



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI**  
**"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**"Acceleratori ed incubatori a supporto dello sviluppo: i casi H-Farm e  
LVenture Group"**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. ANTONIO PARBONETTI**

**LAUREANDO: NICOLA GIANNIZZARI**

**MATRICOLA N. 1090196**

**ANNO ACCADEMICO 2016 – 2017**



# Sommario

<b>INTRODUZIONE .....</b>	<b>5</b>
<b>CAPITOLO 1: Il Venture Capital: come operano gli acceleratori e gli incubatori.....</b>	<b>7</b>
<b>1.1 Funzionamento ed obiettivi.....</b>	<b>7</b>
1.1.1 Le origini e l'evoluzione.....	7
1.1.2 Le fasi di finanziamento di una startup .....	9
<b>1.2 Andamento del Venture Capital.....</b>	<b>11</b>
1.2.1 La situazione mondiale dei Venture Capital e degli acceleratori .....	11
1.2.2 La situazione italiana .....	12
<b>CAPITOLO 2: H-Farm e LVenture: indagine sui numeri.....</b>	<b>13</b>
<b>2.1 Strategia e bilancio di H-Farm .....</b>	<b>13</b>
2.1.1 H-Farm: Business model .....	13
2.1.2 Analisi di bilancio: il Conto Economico .....	17
2.1.3 Analisi di bilancio: lo Stato Patrimoniale .....	20
<b>2.2 Strategia e bilancio di LVenture Group .....</b>	<b>23</b>
2.2.1 LVenture Group: Business model .....	23
2.2.2 Analisi di bilancio: lo Stato Patrimoniale .....	26
2.2.3 Analisi di bilancio: il Conto Economico .....	29
<b>2.3 Numeri e strategie a confronto .....</b>	<b>31</b>
<b>CAPITOLO 3: Le startup: decisioni di investimento .....</b>	<b>33</b>
<b>3.1 Le startup: contesto italiano .....</b>	<b>33</b>
<b>3.2 Come valutare una startup: il modello di Festel G. et al. (2013).....</b>	<b>35</b>
<b>3.3 H-Farm e Lventure Group: Case studies .....</b>	<b>37</b>
3.3.1 H-Farm: il portafoglio .....	37
3.3.2 LVenture Group: il portafoglio .....	39
<b>Conclusioni.....</b>	<b>40</b>
<b>Riferimenti bibliografici .....</b>	<b>42</b>



# INTRODUZIONE

Gli anni 2000 hanno segnato la nascita di un nuovo corso, di una mentalità aziendale che iniziasse a considerare la crescita partendo dal tema dell'innovazione e dell'imprenditorialità. La tecnologia diventa uno strumento alla portata di tutti, un fenomeno che si espande in tutti i settori economici, un elemento fondamentale nella quotidianità aziendale. Il mondo delle startup riflette pienamente questa mentalità, servendosi dell'innovazione per scalare rapidamente il mercato e generare profitti dai servizi che fornisce alla collettività. Questo nuovo modo di fare impresa richiede, tuttavia, un processo di accelerazione e finanziamento che gli permetta di affrontare le fasi iniziali facendo leva su somme di capitali conferite da terzi. Esistono quindi varie figure in grado di accelerare le fasi di avvio di una startup e di conferire il giusto capitale di rischio in cambio di un beneficio economico futuro, come ad esempio i *Business Angels*, i fondi di *Venture Capital*, gli acceleratori e gli incubatori.

L'obiettivo di questo elaborato è quello di fornire un'analisi dettagliata sulle modalità di supporto allo sviluppo, concentrandosi principalmente sugli acceleratori e gli incubatori. È doveroso precisare che l'indagine è stata condotta facendo riferimento a due casi pratici di accelerazione nel contesto italiano, quello di H-Farm, società fondata nel 2005 con sede a Roncade (Treviso) e quotata presso l'AIM (mercato alternativo del capitale di Borsa Italiana), e quello di LVenture Group, società di *Venture Capital* proprietaria dell'acceleratore LUISS Enlabs con sede a Roma e quotata presso l'MTA di Borsa Italiana. Il primo capitolo affronta la tematica del *Venture Capital* concentrandosi sulla classificazione avvenuta nel corso degli anni dei vari acceleratori di sviluppo e sulle fasi di intervento di questi ultimi, tutto ciò andando a commentare ed osservare la situazione mondiale rapportata alla dimensione italiana. Gli argomenti trattati nella prima parte fanno da preludio all'analisi condotta nel secondo capitolo, caratterizzato da un'attenta indagine sui business model delle società H-Farm e LVenture Group, selezionate per l'elaborato in quanto ritenute specularmente confrontabili e facilmente collocabili nel contesto analizzato in precedenza. Di queste due realtà è stata poi condotta una dettagliata analisi di bilancio, basata sulle informazioni pubblicate dalle stesse società nei rispettivi siti internet. Le società si sono quindi avvalse dell'applicazione di due distinti criteri per la redazione di bilancio: H-Farm ha adottato i principi contabili nazionali (OIC), mentre LVenture i principi contabili internazionali (IAS/IFRS). Per quanto riguarda l'ultimo capitolo, esso si occupa di approfondire il processo di composizione dei portafogli azionari, facendo riferimento ad un modello basato sul beta di Festel G. et al. (2013) ed osservando come casi di studio alcune delle partecipazioni più importanti detenute dalle due società citate in precedenza.



# CAPITOLO 1: Il Venture Capital: come operano gli acceleratori e gli incubatori

## 1.1 Funzionamento ed obiettivi

### 1.1.1 Le origini e l'evoluzione

“Gli incubatori di imprese sono strutture preposte a stimolare e a sostenere la nascita di nuove attività imprenditoriali, attraverso l’offerta di risorse fisiche e servizi logistici, assistenza manageriale attiva, accesso a canali privilegiati di finanziamento e supporto nell’utilizzo di servizi tecnici e di business” (Boschetti et al., 2003, p.328); in riferimento a questa definizione e al lavoro di Boschetti et al. (2003) si condurrà l’analisi relativa alle origini e agli obiettivi degli incubatori ed acceleratori. Il fenomeno di incubazione non è di origine recente, come tradizionalmente si pensa: già dagli anni ’50 si mossero i primi passi verso un fenomeno che potesse incoraggiare la nascita di nuove realtà imprenditoriali, di cui si fecero veicolo i governi nazionali. La prima formalizzazione a livello europeo avvenne nel 1984 quando, su iniziativa della Commissione Europea, nacquero i primi *Business Innovation Centres* (BIC), il cui ruolo si focalizzava nel fornire una serie di agevolazioni imprenditoriali, come spazi di *co-working* ed infrastrutture. Dopo qualche tempo si comprese che il miglior modo per veicolare l’innovazione fosse strettamente legato alla ricerca e allo sviluppo all’interno delle università, che, di fatto, erano le uniche entità in grado di generare tecnologia facilmente trasferibile alle imprese. Si decise allora di puntare sugli *University Business Incubators* (UBI) che, a differenza del primo caso, non solo mettevano a disposizione strutture e servizi, bensì ampliavano l’offerta ad alcune attività tipiche di un’università, quali il confronto con professori o l’accesso a dati di laboratorio. L’avvento di Internet segnò, a partire dagli anni ’90, una sorta di punto di rottura col tradizionale modello di incubazione, mettendo in risalto che ormai il focus della creazione del valore ruotava attorno alla “velocità di accesso al mercato, [alle] sinergie, [ai] network” (2003, p.332). Per sopperire alla mancanza di un attore in grado di unire la disponibilità di fondi per ottenere profitto, *management skills* e conoscenza del mercato, presero forma i primi incubatori di natura privata. È doveroso precisare che, fino al momento considerato, acceleratori ed incubatori risultavano coincidenti. Solo con la nascita di entità private si ebbe una distinzione ben più netta. Attualmente, come evidenziato dall’European Accelerators Summit (2016), bisogna distinguere i due concetti: mentre gli acceleratori si posizionano solo in fasi di finanziamento *early-stage* concentrandosi su programmi di rapida espansione della durata di qualche mese, gli incubatori preferiscono coltivare i propri business in fasi più avanzate su programmi di durata anche annuale. A tutto

