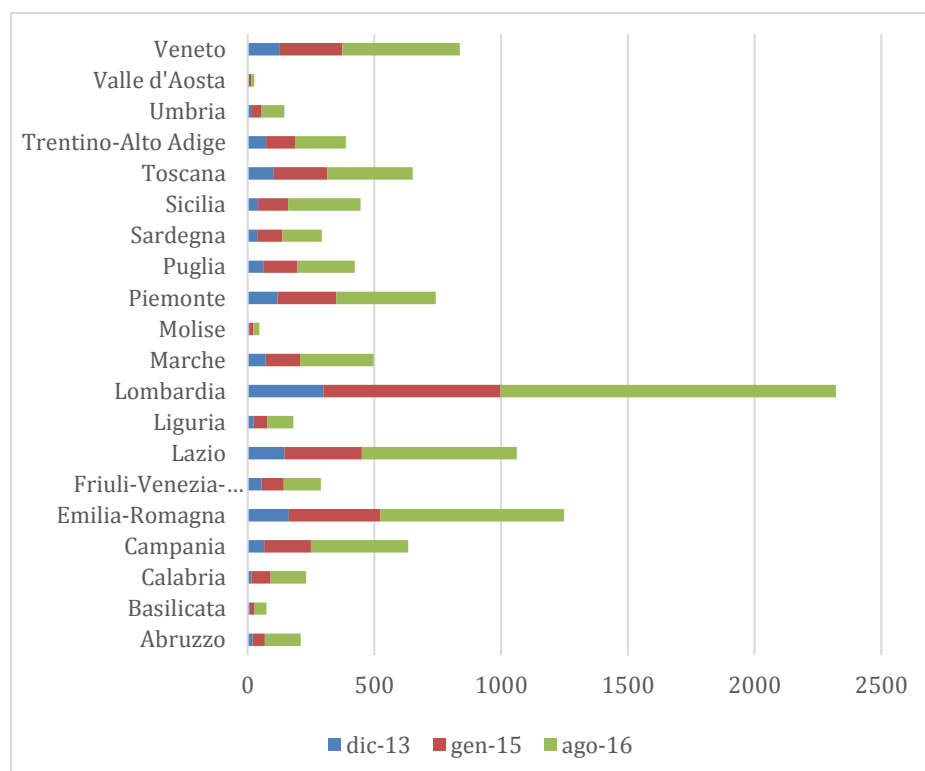


Figura 2.1: Ripartizione per regioni delle startup innovative iscritte nella sezione speciale del Registro delle Imprese.<sup>18</sup>

In termini percentuali, la regione che ha avuto un maggior incremento nell'ultimo periodo preso in considerazione è l'Abruzzo, che ha quasi triplicato il

<sup>17</sup> Riepilogo sulle società iscritte alla sezione delle startup innovative - 01 Agosto 2016, <http://startup.registroimprese.it/report/startup.pdf> (consultato il 06/09/2016)

<sup>18</sup> Dati elaborati dall'autore



numero di società iscritte nel proprio territorio, passando da 48 a 141 (+194%).

Spostando l'analisi su alcuni dati di bilancio si nota che i valori medi nell'ultimo anno non hanno avuto grossi cambiamenti (Figura 2.2). Per quanto concerne il capitale sociale medio, esso si mantiene stabile sui 50.000€ circa per startup. Il valore della produzione media e l'attivo medio sono invece leggermente più altalenanti e hanno entrambi registrato un picco nel terzo trimestre del 2015.<sup>19</sup>

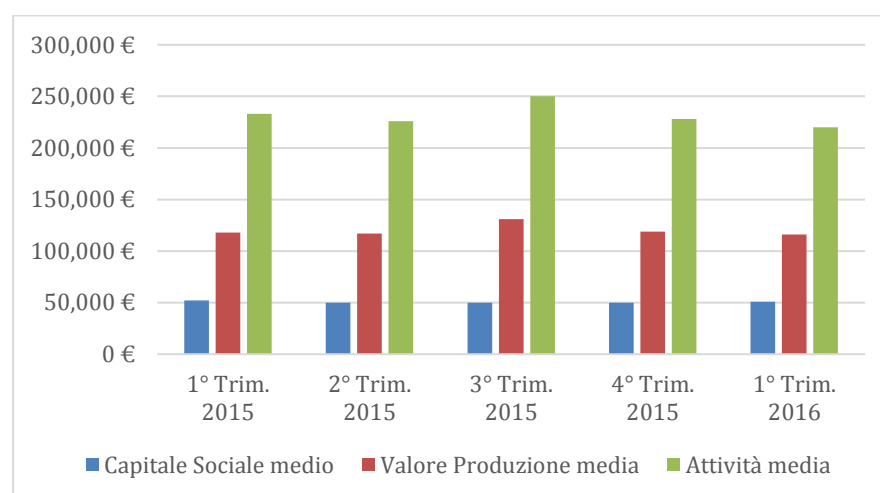


Figura 2.2: Valori medi contabili delle startup innovative registrate che dispongono di bilancio<sup>20</sup>

<sup>19</sup> Ministero dello Sviluppo Economico, "Report con dati strutturali – 1° Trimestre 2015 – Startup Innovative". Trimestri vari, disponibile su <http://startup.registroimprese.it/report/> (consultato il 06/09/2016)

<sup>20</sup> Dati elaborati dall'autore

La figura 2.3 propone un grafico che analizza il numero di startup innovative in utile/perdita e quanto valore aggiunto esse riescono ad ottenere in percentuale alla produzione generata. Si può vedere come nel tempo stiano aumentando le società che riescono a produrre utili, nel corso del 2015 vi è stata infatti una crescita progressiva che le ha portate ad essere dal 41,9% a inizio anno al 43,3% a fine anno; vi è stata tuttavia una breve flessione registrata nel primo trimestre del 2016 che ha riportato tale valore al 43,2%