ciò si aggiunge anche un modo diverso di intendere la funzione di *mentorship*: da una parte ci sono gli acceleratori, che puntano alla formazione dei *founder* di startup attraverso la propria consulenza, dall'altra gli incubatori, che affidano a collaboratori esterni la funzione di implementazione strategica delle imprese incubate. Ritornando agli obiettivi di queste due realtà, entrambe condividono la medesima aspirazione di creare valore e di ottenere profitto. Questo può avvenire essenzialmente attraverso la valorizzazione delle partecipazioni in portafoglio, che permettono di ottenere plusvalenze in caso di exit di successo, cioè vendita delle quote ad un valore di mercato più alto rispetto all'originario prezzo d'acquisto. La nascita degli incubatori privati ha spianato la strada a nuove opportunità di investimento, soprattutto quando società già presenti sul mercato hanno compreso l'importanza del fenomeno. Come sottolineato ancora una volta da Boschetti et al (2003), da questa circostanza si sono sviluppate due tipologie di incubatori privati: i *Corporate Business Incubators* (CBI), istituiti da società già esistenti (solitamente multinazionali) per sviluppare e valorizzare progetti ad alto potenziale elaborati internamente, e gli *Independent Private Incubators* (IPI), nati dall'intraprendenza di privati per selezionare e investire su progetti attraenti mediante l'uso di capitale proprio o più solitamente mediante l'uso di capitale fornito da fondi di *Venture Capital* (il caso di H-Farm e LVenture Group). Un ultimo aspetto da sottolineare è quello relativo alla classificazione dei quattro tipi di incubatore secondo i parametri della matrice della figura 1.1: si può essere *profit* o *non-profit oriented*, sviluppatori di idee di origine interna od esterna.

<b>Esterna</b> Origine idee	<b>BIC</b>	<b>IPI</b>
	<b>UBI</b>	<b>CPI</b>
<b>Interna</b>	<b>Non profit</b>	<b>Profit oriented</b>

Natura istituzionale

Figura 1.1: Tipologie di incubatori (Fonte: Boschetti et al., 2003, p.335)

## 1.1.2 Le fasi di finanziamento di una startup

Le fasi di crescita di una startup o, più in generale di una piccola impresa, sono accompagnate da finanziamenti ritenuti necessari per la crescita e la sopravvivenza. Il ciclo di finanziamento, secondo quanto esposto da Novoa (2014) in un articolo su *Startupxplore*, si divide a grandi linee in due fasi: la *early-stage financing*, che comprende il *pre-seed capital* ed il *seed capital*, ed il *growth stage*, che comprende il *Series A*, il *Series B* ed il *Series C*.

- *Pre-seed capital*: è la fase iniziale, quella in cui non si dispone di capitali iniziali, ma solo ed unicamente di un'idea che richiede un riconoscimento ad entrare nel mercato. Solitamente è una fase molto complicata, poiché gli unici mezzi di finanziamento provengono dai "Fools, friends and family". Tuttavia, è proprio questa la fase in cui negli ultimi decenni si sono posizionati molti acceleratori e *business angels*: i primi, come riferisce l'European Accelerators Summit (2016), selezionano i progetti più interessanti in programmi che vanno da una settimana a tre mesi in cambio di quote del 5 o del 10 % di capitale (Novoa, 2014), e i secondi, che, pur non disponendo di elevate conoscenze specifiche del settore, decidono di investire nella speranza di benefici economici futuri.
- *Seed capital*: è una fase molto rischiosa, caratterizzata da un'alta domanda di capitale necessario a lanciare l'idea precedentemente esposta per accaparrarsi una fetta di mercato di potenziali clienti. Come sottolinea ancora una volta l'European Accelerators Summit (2016), in questa fase gli investitori sono pochi ed altamente specializzati: o si tratta di *business angels* navigati oppure di fondi d'investimento e acceleratori che dispongono di ingenti somme da investire. Tra gli acceleratori più importanti in tale scenario vanno menzionati Y-Combinator, TechStars e Beta-i. Negli ultimi anni sono anche emerse nuove fonti di investimento. Una di queste è il *Crowdfunding*, gestito da piattaforme online che permettono a chiunque di presentare il proprio progetto innovativo, ricevendo in cambio qualcosa di materiale (il *reward-based crowdfunding*), oppure parte del capitale (l'*equity crowdfunding*).
- *Series A*: è la fase che segna il punto di distacco dall'*early-stage*, caratterizzata da fatturati in crescita e dalle prime comparse di profitti consistenti. Novoa (2014) sostiene che si tratta comunque di uno stage molto rischioso per gli investitori che, in questo caso, si identificano principalmente in imprese di *Venture Capital*. La quota che esse detengono si aggira tra il 15 e il 30% e l'obiettivo che si pongono è quello di ottenere più capitale possibile in modo da scalare il proprio mercato di riferimento.

- *Series B*: è la fase che si attesta in quelle startup di successo con esperienza consolidata. Il mercato ha infatti una base solida, gli investimenti sono di portata maggiore e il *business model* lavora efficientemente (Novoa, 2014). In questa fase fanno la loro comparsa acceleratori di tipo CBI (*Corporate Business Incubators*), i quali si occupano di ricercare le migliori opportunità di investimento per le compagnie per cui lavorano e di creare partnership per future acquisizioni. Esempi rinomati sono Microsoft Ventures e Bridge by Coca Cola (European Accelerators Summit, 2016).
- *Series C*: è l'ultima fase prima dell'offerta al pubblico dei propri titoli (IPO), in seguito all'iscrizione presso un mercato di borsa regolamentato, oppure prima dell'acquisizione da parte di una compagnia di *private equity*.

## 1.2 Andamento del Venture Capital

### 1.2.1 La situazione mondiale dei Venture Capital e degli acceleratori

Analizzare dati relativi ai fondi di *Venture Capital* richiede innanzitutto una giusta comprensione del fenomeno. A tal proposito, risulta necessario sottolineare come attività di questo tipo, a differenza del *private equity*, sono volte ad investire in fasi *early-stage*, sostenendo finanziamenti necessari alla sopravvivenza iniziale delle startup. Come evidenziato da Startupbusiness (2016), essi raccolgono le fonti necessarie ai loro investimenti rivolgendosi soprattutto a fondi istituzionali come banche, assicurazioni ed enti. Da tale assunzione è possibile comprendere come una tale attività possa essere facilmente oggetto delle fluttuazioni del mercato. Osservando i dati a livello mondiale elaborati da KPMG e CB Insights (2016), è possibile notare una notevole flessione dei volumi investiti, registrando un brusco passaggio dai circa 131 miliardi di dollari del 2015 ai circa 79 del 2016. Non è un caso che il motivo di tale caduta sia strettamente legato agli Stati Uniti: data la notevole concentrazione di fondi di *Venture Capital* all'interno della regione, se l'anno prima si è potuto assistere al record di volumi investiti (75 miliardi), il 2016 è stato caratterizzato da un'inesorabile caduta dovuta all'incertezza legata alle elezioni presidenziali e all'impennata dei tassi d'interesse. Il trend non è dei migliori nemmeno in Europa, che, nel 2015, aveva fatto registrare una performance record, con quota 15,7 miliardi. La flessione della performance relativa al 2016 (-28%) appare fortemente influenzata dalla paura dei mercati legata alla Brexit. Tuttavia, ci sono degli aspetti positivi che vanno sottolineati: la fase *seed capital* ha impattato più positivamente del solito sul totale delle destinazioni dei capitali, registrando un trend positivo in contro tendenza rispetto ai dati mondiali. Il quadro formatosi nel 2016 non appare quindi tranquillo per i *Venture Capital*, in particolare per gli acceleratori già presenti sul mercato. Andando in tale direzione, il Seed Accelerator Rankings Project (2017) ha stilato una classifica sui migliori acceleratori al mondo nel corso del 2016 considerando come variabili il numero di startup accelerate, il loro tasso di sopravvivenza nei 3 anni successivi, le exit e le IPO portate a termine per un valore non inferiore ai 5 milioni di dollari. Si piazzano ai primi posti tre incubatori americani: YCombinator, AngelPad e Techstars. Per quanto riguarda l'Europa, l'indagine è stata condotta da Alphagamma (2016), la quale ha inserito nella lista di acceleratori che assicurano un certo grado di performance alle startup partecipate anche l'italiana H-Farm. In generale, è possibile affermare che le difficoltà legate all'anno 2016 sono quindi state dettate dalla frenata degli investimenti dei maggiori fondi di *Venture Capital* e dei maggiori acceleratori, determinando una situazione molto rischiosa per le startup alla ricerca di capitali. Sempre da quanto riferisce CB Insights (2016), il 2016 ha visto un alto

tasso di mortalità delle startup sia in fase di *early-stage* che in fase di crescita, registrando come causa di morte nel 29% dei casi la mancanza di investimenti di capitale.

### **1.2.2 La situazione italiana**

La situazione italiana nell'ambito del *Venture Capital* ha visto un leggero miglioramento durante il 2016. Secondo i dati raccolti da AIFI (Associazione Italiana Private Equity e Venture Capital, 2017), in collaborazione con PwC - Transaction Services, è stato registrato un "record sull'ammontare investito a 8,2 miliardi di euro (+77%); contrazione nella raccolta (-47%)", considerando nell'insieme sia il *Private Debt* che il *Venture Capital*. Vediamo nel dettaglio le informazioni che riguardano specificatamente gli investimenti in startup: le operazioni riguardanti la fase *seed* e *pre-seed* hanno registrato un piccolo incremento, passando dalle 122 alle 128 nell'arco di un anno (+ 5%). Tale aumento, sebbene poco significativo, è stato accompagnato da una quantità investita pari a 104 milioni di euro, circa il 40 % in più rispetto a quanto registrato nel 2015. Il settore maggiormente finanziato dal *Private Debt* e dal *Venture Capital* è stato invece quello relativo alle ICT, con una quota vicina ai 2 miliardi. Questo testimonia la forte vocazione *high-tech* dei principali acceleratori italiani. Sebbene si registri una piccola crescita, l'Italia risulta ancora ben lontana da alcuni paesi europei che invece hanno sbancato il mercato: la Francia, ad esempio, solo nel 2016 è riuscita a portare a termine 590 operazioni, con un capitale investito pari a 2,7 miliardi di euro (Rusconi G., 2017). Il quesito da porsi ora è se effettivamente ci sono fondi di *Venture Capital* in Italia capaci di affermarsi anche a livello europeo. Rociola A. (2017), riporta nel suo articolo parte della classifica stilata da Dealroom sui fondi d'investimento specializzati in startup più attivi in Europa, adattandola al contesto italiano. La prima società italiana è Innogest, posizionata al 130° posto a livello europeo, che vanta dal 2006 ad oggi 136 exit e partecipazioni in alcune startup divenute famose in ambito finanziario, come Prestiamoci e Sardex. Gli acceleratori oggetto della nostra analisi, LVenture ed H-Farm, si posizionano rispettivamente al 4° e al 6° posto a livello italiano, di cui la prima ha registrato un'exit proprio nell'ultimo anno, e la seconda nove exit dalla sua fondazione. La differenza a livello europeo si sente però anche sul livello qualitativo degli investimenti. Index Ventures (UK), per citare un esempio, può vantare nel suo portafoglio partecipazioni in società note al grande pubblico come Dropbox, BlaBlaCar e Just Eat.

# CAPITOLO 2: H-Farm e LVenture: indagine sui numeri

## 2.1 Strategia e bilancio di H-Farm

### 2.1.1 H-Farm: Business model

In ottemperanza al decreto legge del 18 ottobre 2012, n. 179, H-farm S.p.A. si configura come un Incubatore di start-up innovative: “è una società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano ovvero una Societas Europaea, ... che offre servizi per sostenere la nascita e lo sviluppo di start-up innovative”. Essa, in particolare, si autodefinisce *Venture Incubator*, ossia un efficace mixture tra un fondo d’investimento ed un incubatore tecnologico, data la sua natura di fornitore di capitale di rischio simultaneamente a servizi di incubazione ed accelerazione. Quanto riportato nella mission di H-Farm rispecchia pienamente la sua strategia a livello corporate: “Innovating, Transforming, Educating” (H-Farm, Facebook page). Il *business model* della società si struttura infatti seguendo le direttrici di tre complementari *Strategic Business Unit: H-Farm Investment, H-Farm Industry ed H-Farm Education* (H-Farm, Fascicolo di Bilancio al 31.12.2016). Tale struttura è derivata dalle particolari esigenze nate nel corso degli anni nel campo dell’innovazione, distinguendosi dai tradizionali modelli di incubazione americani.

- *H-Farm Investment*: La prima SBU è la divisione investimenti, programmata per la ricerca e la valutazione dei progetti innovativi a livello internazionale, con particolare riferimento al complesso dei nuovi mezzi di comunicazione di massa (“*new media*”). Le startup selezionate vengono poi accompagnate in un percorso di crescita che si concretizza grazie alla collaborazione con la divisione industriale ai programmi “*Industry Accelerator*” e “*Corporate Accelerator*”.
- *H-Farm Industry*: La seconda SBU lavora a stretto contatto con aziende clienti di dimensioni medio-grandi. Il suo ruolo è quello di fornire sostegno e consulenza in accordo ai continui cambiamenti veicolati dall’innovazione tecnologica. I programmi di consulenza previsti sono di natura diversa a seconda delle esigenze dei clienti: “*Corporate Education*” si occupa ad esempio di attività per il potenziamento educativo professionale, mentre i programmi di accelerazione presenti anche nella prima SBU di condurre l’innovazione all’interno delle divisioni aziendali dei clienti.
- *H-Farm Education*: La terza SBU fa riferimento al ramo educativo, divenuto uno degli interessi principali della società. L’attività di formazione, che si concentra soprattutto in attività di master per laureati, international school e una laurea triennale in *Digital*

*Management*, completa il *business model* e fa da cornice all'obiettivo di formare giovani al mondo dell'innovazione.

Seguendo la descrizione fatta finora riguardo alla *Corporate strategy*, è possibile analizzare la posizione competitiva della società individuando quelle forze dell'ambiente economico che possono influenzare la redditività di medio-lungo termine. Facciamo riferimento in particolare al modello delle cinque forze competitive di Porter spiegato da Johnson G. et al. (2014), utile per una valutazione della concorrenza e della profittabilità di settore. Partendo dalla presenza di concorrenti diretti, è possibile osservare come, nonostante la notevole presenza di programmi di accelerazione a livello nazionale ed internazionale, il pacchetto di offerta di H-Farm risulti unico nel suo genere. Tale situazione è dettata dal fatto che le aree strategiche d'affari interne a questo settore si presentano altamente diversificate. Seguendo la classificazione proposta da Bruneel et al. (2012) indicante la presenza di tre macro-categorie di incubatori, H-Farm si colloca infatti in una posizione ibrida, a metà strada nell'essere un incubatore di seconda e terza generazione. Risulterebbe di seconda generazione in quanto aggiunge ai servizi infrastrutturali anche quelli "knowledge based" (riguardanti la consulenza e l'assistenza manageriale), mentre di terza generazione poiché sfrutta i canali di networking per comunicare con clienti e fornitori (l'utilizzo di Internet come strumento fondamentale per la crescita delle aziende incubate). Per quanto riguarda la minaccia di potenziali entranti nel mercato di riferimento di H-Farm, è risultato fondamentale per l'impresa assicurarsi vantaggi di costo derivanti da un apprendimento cumulato nel tempo, sfruttando quindi le cosiddette "economie di esperienza". Ma non è solo questo a limitare le minacce di ingresso nel mercato: H-Farm è riuscita nel tempo a creare attorno a sé una rete di contatti per la distribuzione e l'approvvigionamento che le permettono di detenere una posizione di rilievo nel panorama italiano degli acceleratori. Ne sono un esempio le varie collaborazioni con Adidas, Cisco, Barilla, Deutsche Bank e De'Longhi. Altro elemento da analizzare è sicuramente la minaccia di servizi sostitutivi: le startup innovative o le imprese richiedenti consulenza si trovano dinanzi alla scelta di proporsi ad uno piuttosto che ad un altro incubatore/acceleratore. In questo caso, spetta all'*Independent Private Incubator* (IPI) definire il programma e la tipologia di startup a cui rivolgere la propria offerta di incubazione, valutando i vantaggi e i rischi connessi alla scelta di attività specializzate. Nel caso di H-Farm, avvalersi di un servizio specializzato ha aumentato le probabilità di profitto nel lungo periodo: non a caso l'acceleratore rivolge il proprio orientamento a quella tecnologia digitale e dei nuovi media che ben si distacca da attività di investimento di carattere ingegneristico. Esistono, tuttavia, anche valide ragioni per sostenere il contrario: scegliere di specializzarsi solo