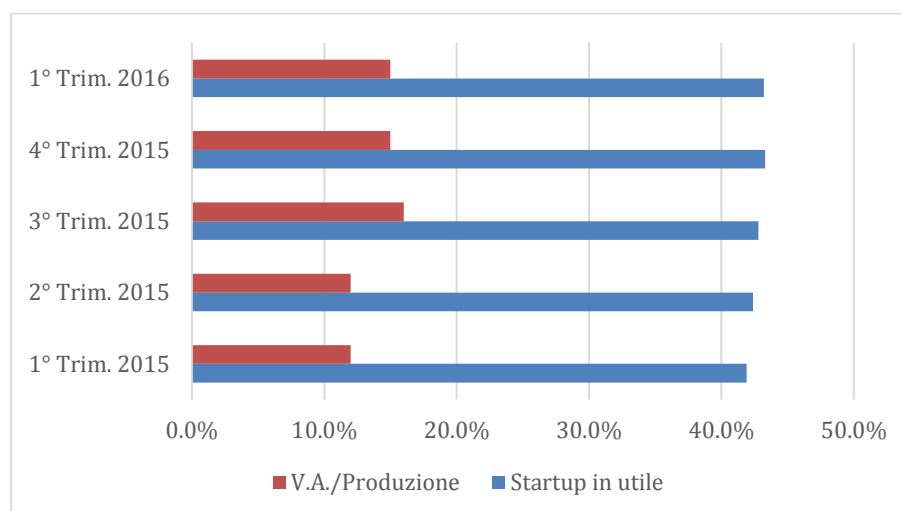


Figura 2.3: Percentuali riguardanti le startup in utile ed il V.A./Produzione<sup>21</sup>

Per quanto riguarda la distribuzione settoriale, il 72% delle startup offre servizi alle imprese. Più nello specifico, il 30% circa fa attività di ricerca e sviluppo,

<sup>21</sup> Dati elaborati dall'autore

dato che va ad avvalorare la componente innovativa delle startup. Altri 2 settori in cui sono maggiormente attive sono poi quello dell'industria (18,8%) e del commercio (4,2%). Nel restante 5%, definito come “altro” nella figura 2.4, ha una discreta rilevanza il turismo, che in un Paese come il nostro ha riscontrato numerose opportunità.

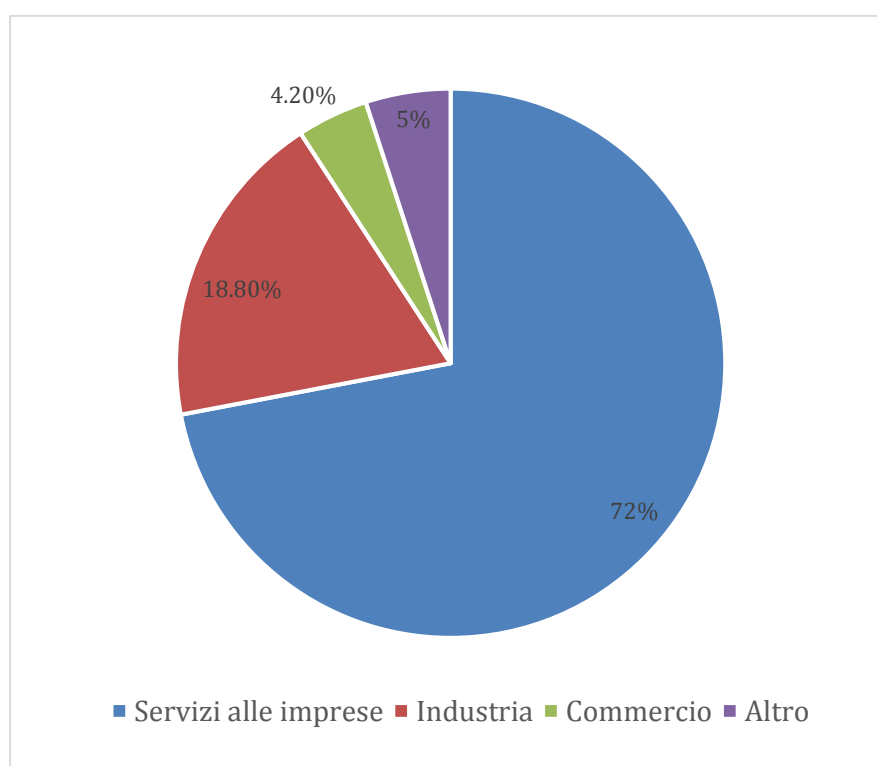


Figura 2.4: Ripartizione per settori delle startup innovative italiane<sup>22</sup>

---

<sup>22</sup> Dati elaborati dall'autore

### *Conclusioni*

Il primo paragrafo di questo capitolo è servito a chiarire che cosa si intende per startup innovativa. Sono state infatti esposte diverse definizioni, tra cui quella che ha dato Steve Blank nella sua opera “The startup owner’s manual: The step-by-step guide for building a great company”. Nel secondo paragrafo è stato fatto inizialmente un approfondimento della legge 221/2012, sono poi stati presi in considerazione gli incentivi fiscali previsti per chi investe in startup innovative, concessi dal legislatore tramite detrazione d’imposta. Successivamente è stata trattata la questione della sottoscrizione digitale, annoverando anche un primo esempio di startup innovativa costituita senza ausilio del notaio. Nel paragrafo conclusivo è stata fatta una ricerca riguardante le startup innovative iscritte al Registro delle Imprese, approfondendone la dislocazione geografica sul territorio italiano e la ripartizione per settori, anche grazie all’ausilio di alcuni grafici costruiti sui dati presi da InfoCamere. È stata inoltre posta l’attenzione anche sui valori contabili delle stesse startup innovative.

## Capitolo 3

### Il caso: LVenture Group

#### *Introduzione*

Il capitolo analizza il case study di LVenture Group, società di venture capital che lavora in partnership con l'Università Luiss Guido Carli.

Nel primo paragrafo viene ripercorsa la storia della società, a partire dal 2010, anno in cui è stata fondata la LVenture s.r.l., fino ai giorni nostri, elencando tra l'altro gli avvenimenti più importanti accaduti nel corso di questi anni. Verrà inoltre esplicitata la struttura a holding dell'azienda. Il secondo paragrafo invece si occuperà di effettuare una duplice analisi: sia sui settori in cui operano le startup che LVenture detiene in portafoglio (fornendo anche delle sintetiche analisi di mercato), sia sul processo che LVenture svolge per selezionare e investire in tali startup. Infine il terzo paragrafo ha l'obiettivo di effettuare un'analisi basata sui dati di bilancio riferiti all'esercizio 2015, fornendo inoltre un confronto tra quest'ultimo esercizio e quello del 2014.