nell'innovazione digitale e nell'high-tech può significare che in periodi di crisi del settore l'acceleratore dovrà fronteggiare una diminuzione della domanda di incubazione. Per quanto riguarda il potere contrattuale dei clienti, bisogna innanzitutto definire chi sono i clienti della società. Come abbiamo evidenziato in precedenza nella classificazione delle *Strategic Business Unit*, essi si identificano principalmente in grandi aziende per cui H-Farm o ricerca le migliori iniziative imprenditoriali nell'area digitale (incubandole ed accelerandole prima) oppure fornisce la consulenza necessaria per il “percorso di trasformazione dei loro processi in un'ottica digitale” (H-Farm, 2017, Fascicolo di bilancio 2016, p.42). Esempi di consulenza si sono avuti in Adidas, supportata nella *Digital creation*, Barilla, nel *Digital marketing*, Diesel, nel *Digital retail*, Kenwood, nel *Community management*. Ovviamente, come suggerito da Gerry Johnson et al. (2014, p.54) nel manuale *Strategia aziendale*, “l'incisività del potere contrattuale dei clienti dipende dal verificarsi delle seguenti condizioni: elevata concentrazione dei clienti, ...switching cost bassi [e]...minaccia di integrazione verticale a monte”. Non si può affermare con certezza quanto potere contrattuale essi detengano, ma è ragionevole supporre che molte di queste aziende in futuro decidano di bypassare la fornitura di servizi di H-Farm per ragioni di tipo economico. I clienti attuali esercitano quindi un discreto potere contrattuale sull'azienda di Roncade poiché rappresentano una “porzione rilevante delle vendite dell'impresa [stessa]”. Ultimo punto cruciale dell'analisi di contesto settoriale riguarda il potere contrattuale dei fornitori. È doveroso precisare che nel complesso dei fornitori rientrano sia coloro che offrono all'impresa materie prime ed attrezzature, sia coloro che offrono le risorse finanziarie necessarie per l'operatività dell'impresa. A tal proposito va sottolineato che un acceleratore come H-Farm, operante in un contesto tecnologico altamente specializzato, potrebbe incontrare alcune difficoltà nel dover passare da un fornitore all'altro. Basti pensare che alcune delle maggiori partnership di fornitura sono state stipulate con aziende come Oracle, leader mondiale nel settore *software house*, e con Adform, fornitore specializzato nelle tecnologie per l'advertising (H-Farm.com, 2017). Tutto ciò fa supporre che un precipitoso passaggio ad altra fornitura possa comportare switching cost molto alti e che di conseguenza il potere contrattuale di tali aziende non sia da trascurare. L'analisi appena condotta fornisce maggiore chiarezza su quanto sia elevato il grado di attrattività del settore d'incubazione nel contesto italiano. Partendo dai dati contenuti nella relazione sullo stato di attuazione della normativa a sostegno delle startup e delle PMI innovative (2016), è possibile constatare che gli “incubatori certificati” nel 2016 risultano essere 39, in rialzo di nove unità rispetto all'anno precedente. Questo dato testimonia quanto il fenomeno sia in crescita negli ultimi anni, anche se non si notano numeri eclatanti. Da ciò deriva che il grado di attrattività e di profittabilità del settore non è più lo stesso rispetto a

qualche anno fa e che gli incubatori/acceleratori già presenti sul mercato abbiano dovuto adattarsi ad un nuovo contesto competitivo. Il Sole 24 Ore (2017) riporta proprio un'intervista fatta al fondatore di H-Farm, Riccardo Donadon: "Oggi i nostri servizi di accelerazione vengono erogati solo verso le grandi aziende che ci ingaggiano per cercare le migliori startup a livello internazionale...Gli incubatori già certificati sono assolutamente troppi rispetto al valore effettivo generato dalle startup italiane...Siamo passati da una situazione di non presenza sul mercato ad un eccesso di presenza/offerta...Ci sarà una selezione naturale"

## 2.1.2 Analisi di bilancio: il Conto Economico

L'analisi di bilancio relativa ad H-Farm S.p.A. viene condotta in riferimento al Bilancio consolidato, alla nota integrativa e al rendiconto finanziario al 31/12/2016. Prima di procedere risulta doveroso premettere due informazioni rilevanti ai fini dell'analisi: il bilancio è stato redatto in conformità ai principi contabili nazionali OIC secondo i criteri dettati dal codice civile (art.2423 e 2426) e comprende, oltre la società capogruppo H-Farm S.p.A., altre dieci società che rientrano nel perimetro di consolidamento (quelle società le cui quote di maggioranza sono detenute dallo capogruppo). Come indicato nei principi contabili italiani, l'analisi è stata condotta mettendo in risalto la prevalenza della sostanza sulla forma, vale a dire conformandosi all'utilizzo del principio di competenza subordinato a quello di prudenza. Il metodo utilizzato per la redazione è quello dell'integrazione globale. Di seguito vengono riportate a titolo informativo le società controllate dalla società madre: H-Farm Digital Media (India) Pvt Ltd; H-Farm UK Ltd; H-Farm US Inc; Shado S.r.l.; Grow the Planet S.r.l.; H-Farm Industry S.r.l.; Yellow Chip S.r.l.; H-Farm Education S.r.l.; Digital Accademia Corporate Education S.r.l.; H-International School of Treviso S.r.l.. Per concludere, un'ultima importante informazione riguarda il fatto che a partire dalla fine del 2015 la società H-Farm S.p.A. ha deciso di quotarsi all'AIM Italia, "mercato di Borsa Italiana dedicato alle piccole e medie imprese italiane che vogliono investire nella loro crescita" (Borsa Italiana, 2017). Per la suddetta analisi si è deciso di partire dal Conto Economico, in cui sono presenti e messi a confronto i dati relativi al 31/12/2015 e al 31/12/2016. Osservando prima di tutto il Valore

Descrizione	31/12/2016	31/12/2015	Variazioni
Ricavi vendite e prestazioni	30.782.983	14.865.385	15.917.598
Variazioni delle rimanenze	96.885	(74.453)	171.338
Incrementi lavori interni	1.318.996	418.375	900.621
Altri ricavi e proventi	415.007	190.471	224.536
	32.613.871	15.399.778	17.214.093

Figura 2.1: Valore della Produzione (Fonte: H-Farm, Fascicolo di bilancio al 31.12.2016, p.92)

della Produzione (Figura 2.1), è possibile notare una notevole crescita rispetto all'anno precedente. I ricavi derivanti dalle vendite e dalle prestazioni sono più che raddoppiati, sostenuti da una crescita notevole nella Sbu *Industry* (+25,73%) e nella Sbu *Education* (+69,62%). Non si tratta di risultati casuali, bensì di conseguenze comportate dai nuovi affari societari. Dal 2015 al 2016 si sono succedute varie operazioni nella Sbu *Industry* volte ad assicurare la maggior gestione possibile sulle controllate, rendendo più agevoli i rapporti con i clienti esistenti e rafforzando i programmi più redditizi come il "Corporate e Industry Accelerator". Le operazioni di fusione hanno anche comportato la necessità di un numero maggiore di unità di personale impiegato (si è passati da 239 a 309 impiegati nel corso

dell'anno), accompagnando la prospettiva di maggiori economie di scala negli anni a seguire. L'altro risultato significativo nel Valore della Produzione è quello relativo alla Sbu *Education*, su cui la società ha investito ingenti somme di denaro. Oltre a ciò, un'altra voce che merita sicuramente attenzione è quella relativa agli incrementi di immobilizzazioni per lavori interni: il valore relativo ad essa è aumentato di quasi un milione e fa riferimento ai costi di sviluppo e di impianto ed ampliamento specificati nell'attivo patrimoniale (spiegati in seguito). Se il Valore della Produzione è aumentato di circa 17 milioni, i Costi della Produzione non sono stati da meno (Figura 2.2), attestando una variazione di € 19.275.722.

Descrizione	31/12/2016	31/12/2015	Variazioni
Acquisto di beni	6.234.788	1.500.154	4.734.634
Servizi	14.196.811	9.126.970	5.069.841
Godimento beni di terzi	2.358.379	579.968	1.778.411
Costi del personale	12.108.162	5.482.464	6.625.698
Ammort. imm. immateriali	1.729.286	1.067.610	661.676
Ammort. Imm. materiali	99.918	49.634	50.284
Svalutaz. imm. immateriali	6.476	11.718	(5.242)
Sval. dei crediti attivo circol.	122.089	184.129	(62.040)
Variazione delle rimanenze	(1.934)	(4.475)	2.541
Accantonamento per rischi	-	20.979	(20.979)
Oneri diversi di gestione	753.335	312.437	440.898
	37.607.310	18.331.588	19.275.722

Figura 2.2: Costi della Produzione (Fonte: H-Farm, Fascicolo di bilancio al 31.12.2016, p.92)

Si inizia dall'acquisto di materie prime, di consumo e di merci. Il volume registrato è sei volte maggiore rispetto al 2015, a testimonianza del fatto che, per sostenere progetti più grandi relativi alle Sbu *Industry* ed *Education*, si sono resi necessari altrettanti costi. Per quanto riguarda i servizi, invece, sono riferiti per più di un terzo ai pagamenti per consulenze (circa 6 milioni) e per la restante parte ad eventi e compensi verso gli amministratori. I costi del personale, come già accennato in precedenza, sono aumentati per le nuove assunzioni, riguardanti soprattutto gli impiegati (da 186 a 240 unità). Non c'è da sorprendersi nell'osservare questi numeri: è assolutamente logico che, a seguito del consolidamento societario con corrispondente ampliamento dei progetti aziendali, si registri contestualmente un aumento dei ricavi e un aumento dei costi (fino a quelli del personale), in entrambi i casi di poco più del doppio. Ciò che invece potrebbe destare qualche preoccupazione sono gli ammortamenti: ai fini del risultato d'esercizio risultano particolarmente elevati (si parla di circa 1.8 milioni tra immobilizzazioni materiali e immateriali), nonostante la società abbia pochi impianti, macchinari e marchi da ammortizzare. Per un potenziale investitore una lettura approssimativa del Bilancio Consolidato farebbe emergere questo dato come preoccupante. In realtà, circa 1 milione degli ammortamenti è attribuibile all'avviamento originato a seguito delle operazioni sulle acquisite e per la restante parte ai costi sostenuti per

l'Offerta pubblica iniziale di titoli azionari (IPO), tutte operazioni avvenute nel 2015 prima della quotazione presso il mercato alternativo del capitale (AIM Italia). Come specificato nel Codice Civile, art. 2426 n.6: "...L'ammortamento dell'avviamento è effettuato secondo la sua vita utile; nei casi eccezionali in cui non è possibile stimarne attendibilmente la vita utile, è ammortizzato entro un periodo non superiore a dieci anni...". Contribuiscono alla determinazione del risultato dell'esercizio, inoltre, i proventi e gli oneri finanziari: gli oneri diversi di gestione sommati agli interessi e altri oneri finanziari superano il milione, mentre i proventi finanziari si attestano ad una cifra di poco inferiore ai €200.000 (comprendono cessioni di partecipazioni e dividendi incassati da società in cui si detengono partecipazioni). Meritano infine una menzione le svalutazioni di partecipazioni e di immobilizzazioni finanziarie, anch'esse di poco al di sotto del milione (€-962.157). Questo dato potrebbe essere il primo campanello dall'allarme sulla effettiva redditività della società. Trattandosi, infatti, per la maggior parte di svalutazioni riferite a partecipazioni in imprese controllate non consolidate, in imprese collegate e in altre imprese, sorge spontaneo il dubbio che tali imprese non reggano il confronto sul mercato e che possano configurarsi come fallimentari in un futuro prossimo. Osservando un prospetto relativo ai risultati d'esercizio delle imprese collegate (cioè quelle in cui la quota è tra il 20 e il 50%) in cui H-Farm detiene partecipazioni, emerge chiaramente che i risultati d'esercizio relativi al 2015 siano tutti in perdita tranne che in un caso (Figura 2.3). È anche vero che potenzialmente si può trattare di imprese ad alta profittabilità, ma bisogna tenere in considerazione che i dati non sono affatto promettenti. Questo è anche quanto emerge dalla Relazione annuale al Parlamento sullo stato di attuazione della normativa a sostegno delle startup e delle PMI innovative, per cui in Italia "prevale inoltre la quota percentuale di startup innovative che registra una perdita: 57,1%, poco più che nel 2014 (56,54%)" (2017, p.75)

	Sede Legale	Cap.Sociale	Risult. 2015
Travel Appeal	Roncade (TV)	100	(151.840)
Getbazza	Venezia (VE)	10.000	(183.156)
Designwine	Sav. sul Rub. (FC)	80.078	(282.205)
Responsa	Roncade (TV)	37.500	(1.802)
Good Appetito	Roncade (TV)	116	(67.124)
Lumi Industries	Roncade (TV)	116	(15.892)
Big Rock	Verona (VR)	10.000	66.404
Misiedo	Venezia (VE)	94.500	(1.011.882)
InReach	Londra (UK)	£2.800.070	£(585.367)
InReach Vent.	Londra (UK)	£200.203	£(300.588)
D-Still	Milano (MI)	70.000	(29.621)*
Zooppa	Seattle (WA)	\$3.380.712	\$(2.052.310)

Figura 2.3: Risultato d'esercizio imprese collegate (Fonte: Rielaborazione propria, H-Farm, Fascicolo di bilancio al 31.12.2016, p.84)

Concludiamo l'analisi di Conto Economico considerando che inoltre la società abbia beneficiato di un risparmio generale sulle imposte grazie al passaggio al Bilancio Consolidato e alle operazioni di fusione (€-147.763). La perdita di esercizio è di €6.288.026.

### **2.1.3 Analisi di bilancio: lo Stato Patrimoniale**

Si procede ora ad analizzare gli aspetti principali dell'altra parte di bilancio, lo Stato Patrimoniale. Si inizierà dall'osservazione dei numeri relativi alla macroclasse delle immobilizzazioni, a sua volta suddivisa nelle classi immateriali, materiali e finanziarie. Per quanto riguarda le immobilizzazioni immateriali, si registra un leggero ribasso rispetto al 2015 con una variazione negativa di €366.875. Come quanto riportato nella nota integrativa, i dati sono iscritti al costo storico al netto degli ammortamenti, responsabili di un decremento superiore al milione e mezzo. Dall'altra parte si registra un aumento considerevole delle spese sostenute per lo sviluppo, pari nel 2016 a €999.062. Quest'ultimo aspetto merita particolare considerazione perché testimonia appieno la vocazione innovativa di H-Farm. I costi legati allo sviluppo, che, come sappiamo dai principi dettati dall'OIC, possono essere iscritti nell'attivo di Stato Patrimoniale se correlati oggettivamente con benefici futuri e se risulti dimostrabile la loro recuperabilità, riguardano essenzialmente operazioni compiute sia da H-Farm S.p.A. che da alcune sue controllate come H-Farm Education, Digital Accademia ed H-Farm Industry. Nello specifico, ci si riferisce a “nuovi programmi di accelerazione... principalmente rivolti a: Industrial Internet of Things, applicazioni di realtà aumentata/realtà virtuale, logistica e asset tracking; sicurezza degli impianti e soluzioni collaborative;... applicazioni per l'apprendimento della matematica... H-IVE-SLANT ovvero una piattaforma multimediale che consente di esplorare l'impatto dei cambiamenti della tecnologia sul lavoro, la società e la vita... progetto “Contrariwise” ovvero una piattaforma tecnologica nata per supportare le strategie di Digital Commerce” (H-Farm, 2017, p.53), tutti ammortizzabili in un periodo non superiore ai 5 anni. Tuttavia resta aperto il quesito se effettivamente l'attività di innovazione possa generare un vantaggio considerevole per la società. Se da una parte è vero che l'introduzione di nuove tecnologie potrebbe comportare per la società maggiori guadagni in termini di profitto, dall'altra bisogna capire se effettivamente essi siano in grado di compensare gli investimenti sostenuti. H-Farm, inoltre, non è l'unico attore presente nel settore dell'innovazione, motivo per cui si trova a concorrere con altre imprese che potrebbero produrre le stesse tecnologie a costi inferiori, limitandone il vantaggio cumulato o addirittura rendendolo nullo. L'ultima voce che merita considerazione è quella relativa all'avviamento, generato dalla differenza contabile tra il prezzo sostenuto per