### 3.1 La storia dell'impresa

La LVenture s.r.l., società operante nel venture capital, viene fondata nel 2010 da Luigi Capello e Giovanni Gazzola. L'intento di Capello, dopo aver viaggiato negli Stati Uniti per studiare il sistema degli acceleratori della Silicon Valley, era proprio quello di replicare in Italia tale modello. Nel Novembre dello stesso anno viene avviata una partnership con l'Università Luiss Guido Carli e viene fondato l'acceleratore Enlabs s.r.l, attualmente controllato al 100% da LVenture. Nel Gennaio 2013 subentra a "Le Buone Società", società già quotata sul mercato, successivamente quest'ultima ha modificato la denominazione sociale in "LVenture Group".

Luigi Capello, in veste di CEO di LVenture Group, è stato invitato nel Maggio del 2015 alla 24esima edizione della Entrepreneurship Track della International World Wide Web Conference, alla quale prendono parte i principali attori del mondo riguardante i venture capital, le startup e gli incubatori. Capello è stato protagonista di un panel focalizzato sui temi dell'angel investing e dei venture capital.<sup>23</sup>

---

<sup>23</sup> LVenture Group – 19 Maggio 2015, "LVenture Group alla WWW Conference". <http://lventuregroup.com/lventure-group-alla-www-conference/> (consultato il 07/09/2016)

A fine 2015 LVenture è entrata a far parte di Club Acceleratori, un progetto lanciato nel Settembre 2015, ideato da SiamoSoci che si propone di mettere in contatto investitori e asset non quotati. All'interno di questo club anche acceleratori e incubatori possono investire in startup. LVenture Group partecipa a tale club sia in veste di Venture Capital che come proprietario dell'acceleratore Luiss Enlabs.<sup>24</sup>

La struttura di LVenture è una holding, controllata dalla LV.EN. Holding s.r.l. che possiede una partecipazione di circa il 40%, il restante 60% rappresenta il flottante. LVenture Group possiede poi il 100% di EnLabs s.r.l. oltre alle varie partecipazioni nelle startup detenute in portafoglio.

---

<sup>24</sup> LVenture Group – 23 Dicembre 2015, “LVG entra in Club Acceleratori: 1 milione di euro per 6 startup”. <http://lventuregroup.com/lventure-group-entra-in-club-acceleratori-1-milione-di-euro-per-6-startup-in-portafoglio/> (consultato il 07/09/2016)

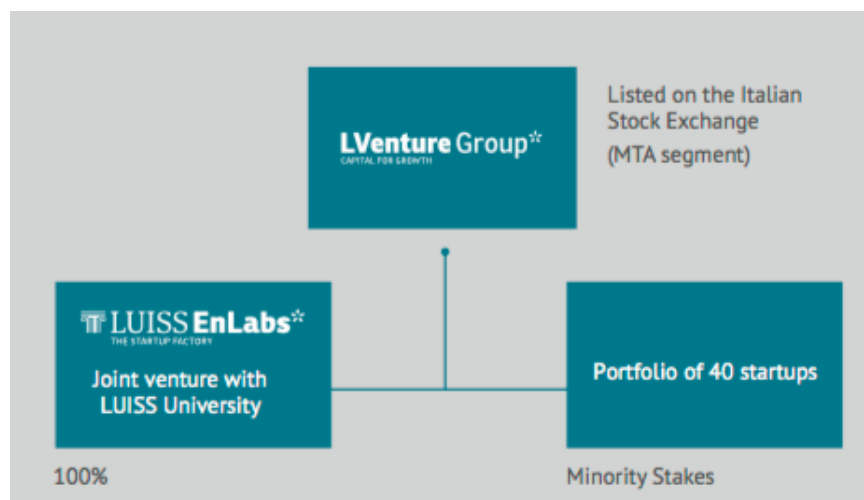


Figura 3.1: Struttura LVenture<sup>25</sup>

Gli investimenti di LVenture sono principalmente rivolti a startup che operano in determinati settori, quali l’ICT (Information and Communications Technology), l’E-Commerce, l’Online Media, il Gaming e le App.<sup>26</sup>

Esiste inoltre un “Ecosistema” che LVenture ha voluto creare a supporto delle startup (figura 3.2), esso è composto da un network di aziende stakeholders che supportano l’attività di LVenture e delle sue startup.

<sup>25</sup> LVenture Group – Giugno 2016, “Company profile”. <http://lventuregroup.com/wp-content/uploads/2016/05/LVenture-Group-Company-Profile.pdf> (consultato il 10/09/2016)

<sup>26</sup> Banca Finnat – 9 Maggio 2016, “Equity research. Initiation of coverage. LVenture Group”, Parte 1: Il Mercato di Riferimento.





Figura 3.2: Ecosistema LVenture Group<sup>27</sup>

Fino ad oggi sono stati realizzati tre aumenti di capitale, resi necessari anche dal fatto che non sono ancora state registrate exit, la prima è infatti prevista nel corso dell'esercizio corrente. Nel 2013 l'emissione di

<sup>27</sup> LVenture Group – Giugno 2016, "Company profile". <http://lventuregroup.com/wp-content/uploads/2016/05/LVenture-Group-Company-Profile.pdf> (consultato il 15/09/2016)

95.850.000 azioni al prezzo di 0,052€ ciascuna ha incrementato il capitale di rischio di LVenture Group di 4.984.200€. Nel 2014 è stato attuato un raggruppamento delle azioni, col rapporto di 1 nuova azione ogni 10 ordinarie esistenti, e un nuovo aumento di capitale, vendendo sul mercato 7.061.120 azioni di nuova emissione al prezzo di 0,70€ ognuna, realizzando una raccolta di 4.942.784€. Recentemente, il 2 Febbraio 2016, l'assemblea straordinaria ha deliberato un ulteriore aumento di capitale. Il periodo d'offerta è iniziato il 20 Giugno e ha portato alla sottoscrizione di 7.888.894 nuove azioni per un controvalore totale di 4.039.114€.<sup>28</sup> In generale il trend riguardante la raccolta di capitali per le società di private equity e venture capital è in salita. Nel 2015 infatti il totale della raccolta, pari a 2,487 miliardi di euro, è praticamente raddoppiato rispetto al 2014 quando ammontava a 1,348 miliardi.<sup>29</sup>

---

<sup>28</sup> LVenture Group – Roma, 19 Luglio 2016, “Risultati dell’aumento di capitale LVenture Group: Sottoscritto l’81% delle azioni offerte per un controvalore pari a euro 4.039.114”. <http://lventuregroup.com/wp-content/uploads/2016/07/2016-07-19-CS-LVG-chiusura-aucap.pdf> (consultato il 14/09/2016)

<sup>29</sup> AIFI – 16 Marzo 2016, “Dati 2015 private equity e venture capital: raddoppia la raccolta e crescono gli investimenti; l’Italia torna a essere un mercato attrattivo”. <http://www.aifi.it/press-room/comunicati/5345-dati-2015->

### 3.2 Il portafoglio di imprese finanziate

La LVenture Group in portafoglio detiene 40 startup che operano principalmente in 5 diversi settori, che sono quello dell' ICT (Information and Communication Technology), che al momento offre un grande supporto ad industrie come auto-motive, health, finance e media; quello dell'E-Commerce, settore in forte crescita che coinvolge circa 1 miliardo di utenti (con un fatturato di circa 23 miliardi di dollari rappresenta il 6,7% del mercato globale retail); quello dell'Online Media, la cui espansione è favorita dal crescente utilizzo di smartphone e altri device tecnologici; quello del Gaming, che tra i settori dell'industria dell'intrattenimento è quello che ha ottenuto un maggior tasso di crescita negli ultimi anni, con un giro d'affari globale attuale di circa 70 miliardi di dollari<sup>30</sup>; infine, più in generale, quello delle App, mercato che si occupa dello sviluppo e della vendita di software applicativi, che nel 2015 ha generato un

---

[private-equity-e-venture-capital-raddoppi/](#) (consultato il 26/09/2016)

<sup>30</sup> Associazione Editori Sviluppatori Videogiochi Italiani (AESVI) – 14 Marzo 2016, "L'Italia punta nuovamente sul settore Gaming". [http://www.aesvi.it/cms/view.php?dir\\_pk=902&cms\\_pk=2602](http://www.aesvi.it/cms/view.php?dir_pk=902&cms_pk=2602) (consultato il 15/09/2016)

fatturato totale di 34,2 miliardi di dollari (156 miliardi di app mobile scaricate).<sup>31</sup>



Figura 3.3: Classificazione delle startup di LVenture per fatturato e tasso di crescita.<sup>32</sup>

Nella figura 3.3 sono illustrate le startup che LVenture Group detiene in portafoglio, classificate in base al proprio fatturato e al tasso medio di crescita di quest'ultimo. È possibile notare come le startup di punta tra quelle che sono state accelerate all'Enlabs siano wineOwine, enoteca online che realizza un fatturato annuo di circa 500 mila euro, e Soundreef, una startup

<sup>31</sup> Valentina Ferrero – 12 Maggio 2016, “App, nel 2015 un fatturato da 34 miliardi: chi guadagna è Apple”. [http://innovazione.diariodelweb.it/innovazione/articolo/?nid=20160512\\_381945](http://innovazione.diariodelweb.it/innovazione/articolo/?nid=20160512_381945) (consultato il 15/09/2016)

<sup>32</sup> Banca Finnat – 9 Maggio 2016, “Equity research. Initiation of coverage. LVenture Group”, Parte 2: Attività e Strategie.

operante nel mercato dei diritti d'autore che si propone come alternativa alla Siae.

Il programma d'accelerazione prevede una selezione iniziale. Particolare rilevanza a riguardo ha il Selection Day, dove alcune startup che hanno già superato una selezione preliminare, presentano il loro progetto agli advisor, i quali dovranno scegliere le startup che parteciperanno al programma di accelerazione.<sup>33</sup> Tale programma inizia con un "micro seed funding" che prevede un finanziamento mensile di 16 mila euro per 5 mesi, per un investimento totale da parte di LVenture Group di 80 mila euro, di cui 30 mila cash e 50 mila in servizi offerti a supporto delle startup. In cambio LVenture ottiene una partecipazione del 9%, tramite strumenti finanziari partecipativi, delle imprese accelerate precedentemente selezionate al Selection Day. Il programma di accelerazione termina con l'Investor Day, giorno in cui gli imprenditori presentano la propria startup a una platea di oltre 150 investitori professionali.<sup>34</sup>

---

<sup>33</sup> Luiss Enlabs – 18 Giugno 2014, "Selection Day: When the BoA decides who is going to join our startup accelerator". <http://luissenlabs.com/selection-day-when-the-boa-decides-who-is-going-to-join-our-startup-accelerator/> (consultato il 17/09/2016)

<sup>34</sup> LVenture Group – 3 Novembre 2014, "Programma di accelerazione per startup: con LUISS ENLABS offriamo 60 mila euro e 5 mesi di supporto a 360 gradi".

LVenture investe in startup anche tramite operazioni di “seed funding”, conferendo fino a 250 mila euro in startup che hanno già completato il programma di accelerazione o anche semplicemente individuate sul mercato.

Qualora una startup, in cui si ha già assunto una partecipazione, sia valutata in fase di crescita, LVenture potrebbe decidere di incentivare il proprio investimento in tale società, partecipando a ulteriori aumenti di capitale. Quest'intervento è noto come operazione di “follow-on”.

---

<http://lventuregroup.com/programma-di-accelerazione-per-startup-con-luiss-enlabs-offriamo-60-mila-euro-e-5-mesi-di-supporto-a-360-gradi/> (consultato il 17/09/2016)

(valori espressi in migliaia di Euro)	% Partecipaz. al 31-dic-2015	Microseed	Seed	Follow-on	TOTALE
Soundreef (già SR Italia)	13,80%	0	250	0	250
RB More srl (Re-Bello)	14,00%	0	250	0	250
Gamepix	20,58%	0	0	200	200
Sync - Majeeko	14,24%	60	0	120	180
Moovenda	14,14%	60	0	100	160
Verticomics	17,53%	60	0	100	160
Tutored	11,01%	0	0	150	150
Voverc	14,44%	60	0	75	135
Whoosnap	12,85%	0	0	130	130
Nextwin	13,45%	60	0	50	110
Filo	14,26%	0	0	100	100
Brave Potions	12,72%	45	0	50	95
Tiassisto24	14,09%	0	0	75	75
Cocontest	SFP	0	0	63	63
Drexcode	SFP	0	63	0	63
KPI6.com	10,31%	48	0	0	48
Lisari - Karaoke One	8,42%	48	0	0	48
Drexcode	8,02%	0	7	0	7
<b>Totale</b>		<b>441</b>	<b>570</b>	<b>1.213</b>	<b>2.224</b>
<b>n. operazioni</b>		<b>8</b>	<b>4</b>	<b>12</b>	<b>24</b>