acquisire le nuove società e il loro patrimonio netto. Nel caso di H-Farm esso ammonta a €8.694.315, circa un milione in meno rispetto all'anno precedente, situazione dovuta all'ammortamento a cui esso è soggetto (dieci anni). Va precisato che esso è stato originato a seguito dell'operazione di totale consolidamento con le controllate e che si prospetta come la capacità dell'azienda di generare utili nel tempo. Le immobilizzazioni materiali, di un valore modesto se confrontato con tutto il resto, sono essenzialmente in linea con il 2015 con l'aggiunta di vari macchinari prima non presenti. A questo punto è possibile analizzare l'ultima classe delle immobilizzazioni, quelle finanziarie (Figura 2.4).

<u>Descrizione</u>	<u>31/12/2015</u>	<u>Incremento</u>	<u>Decremento</u>	<u>31/12/2016</u>
Impr. contr. non cons.	62.600	37.400		100.000
Imprese collegate	8.946.339	765.940		9.712.279
Altre Imprese	3.123.857	535.851		3.659.708
Imm. finan. in corso	232.554		72.327	160.227
Depositi cauzionali	184.460	261.718		446.178
Crediti verso altri	274.194		273.178	1.016
Altri Titoli	0	20.000		20.000
	<b>12.824.004</b>	<b>1.620.909</b>	<b>345.505</b>	<b>14.099.408</b>

*Figura 2.4: Immobilizzazioni finanziarie (Fonte: H-Farm, Fascicolo di bilancio al 31.12.2016, p.82)*

I titoli e le partecipazioni iscritti in questa classe sono destinati ad un utilizzo durevole, quindi si tratta di partecipazioni in imprese collegate e in imprese controllate non consolidate (oltre ad altri titoli). Essi sono valutati al costo storico che va svalutato nel caso di una perdita durevole di valore. Partendo dalle partecipazioni in imprese collegate, cioè quelle in cui si detiene una quota compresa tra il 20 e il 50 %, è possibile osservare una variazione positiva di € 765.940. Tale variazione è il frutto di vari incrementi e decrementi: i primi riconducibili o all'aumento delle quote acquisite o alla riclassificazione dei vari capitali sociali (si veda Zooppa.com Inc, Designwine S.r.l., InReach Ventures), e i secondi alle messe in liquidazione e chiusure delle partecipate (si veda Stylenda, Made-Up, Flyghter). Stesso discorso è valido per le partecipazioni in altre imprese, cioè quelle in cui la società detiene una quota compresa tra l'1 e il 20 %. Se si scende nello specifico è possibile osservare come la quasi totalità degli investimenti partecipativi siano destinati a startup il cui risultato di periodo (relativo al 2015) risulta essere in perdita. È doveroso precisare, però, che non bisogna tanto soffermarsi sulla perdita di esercizio, si tratta infatti di normalità in questo tipo di mercato, quanto piuttosto sui fatturati, necessari per la penetrazione nel mercato e per la crescita per linee interne delle stesse società. A tal proposito, come riferisce H-Farm nel proprio fascicolo di bilancio (2017, p.16), esistono dei plusvalori latenti che non possono essere contabilizzati al loro valore di mercato (fair value) poiché i principi contabili nazionali non lo permettono. Tra tali plusvalori latenti vanno citati quello legato a Depop, valorizzato ad una quota pari a 3 milioni rispetto ai

762 mila iscritti in bilancio, e quello legato a Travel Appeal, valorizzato ad una quota pari a 1.6 milioni rispetto ai 210 mila iscritti in bilancio. Per quanto riguarda i crediti iscritti tra le immobilizzazioni finanziarie, fanno riferimento ad un'origine sostanzialmente finanziaria, ben distinti da quelli ricompresi nell'attivo circolante, di origine e destinazione orientativamente commerciale. Essi sono stati valutati secondo il valore di presumibile realizzo in quanto il criterio del costo ammortizzato e dell'attualizzazione è stato ritenuto inadatto ai fini di una rappresentazione veritiera e corretta. Comparando la posizione creditoria-debitoria di H-Farm, è subito rilevabile che i crediti hanno avuto un incremento di circa 3 milioni, mentre i debiti di circa di 2.8. Nonostante la posizione sia di sostanziale parità, tale dato riflette l'impegno aziendale di crescere in termini di ricavi, aggrappandosi sostanzialmente all'area strategica d'affari *Industry*. A tal proposito, è giusto sottolineare come la crescita maggiore sia avvenuta nei crediti verso clienti (€2.474.842) e nei debiti verso fornitori (€501.132), mentre il saldo tributario, riconducibile soprattutto al calcolo dell'IVA, risulta positivo di 422 mila. I debiti verso le banche (€4.326.154) sono riferiti a vecchi finanziamenti erogati da Veneto Banca e Banca Sella. La posizione finanziaria netta della società risulta essere positiva di 5.3 milioni, dimostrando che l'impresa è in salute e che difficilmente possa incorrere in crisi di liquidità. Per concludere, di seguito il prospetto di Patrimonio Netto (Figura 2.5):

Il capitale sociale ammonta a poco più di 8 milioni, corrispondenti a circa 89 milioni di azioni

Descrizione	31/12/2015	Incrementi	Decrementi	31/12/2016
Capitale	8.924.165			8.924.165
Riserva sovrapprezzo azioni	41.844.955		(4.228.714)	37.616.241
Riserva legale	4.054			4.054
Riserva negativa azioni proprie	(1)			0
Riserva straordinaria	1			1
Altre riserve	524.028	309.999		834.027
Riserva da diff. di traduzione	589.263		(535.452)	53.811
Versamento in conto capitale				
Diff. da ar. all'unità di €		1		1
Perdita pregressa	(7.144.138)	(629.628)		(7.773.766)
Utile (Perdita) dell'esercizio	(4.929.159)	(1.358.867)		(6.288.026)
TOTALE PATR. NETTO	39.813.168	(1.678.495)	(4.764.166)	33.370.508

Figura 2.5: Patrimonio Netto (Fonte: H-Farm, Fascicolo di bilancio al 31.12.2016, p.89)

sottoscritte, anche se il valore di mercato porta ad una capitalizzazione di 60 milioni. Ciò è dovuto alla decisione di quotarsi all'AIM, che al 31.12.2016 attesta la quotazione per singola azione a €0,6750, rispetto al valore nominale considerato per l'iscrizione in bilancio di €0,10. La riserva più significativa risulta essere quella di sovrapprezzo azioni, che rappresenta la capacità aziendale di ottenere un sovrapprezzo emettendo azioni ad un prezzo maggiore rispetto all'originario valore nominale. Data la cifra significativa di cui essa dispone (€37.616.241) e come richiesto dal presidente Donadon, essa sarà in parte utilizzata per coprire la perdita di esercizio.