Figura 3.4: Investimenti effettuati da LVenture Group durante l'esercizio 2015<sup>35</sup>

La figura 3.4 rivela gli investimenti in startup effettuati da LVenture nel 2015. LVenture ha effettuato 24 operazioni di investimento per un controvalore totale di circa 2.200.000€, di cui la maggior parte in follow-on (1.213.000€), registrando una media di 92.667€ per operazione, importo superiore ai 60.656€ corrispondenti alla media delle operazioni di investimento effettuate in Italia nel 2015 a favore di imprese in fase di seed e startup. Sono state infatti registrate 122 operazioni complessive per un investimento totale pari a 74 milioni

<sup>35</sup> Banca Finnat – 9 Maggio 2016, “Equity research. Initiation of coverage. LVenture Group”, Parte 3: Financial Highlights – results 2015

di euro (+74,3% rispetto al 2014).<sup>36</sup> Le società in cui LVenture ha investito di più sono state la già citata Soundreef e la RB More s.r.l. (società che opera nel mercato della moda sotto il marchio Re-bello), le quali sono state oggetto di operazioni seed funding da 250 mila euro ciascuna.

### **3.3 Analisi di bilancio**

Partendo dall'analisi dello stato patrimoniale, è possibile notare, dal confronto degli esercizi 2014-2015 (Figura 3.5), che l'attivo negli ultimi 2 anni è rimasto piuttosto stabile. Nell'ultimo anno però vi sono stati maggiori investimenti in attività a medio-lungo termine, vi è stato infatti un rilevante mutamento riguardante la composizione dell'attivo: il totale delle attività correnti ha subito una notevole diminuzione, passando da 4.439.000€ a 1.505.000€ (-66%), al contrario delle attività non correnti che invece alla chiusura dell'esercizio 2014 ammontavano a 3.985.000€ e che, a seguito di un

---

<sup>36</sup> AIFI – 16 Marzo 2016, “Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt nel 2015”. <https://dato-images.imgix.net/45/1460471501-Dati-private-equity-venture-capital-e-private-debt-2015.pdf?ixlib=rb-1.1.0> (consultato il 26/09/2016)



considerevole incremento durante il 2015, sono arrivate ad un totale di 7.065.000€ (+77,3%) alla chiusura dell'esercizio. La principale causa di tale trasformazione sta nell'impiego di disponibilità liquide in titoli e partecipazioni.

Per quanto riguarda il passivo invece, esso è composto principalmente da passività finanziarie (esclusi i debiti verso le banche) non correnti (446.000€) e dai debiti commerciali, o comunque diversi dai debiti bancari e tributari (353.000€). Per quanto riguarda il confronto tra gli ultimi 2 esercizi, si può osservare che fino all'esercizio scorso le passività non correnti erano pressoché nulle.

<b>SITUAZIONE PATRIMONIALE E FINANZIARIA CONSOLIDATA</b>		
<i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>		
	<b>31-dic-15</b>	<b>31-dic-14</b>
<b>ATTIVO</b>		
<b>ATTIVITA' NON CORRENTI</b>		
Immobili, impianti, macchinari e altre attrezzature	112	107
Avviamento e altre attività immateriali	67	77
Titoli e partecipazioni disponibili per la vendita	6.343	3.407
Crediti e altre attività non correnti	302	201
Imposte anticipate	241	194
<b>TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI</b>	<b>7.065</b>	<b>3.985</b>
<b>ATTIVITA' CORRENTI</b>		
Crediti commerciali	199	209
Attività finanziarie correnti	0	0
Altri crediti e attività correnti	174	128
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	1.132	4.102
<b>TOTALE ATTIVITA' CORRENTI</b>	<b>1.505</b>	<b>4.439</b>
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>8.570</b>	<b>8.424</b>
<b>PASSIVO</b>		
<b>PATRIMONIO NETTO DI GRUPPO</b>		
Capitale sociale	6.425	6.425
Altre riserve	2.834	3.101
Utili (perdite) portati a nuovo	-352	-352
Risultato netto	-1.234	-1.162
<b>TOTALE PATRIMONIO NETTO DI GRUPPO</b>	<b>7.673</b>	<b>8.013</b>
<b>TOTALE PATRIMONIO NETTO DI TERZI</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>TOTALE PATRIMONIO NETTO</b>	<b>7.673</b>	<b>8.013</b>
<b>PASSIVITA' NON CORRENTI</b>		
Debiti verso banche non correnti	0	0
Altre passività finanziarie non correnti	446	0
Altre passività non correnti	33	2
Fondi per rischi e oneri	0	0
Fondi per benefici a dipendenti	0	0
Imposte differite passive	0	0
<b>TOTALE PASSIVITA' NON CORRENTI</b>	<b>480</b>	<b>2</b>
<b>PASSIVITA' CORRENTI</b>		
Debiti verso banche correnti	0	0
Altre passività finanziarie correnti	0	0
Debiti commerciali e diversi	353	367
Debiti tributari	21	15
Altre passività correnti	43	28
<b>TOTALE PASSIVITA' CORRENTI</b>	<b>417</b>	<b>410</b>
<b>TOTALE PATRIMONIO NETTO e PASSIVITÀ</b>	<b>8.570</b>	<b>8.424</b>

Figura 3.4: Stato patrimoniale LVenture Group 2014-2015<sup>37</sup>

Dalla contrapposizione tra il totale delle attività e il totale delle passività emerge il patrimonio netto, che alla chiusura dell'esercizio del 2015 ammontava 7.630.000€,

<sup>37</sup> LVenture Group, "Bilancio 2015". <http://lventuregroup.com/wp-content/uploads/2016/05/Bilancio-Approvato -NO-CROX -x-sito-LVG -minimum.pdf> (consultato il 19/09/2016)

in diminuzione del 4,2% rispetto all'esercizio precedente, dove a tale voce corrispondeva un importo pari a 8.013.000€. Tuttavia gli investitori sembrano avere fiducia nel gruppo, infatti la capitalizzazione di mercato al 20 Settembre 2016 è di circa 8.75 milioni di euro.<sup>38</sup> Per quanto concerne il conto economico (figura 3.5), si rileva una perdita nell'esercizio 2015 di 1.234.000€. In negativo sono anche gli indicatori di EBITDA (-1.148.000€) e di EBIT (-1.269.000€). Rispetto all'esercizio precedente si sono registrati incrementi circa le voci riguardanti ricavi e costi operativi. Questa crescita in termini percentuali ha influito più sui ricavi (+48,9%) che sui costi (+37,4%), ma in termini assoluti l'aumento dei costi operativi è stato superiore di 260.000€ rispetto a quello dei ricavi.

---

<sup>38</sup> LVenture Group, "Andamento titolo LVenture Group Spa (LVEN.MI)". <http://lventuregroup.com/investor-relations/capitale-sociale/> (consultato il 20/09/2016)

NOTE	CONTO ECONOMICO CONSOLIDATO (valori espressi in migliaia di Euro)	31-dic-15	31-dic-14
21	Ricavi e proventi diversi	929	624
22	Costi per servizi	-1.093	-852
23	Costi del personale	-629	-362
24	Altri costi operativi	-355	-298
	<b>EBITDA</b>	<b>-1.148</b>	<b>-888</b>
25	Ammortamenti e perdite di valore di cespiti	-19	-20
	Ammortamenti e perdite di valore di attività imm.li	0	0
26	Accantonamenti e svalutazioni	-17	-4
27	Rettifiche di valore su partecipazioni	-85	-286
	<b>EBIT</b>	<b>-1.269</b>	<b>-1.199</b>
28	Proventi finanziari	12	25
29	Oneri finanziari	-17	0
30	Altri proventi	26	16
31	Altri oneri	-27	-5
	<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>-1.274</b>	<b>-1.163</b>
32	Imposte sul reddito	40	1
	<b>Risultato prima delle interessenze di terzi</b>	<b>-1.234</b>	<b>-1.162</b>
	Interessenze di terzi	0	0
	<b>Risultato netto di Gruppo</b>	<b>-1.234</b>	<b>-1.162</b>
33	Risultato per azione in Euro	-0,0609	-0,0621
33	Risultato per azione diluito in Euro	-0,0609	-0,0621

Figura 3.5: Conto economico LVenture Group 2014-2015<sup>39</sup>

Risultati negativi sono riscontrabili anche in altre società paragonabili, come H-Farm (fondata nel 2005) e Digital Magics (fondata nel 2008), che come LVenture Group offrono sia finanziamenti sia programmi di accelerazione a imprese in fase di seed e startup. Come si può notare nella figura 3.6, tutte e 3 le società prese in considerazione hanno registrato una perdita nel 2015.<sup>40</sup> Tuttavia la Digital Magics è l'unica che riesce a

<sup>39</sup> LVenture Group, "Bilancio 2015".

<http://lventuregroup.com/wp-content/uploads/2014/10/progetto-bilancio-2015.pdf>  
(consultato il 20/09/2016)

<sup>40</sup> H-Farm, "Fascicolo di bilancio al 31.12.2015". [http://www.h-farm.com/wp-content/uploads/H-FARM Progetto-di-Bilancio-al-31.12.2015.pdf](http://www.h-farm.com/wp-content/uploads/H-FARM_Progetto-di-Bilancio-al-31.12.2015.pdf) (consultato il 27/09/2016)

mantenere il valore dell'EBITDA in attivo.<sup>41</sup> I ROE realizzati sono rispettivamente -16,1% da LVenture, -11,1% da H-Farm e -7,4% da Digital Magics. È da notare come la H-Farm riesca a conseguire un ROE migliore a LVenture (seppur entrambi negativi), nonostante la perdita sia circa 4 volte di più. Ciò è dovuto al fatto che H-Farm dispone di un patrimonio netto di circa 40 milioni di euro, nettamente superiore rispetto a LVenture Group.

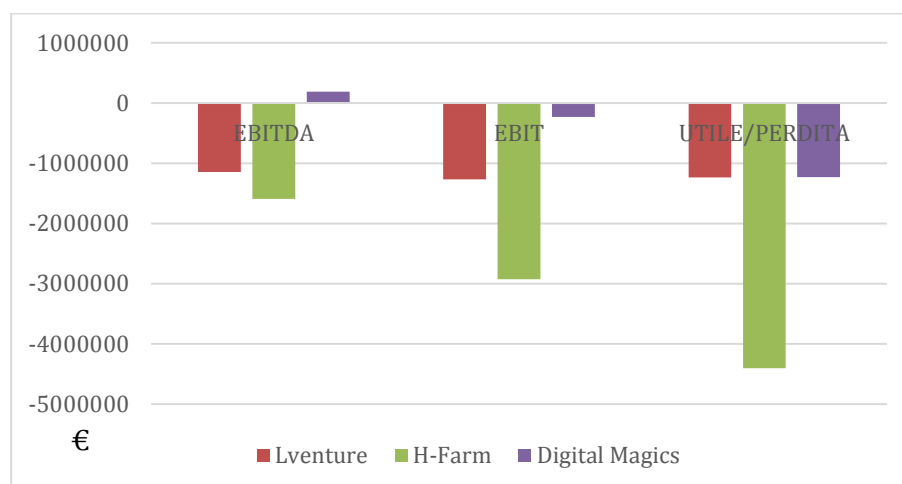


Figura 3.6: Comparazione sui risultati del conto economico 2015.<sup>42</sup>

<sup>41</sup> Digital Magics, "Bilancio al 31 Dicembre 2015".  
<http://www.digitalmagics.com/wp-content/uploads/2014/10/Fascicolo-bilancio-2015-con-relazione-revisori.pdf> (consultato il 26/09/2016)

<sup>42</sup> Dati elaborati dall'autore

Banca Finnat, a cui è stato affidato il ruolo di Specialist di LVenture Group, ha esposto un prospetto nel quale tra le altre cose fornisce anche una previsione sui conti economici futuri (figura 3.7). Questa ricerca prevede un'inversione di tendenza nei prossimi anni: stando a tali previsioni infatti, già alla chiusura dell'esercizio corrente l'EBITDA dovrebbe risultare in positivo di 6.000€. È inoltre atteso un deciso aumento dei ricavi che nel 2019 dovrebbero ammontare a circa 10 volte quelli registrati nell'esercizio del 2015. È poi previsto che, dopo un progressivo calo delle perdite, nel 2018 verrà registrato per la prima volta un utile di esercizio, generando un ROE di poco oltre il 10% e che tenderà a raddoppiarsi nell'esercizio successivo. Riguardo ai flussi di cassa, il fabbisogno finanziario di LVenture persisterà per altri 2 esercizi. Il realizzo del primo flusso di cassa attivo è atteso infatti anch'esso nel 2018.