## 2.2 Strategia e bilancio di LVenture Group

### 2.2.1 LVenture Group: Business model

La società LVenture Group si configura come una holding di partecipazioni, attiva nel settore del Venture Capital e quotata presso il Mercato Telematico Azionario (MTA). La distribuzione delle azioni vede la società LV. EN. Holding S.r.l. detenere una quota pari a circa il 40%, lasciando il restante 60% come capitale flottante (LVenture Group, Bilancio 2016). Lo scopo principale perseguito è quello di investire in startup operanti nel settore del digital tech, ricercando quegli elementi distintivi per penetrare il mercato, meglio identificati da LVenture come la scalabilità e la replicabilità dei business. Attualmente, come riferito nell'analisi di profilo condotta da Borsa Italiana (2017), la società si presenta come leader italiano a livello di investimenti *seed financing* e *micro-seed financing*. La scelta di proseguire verso questa direzione è stata dettata dallo specifico obiettivo di finanziare quelle startup operanti nella cosiddetta “*Valley of Death*”, in cui di solito i tassi di mortalità risultano molto alti ed in cui gli unici finanziamenti deriverebbero da familiari, amici e *Business Angels*. Per portare avanti tale progetto LVenture si è servita di una *Corporate Structure* molto variegata, in cui presenza l'acceleratore LUISS Enlabs, *fully controlled* ed incorporato a partire dal 2016, e gli acceleratori Club Acceleratori e StartupBootCamp Italy, in cui le partecipazioni risultano rispettivamente del 2,92 e del 12,30 %. Le informazioni relative a questi programmi sono contenute nel bilancio del 2016 di LVenture Group. Per quanto riguarda Club Acceleratori, si tratta essenzialmente di uno strumento utilizzato per investire in quei progetti già sviluppati all'interno di altri acceleratori, soprattutto in quelle startup lanciate già da LVenture. Tra i vari progetti finanziati vanno sicuramente menzionati Brave Potions, Moovenda, Nextwin, Majeeko, Verticomics e Voverc. Diversa funzione svolge invece il progetto StartupBootCamp Italy, correlato con il ben più noto marchio mondiale Startup Bootcamp Global. La sua posizione dovrebbe sfruttare e portare avanti programmi di accelerazione dei settori foodtech e traveltech, organizzati nell'arco di tre anni in collaborazione con LUISS Enlabs. In aggiunta, la mera attività di *Venture Capital* è gestita direttamente da LVenture Group, che allo stato attuale presenta un portafoglio di 40 startup digitali (LVenture Group, Bilancio 2016). Iniziamo l'analisi relativa al *business model* partendo direttamente dalla mission definita dalla società: “We invest today in the successful firms of tomorrow, purchasing equity participation in innovative startups. We create value by transforming startups into successful companies” (Company profile, 2017). L'obiettivo è sostanzialmente quello di assicurare la giusta accelerazione in startup potenzialmente redditizie e di collegare a tale realtà la soddisfazione dei propri azionisti, interessati alla

creazione di profitti in seguito ad exit di successo. Analogamente al caso di H-Farm, LVenture cerca di ottenere i propri risultati non solo sfruttando le offerte comprese nelle proprie aree strategiche d'affari, ma anche inserendo dimensioni di supporto che riescano ad integrare i livelli di business già presenti. La società si articola infatti in tre livelli strategici: l'accelerazione, gli investimenti di *Venture Capital* e le attività di supporto. Per quanto riguarda la dimensione relativa all'accelerazione, essa si riferisce al programma la "Fabbrica delle startup", portato avanti dal già menzionato acceleratore LUISS Enlabs. Le attività sono brevemente descritte nel Company profile (2017) e si svolgono all'interno dell'incubatore per un periodo di cinque mesi, durante i quali le startup ricevono assistenza e *business check* da squadre di esperti e consulenti al fine di creare valore futuro in termini di profitto.

L'investimento sostenuto avviene già dalla fase *micro-seed* e consta di circa 80 mila euro con cui LVenture si lega al capitale per una quota del 9%. A conclusione del programma viene svolto un *investor day*, strumento utilizzato per mettere in contatto più di 150 investitori con le startup aderenti al programma. Tuttavia, ciò che distingue realmente LVenture dalle altre società operanti nel settore è l'attitudine a seguire le attività incubate anche in seguito al programma di accelerazione, accompagnandole nella cosiddetta fase di *seed financing*, terzo stadio di investimento in cui la società arriva a concedere finanziamenti fino a 250 mila euro, utili per una giusta preparazione prima del *capital growth* o meglio ancora di un'exit di successo. Quest'ultima particolarità mostra la stretta interconnessione presente tra l'area strategica dell'accelerazione e quella del *Venture Capital*. È proprio grazie alla dimensione dei capitali che le startup digitali vengono supportate sia in fase di primo che di secondo sviluppo. Tuttavia, una posizione solamente legata all'investimento sarebbe lacunosa nel fornire la giusta rete di contatti. Ciò che LVenture è riuscito a costruire si lega al fatto che, oltre ai capitali forniti necessari ad una crescita profittevole, tale dimensione si occupi anche di formare un Ecosistema tipo composto da università (es. LUISS Guido Carli), aziende (es. Facebook, Google, Wind), partner e sponsor (es. BNL, Wind Business Factor). Per quanto riguarda le attività di supporto citate in precedenza, utili ad integrare i business già esistenti, si allude principalmente all'*Open Innovation Program*. Facendo ancora riferimento alle informazioni contenute nel Company profile della società (2017), esso si occupa di fornire gli strumenti necessari alle startup e alle aziende richiedenti per affrontare in un'ottica innovativa e imprenditoriale le sfide presenti nel mercato digitale. Secondo quanto riportato dal rapporto sul digitale stilato da Confindustria (2016), infatti, il mercato digitale in Italia rappresenta un segmento di notevole rilevanza economica, in crescita rispetto al 2015 dell'1,5% per un valore totale di circa 66 miliardi di euro: "cresce infatti la domanda di Digital Enabler, in particolare Cloud Computing, Big Data, IoT, Social, Mobile Business e

Security, che a fine 2015 hanno complessivamente realizzato una crescita del 14,6%, attesa proseguire almeno sino al 2018. Al netto di queste componenti, il mercato ICT tradizionale che ne deriva appare caratterizzato da un trend molto diverso, addirittura recessivo, sia a consuntivo nel 2015 (-1,2%) che in previsione, nel 2016 (-0,6%) e nel 2017 (-0,3%)” (2016, p.11). Il grosso trend positivo, destinato ancora a crescere nel corso degli anni, ha fatto nascere in LVenture l’idea di qualificare le proprie startup accelerate per renderle reattive al mercato. L’*Open Innovation Program* si occupa ad esempio di organizzare con periodicità incontri con le startup accelerate per esaminare le più recenti possibilità di mercato, ma non solo: è l’unico mezzo che la società ha a disposizione per generare innovazione dall’interno, questo attraverso la condivisione di idee innovative con i propri dipendenti. Per quanto riguarda la collocazione all’interno del settore, LVenture è riuscita a sviluppare una strategia competitiva che sfrutta appieno le potenzialità e i punti di forza del mercato digitale. Grazie anche al contributo fornito dallo Stato italiano in materia di innovazione, riconducibile ad esempio al *Piano Industry 4.0*, ma più specificatamente alla policy a sostegno delle startup e delle PMI innovative, gli incubatori/acceleratori italiani hanno potuto cominciare una rincorsa ed allinearsi, almeno nei propositi, ai più grandi e sviluppati acceleratori inglesi ed americani. Il punto di forza di LVenture è stato quello di posizionarsi in fasi d’investimento (*micro-seed* e *seed*) che generalmente non sono occupate dai comuni fornitori di capitali e che richiedono elevate *knowledge and skills* per comprendere quali possano essere le iniziative con più alto potenziale di crescita (LVenture Group, Bilancio 2016). A tal proposito va detto che acceleratori come H-Farm e la stessa LVenture hanno potuto godere del piano di sviluppo italiano che non guarda al singolo problema delle startup, ma che si diffonde anche a tutti i livelli della *value chain*. Un punto di debolezza potrebbe essere, invece, il notevole ritardo rispetto ai competitor più affermati a livello internazionale. Come sostenuto dall’articolo online di Bacchetti e Zanardini (2017), “Partire 4-5 anni dopo i competitor tedeschi o statunitensi certamente non aiuta le nostre imprese... Infine, ed è decisamente la nota più dolente, meno risorse del previsto sono state concretamente dedicate alle misure di medio-lungo termine, fondamentali per costruire le competenze digitali necessarie per pilotare le innovazioni stimulate dagli incentivi fiscali. Infatti, sono solo (si fa per dire) 60 (rispetto ai 100 promessi inizialmente) i milioni messi a disposizione nel biennio 2017-2018 per promuovere e sostenere la ricerca applicata e la creazione dei cosiddetti *competence center*”.