Anno al 31/12	2015 A	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E
Ricavi (€ k)	929	3.017	4.742	6.891	9.959
EBITDA	-1.148	6	969	2.914	5.819
EBIT	-1.269	-541	-85	1.858	4.299
Utile netto	-1.234	-643	-199	1.673	4.093
Valore Partecipazioni	6.343	7.474	9.175	10.744	11.303
P/E (*)	-	-	-	7.30	2.99
Cash-flow	-1.113	-96	855	2.729	5.613
PFN	656	2.522	1.225	3.015	6.368
ROE	-	-	-	10,98	21,14

Figura 3.7: Prospetto sulle previsioni future riguardanti LVenture Group<sup>43</sup>

### *Conclusioni*

Nel primo paragrafo è stata illustrata l'evoluzione di Lventure Group a partire dal 2010. È stata inoltre approfondita la struttura della LV.EN. Holding s.r.l. evidenziandone le relative partecipazioni. L'attenzione è stata poi posta sull'ecosistema che LVenture si è proposta di realizzare a supporto dello sviluppo delle startup in fase di accelerazione. Infine sono stati esposti i dati relativi agli aumenti di capitale effettuati da LVenture.

Il secondo paragrafo si concentra invece sull'analisi degli investimenti che LVenture effettua verso le startup che decide di finanziare. È stato illustrato il processo che inizia con la selezione delle startup nel Selection Day e

---

<sup>43</sup> Banca Finnat - 9 Maggio 2016, ""Equity research. Initiation of coverage. LVenture Group".

che termina con la presentazione dei progetti, dopo un periodo di accelerazione di 5 mesi, nell'Investor Day. È stato inoltre esposto un prospetto dove si annoverano i capitali investiti in startup nel corso del 2015 e le quote delle partecipazioni detenute.

Infine nell'ultimo paragrafo sono stati resi noti i dati relativi ai bilanci degli esercizi 2014 e 2015. Sono stati commentati i dati di maggior rilevanza prima relativi agli stati patrimoniali e poi ai conti economici, focalizzandosi principalmente sul confronto tra i 2 esercizi. In conclusione è stato illustrato e commentato un prospetto pubblicato da Banca Finnat, recante le previsioni del conto economico degli esercizi futuri.



## Conclusione

La tesi ha fornito un'analisi globale sul mondo delle start-up innovative. Ha inizialmente approfondito il ruolo centrale che hanno i venture capital per lo sviluppo di queste neonate imprese. Nel primo capitolo è stata infatti elaborata una scomposizione delle fasi della vita dell'impresa, andando a porre l'attenzione per il resto del lavoro soltanto sulle prime tra queste. È proprio in queste fasi iniziali che operano i fondi di venture capital. Tuttavia questa giovane età delle imprese in cui essi investono e il campo estremamente legato alle nuove tecnologie rende questo un investimento estremamente rischioso. Un rischio ripagato da guadagni decisamente elevati, nel momento del disinvestimento, in caso di successo. Nella conclusione del primo capitolo sono state poi prese in considerazione le strategie di disinvestimento (anche dette di "exit"), prediligendo tra esse il caso dell'IPO, grazie al quale i venture possono dismettere le quote partecipative delle imprese precedentemente finanziate, vendendole direttamente su un mercato regolamentato.

Il secondo capitolo ha invece posto l'attenzione inizialmente sul significato di start-up, sfruttando alcune definizioni fornite da esperti del settore, esaminando tra

queste quella più tecnica, ovvero quella di Steve Blank, e quella espressa dal legislatore nel decreto legge n. 179 del 18 Ottobre 2012, la quale è stata poi maggiormente approfondita nel paragrafo successivo. In tale paragrafo sono state inoltre illustrati i vantaggi di cui godono le start-up (considerate tali a livello legale, ovvero che soddisfano i requisiti posti dalla legge), ma anche quelli di cui usufruiscono i soggetti che investono nelle stesse. Infine è stato studiato il mercato italiano delle start-up innovative, effettuando dapprima una ripartizione regionale dalla quale è possibile osservare quali sono le zone italiane maggiormente dense di start-up. Successivamente è stata svolta un'analisi basata su alcuni dati di bilancio di tali start-up, dalla quale è stato possibile osservare che la maggior parte di esse sono in perdita (giustificata dal fatto che sovente nei primi anni di vita un'impresa difficilmente riesce a generare utili d'esercizio). È stata infine rappresentata graficamente una ripartizione settoriale, dalla quale si è visto che il settore prevalente è quello riguardante la fornitura di servizi alle imprese.

Nel capitolo conclusivo è stato svolto un case study su LVenture Group, introducendo dapprima la storia del fondo e le sue caratteristiche. Successivamente l'indagine

ha riguardato gli investimenti attivi di LVenture (facendo anche un'analisi quantitativa degli investimenti effettuati nell'ultimo anno), tramite la quale è stato possibile osservare quali sono le start-up che generano un maggior fatturato e quali hanno i più elevati margini di crescita. Il case study si è poi concluso con l'illustrazione dei dati di bilancio di LVenture, sia quelli passati che quelli previsionali, facendo anche un confronto (per quanto riguarda gli indicatori di conto economico e di redditività) con altre società simili comparabili.

## Bibliografia

Banca Finnat (2016), "Equity research. Initiation of coverage. LVenture Group".

Blank S. Dorf B. (2012), "The startup owner's manual: The step-by-step guide for building a great company", Vol. 1.

Capizzi V. Giovannini R. (2010), "Business Angels e Informal Venture Capital in Italia", Bancaria Editrice.

Degeorge F. Martin J. Phalippou L. (2013), "The Performance of Secondary Buyouts".

Feld B. Mendelson Jason, Costolo Dick (2012), "Venture Deals", Wiley.

Forestieri G. (2015), "Corporate & investment banking", Egea.

Italian Business Angels Network Association (2012), "Il Capitale di rischio: I Business Angel e il Venture Capital".

Ries E. (2016), "Partire leggeri. Il metodo Lean Startup innovazione senza sprechi per nuovi business di successo", Rizzoli.

Thiel P. (2015), "Da zero a uno. I segreti delle startup, ovvero come si costruisce il futuro", Rizzoli.

## Sitografia

“The European Union’s project for ENP South Countries”.  
<http://www.ebesm.eu/template/default/files/Palestine%20I/PA%20Seminar%20Innovation%20Report%20%20VF.pdf> (consultato il 22/07/2016)

Barbarisi Giancarlo – 1 Febbraio 2015 “Business plan: tutto ciò che devi sapere per scriverne uno davvero efficace”.  
<http://www.businessplanvincente.com/2015/02/business-plan.html> (consultato il 18/07/2016)

Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI), “Disinvestimento”. <http://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/disinvestimento/> (consultato il 31/08/2016)

Camera di Commercio Ferrara – 22 Agosto 2016, “Start-up innovative: definizione, caratteristiche e benefici”.  
<http://www.fe.camcom.it/attivitaaistituzionali/registro-imprese/start-up/start-up> (consultato il 22/08/2016)

Delli Compagni Agostina – 8 Agosto 2016, “La prima startup italiana nata senza notaio”.  
<http://www.wired.it/economia/start-up/2015/12/09/2016-come-vita-tempi-sharing-economy/> (consultato il 23/08/2016)

Francesca Vinciarelli – 3 Agosto 2016, “Startup innovative traino per l’occupazione”, PMI.  
<http://www.pmi.it/economia/lavoro/news/129123/startup-innovative-traino-per-loccupazione.html> (consultato il 19 Agosto 2016)

Riepilogo sulle società iscritte alla sezione delle startup innovativa – 01 Agosto 2016,  
<http://startup.registroimprese.it/report/startup.pdf> (consultato il 06/09/2016)

Ministero dello Sviluppo Economico, “Report con dati strutturali – 1° Trimestre 2015 – Startup Innovative”. Trimestri vari, disponibile su <http://startup.registroimprese.it/report/> (consultato il 06/09/2016)

LVenture Group – 19 Maggio 2015, “LVenture Group alla WWW Conference”. <http://lventuregroup.com/lventure-group-alla-www-conference/> (consultato il 07/09/2016)

LVenture Group – 23 Dicembre 2015, “LVG entra in Club Acceleratori: 1 milione di euro per 6 startup”. <http://lventuregroup.com/lventure-group-entra-in-club-acceleratori-1-milione-di-euro-per-6-startup-in-portafoglio/> (consultato il 07/09/2016)

LVenture Group – Giugno 2016, “Company profile”. <http://lventuregroup.com/wp-content/uploads/2016/05/LVenture-Group-Company-Profile.pdf> (consultato il 10/09/2016)

LVenture Group – Roma, 19 Luglio 2016, “Risultati dell’aumento di capitale LVenture Group: Sottoscritto l’81% delle azioni offerte per un controvalore pari a euro 4.039.114”. <http://lventuregroup.com/wp-content/uploads/2016/07/2016-07-19-CS-LVG-chiusura-aucap.pdf> (consultato il 14/09/2016)

AIFI – 16 Marzo 2016, “Dati 2015 private equity e venture capital: raddoppia la raccolta e crescono gli investimenti; l’Italia torna a essere un mercato attrattivo”. <http://www.aifi.it/press-room/comunicati/5345-dati-2015-private-equity-e-venture-capital-raddoppi/>

Associazione Editori Sviluppatori Videogiochi Italiani (AESVI) – 14 Marzo 2016, “L’Italia punta nuovamente sul settore Gaming”. [http://www.aesvi.it/cms/view.php?dir\\_pk=902&cms\\_pk=2602](http://www.aesvi.it/cms/view.php?dir_pk=902&cms_pk=2602) (consultato il 15/09/2016)

Valentina Ferrero – 12 Maggio 2016, “App, nel 2015 un fatturato da 34 miliardi: chi guadagna è Apple”. [http://innovazione.diariodelweb.it/innovazione/articolo/?nid=20160512\\_381945](http://innovazione.diariodelweb.it/innovazione/articolo/?nid=20160512_381945) (consultato il 15/09/2016)

Luiss Enlabs – 18 Giugno 2014, “Selection Day: When the BoA decides who is going to join our startup accelerator”. <http://luissenlabs.com/selection-day-when-the-boa-decides-who-is-going-to-join-our-startup-accelerator/> (consultato il 17/09/2016)

LVenture Group – 3 Novembre 2014, “Programma di accelerazione per startup: con LUISS ENLABS offriamo 60 mila euro e 5 mesi di supporto a 360 gradi”. <http://lventuregroup.com/programma-di-accelerazione-per-startup-con-luiss-enlabs-offriamo-60-mila-euro-e-5-mesi-di-supporto-a-360-gradi/> (consultato il 17/09/2016)

AIFI – 16 Marzo 2016, “Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt nel 2015”. <https://dato-images.imgix.net/45/1460471501-Dati-private-equity-venture-capital-e-private-debt-2015.pdf?ixlib=rb-1.1.0> (consultato il 26/09/2016)

LVenture Group, “Bilancio 2015”. [http://lventuregroup.com/wp-content/uploads/2016/05/Bilancio-Approvato\\_-NO-CROX\\_-x-sito-LVG\\_-minimum.pdf](http://lventuregroup.com/wp-content/uploads/2016/05/Bilancio-Approvato_-NO-CROX_-x-sito-LVG_-minimum.pdf) (consultato il 19/09/2016)

LVenture Group, “Andamento titolo LVenture Group Spa (LVEN.MI)”. <http://lventuregroup.com/investor-relations/capitale-sociale/> (consultato il 20/09/2016)

H-Farm, “Fascicolo di bilancio al 31.12.2015”. [http://www.h-farm.com/wp-content/uploads/H-FARM\\_Progetto-di-Bilancio-al-31.12.2015.pdf](http://www.h-farm.com/wp-content/uploads/H-FARM_Progetto-di-Bilancio-al-31.12.2015.pdf) (consultato il 27/09/2016)

Digital Magics, “Bilancio al 31 Dicembre 2015”. <http://www.digitalmagics.com/wp-content/uploads/2014/10/Fascicolo-bilancio-2015-con-relazione-revisori.pdf> (consultato il 26/09/2016)