## 2.2.2 Analisi di bilancio: lo Stato Patrimoniale

Le informazioni relative all'analisi di bilancio sono state ricavate dal Bilancio d'esercizio 2016 della società LVenture Group. Come nel caso di H-Farm, risulta necessario chiarire innanzitutto quali sono stati i criteri di redazione adottati dalla società. La redazione del bilancio è avvenuta seguendo i criteri dettati dagli IAS/IFRS che, a differenza dei principi contabili nazionali, assolvono ad una finalità più associata alla rilevanza che all'attendibilità, consentendo ad esempio di iscrivere anche ricavi non effettivamente realizzati se la stima risultasse sufficientemente attendibile. Proprio su tale assunzione è possibile affermare che è il principio di prudenza ad essere subordinato a quello di competenza. Prima di proseguire risulta inoltre necessario citare un'altra informazione significativa: a partire dal 20 dicembre 2016 è stata effettuata un'"operazione di fusione per incorporazione tra LVenture Group e EnLabs (c.d. fusione madre-figlia), non...inquadrabile come business combination in quanto non ha comportato alcun scambio con economie terze con riferimento alle attività che si aggregano, né un'acquisizione in senso economico. L'unica modificazione rispetto alla situazione ante fusione attiene alla modalità di esercizio del controllo sulle attività e passività della società incorporata che, da indiretta, diviene diretta." (2017, p.45). Per tale ragione i dati di bilancio sono stati esposti in uno schema comprendente da una parte il bilancio consolidato del 2016 e dall'altra il bilancio dell'incorporante del 2015 prima non modificato e poi modificato (detto "pro-forma 2015").

Per la suddetta analisi si è deciso di partire dall'Attivo di Stato Patrimoniale (Fig.2.6):

STATO PATRIMONIALE (valori espressi in migliaia di Euro)	31-dic-16	31-dic-15	Pro-Forma 31-dic-15
<b>ATTIVO</b>			
<b>ATTIVITA' NON CORRENTI</b>			
Immobili, impianti, macchinari e altre attrezzature	396	10	112
Avviamento e altre attività immateriali	120	67	67
Titoli e partecipazioni disponibili per la vendita	8.901	7.003	6.343
Crediti e altre attività non correnti	568	302	302
Imposte anticipate	241	0	241
<b>TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI</b>	<b>10.226</b>	<b>7.382</b>	<b>7.065</b>
<b>ATTIVITA' CORRENTI</b>			
Crediti commerciali	690	55	199
Attività finanziarie correnti	135	0	0
Altri crediti e attività correnti	330	66	174
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	1.621	863	1.132
<b>TOTALE ATTIVITA' CORRENTI</b>	<b>2.776</b>	<b>984</b>	<b>1.505</b>
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>13.002</b>	<b>8.366</b>	<b>8.570</b>

Figura 2.6: Stato Patrimoniale-Attività (Fonte: LVenture Group, Bilancio d'esercizio 2016, p.42)

Per quanto riguarda le attività non correnti, esse includono tutte quelle immobilizzazioni, che siano materiali, immateriali o finanziarie, che la società non ritiene essere destinate al ciclo operativo rientrante nei 12 mesi. Osservando la voce relativa alle immobilizzazioni materiali, si può subito notare come essa sia più che triplicata rispetto all'anno 2015, in linea con quanto

esposto nella Relazione della Gestione, in cui veniva precisato che, a seguito dell'incorporazione di Enlabs, la società avrebbe spostato la propria sede di attività. La componente più importante di queste immobilizzazioni materiali è infatti quella relativa ai mobili e gli arredi, pari a 308 mila, al netto di svalutazioni e fondi ammortamento. È molto importante segnalare che, seguendo i principi contabili internazionali, in caso di presunta svalutazione di tali beni è necessario condurre un *Impairment test*, ottenuto attraverso il confronto tra valore contabile e valore recuperabile, a sua volta determinato dal maggiore tra il *fair value* ed il *value in use*. Ciò è proprio quanto ogni anno LVenture si impegna a fare per la voce relativa all'avviamento. Diversamente da quanto dettato dai principi contabili nazionali, esso non può essere ammortizzato, ma va esaminato ogni anno attraverso lo stesso *Impairment test*; nel caso di LVenture Group il valore relativo ad esso (67 mila) non è mutato dal 2013, anno in cui è avvenuta la fusione di LVenture Srl in LVenture Group. Una volta individuata la *cash generating unit*, definita dal prof. Parbonetti (2012) come “[il] più piccolo gruppo di attività che produce autonomamente flussi di cassa”, composta dall'avviamento stesso e dalla somma degli investimenti nell'accelerazione ed incubazione, è stato possibile confrontare i valori ed annotare ancora una volta nessuna svalutazione. Le altre attività immateriali, esposte al netto di svalutazioni e fondi di ammortamento proprio come quelle materiali, impattano sul totale della voce per una cifra pari ai 53 mila, relative all'acquisto di software destinati all'*IT service management*. Passiamo ora a definire la voce più importante tra le attività, quella comprendente i titoli e le partecipazioni disponibili per la vendita. Come già esposto nel business model, le attività di questo tipo rappresentano il maggior impegno d'investimento, ma anche la maggior fonte di guadagno per la società. Le 40 partecipazioni che LVenture detiene nel proprio portafoglio sono valutate al fair value e rientrano nelle altre partecipazioni, cioè quelle non relative alle collegate e alle controllate, in quanto la quota detenuta si mantiene sotto la soglia del 20%. Il trend relativo al 2016 ha visto un incremento positivo delle quote di capitale detenute in altre società (circa 1,7 milioni), accompagnato da un decremento di €49 mila relativo all'unica exit avvenuta durante l'anno, quella di Netlex, da cui LVenture è riuscita ad incassare una plusvalenza di €78 mila. Le svalutazioni, che invece ammontano ad una cifra pari a €425 mila, si riferiscono a quanto avvenuto in tre delle società partecipate, finite in liquidazione e destinate alla chiusura. Le perdite associate sono state poi contabilizzate in Conto Economico. Il dato più significativo e che testimonia l'effettiva variazione nelle partecipazioni è però quello delle rivalutazioni al fair value, che si attestano esattamente ad 1.3 milioni. Vale la pena sottolineare che, grazie all'utilizzo dei criteri IAS/IFRS, la società è stata messa in condizione di fornire le informazioni finanziarie in modo più comprensibile ai propri potenziali investitori, con l'obiettivo di attrarre altre società

e realizzare exit di successo che possano creare plusvalenze effettive. Malgrado l'obiettivo di LVenture sia ben delineato (ciò è esposto anche nella mission), non ci sono state operazioni di exit che possano giustificare così imponenti investimenti. L'impressione è che la società voglia diversificare al massimo il proprio portafoglio, riuscendo in alcuni casi ad individuare anche progetti ad alto potenziale (si pensi ad esempio a Gamepix, il cui valore si aggira intorno ai 9 milioni). Ultima voce importante nella attività non correnti è quella relativa ai crediti ed altre attività non correnti: mentre i primi, riferiti a partecipazioni in forma indiretta, hanno mantenuto costante il proprio valore, le altre attività, che si riferiscono agli strumenti partecipativi su cui la società nel corso del 2016 ha voluto investire in maniera considerevole (incrementi per 900 mila), sono sì aumentate, e in molti casi convertite in partecipazioni, ma hanno anche subito svalutazioni per €300 mila, a testimoniare quanto l'andamento del mercato abbia influito negativamente. Passando in rassegna velocemente le attività correnti di Stato Patrimoniale, emerge subito l'impegno aziendale di crescita in termini di fatturato: se si osservano soprattutto i crediti commerciali si riscontra un aumento considerevole, che passa dai circa € 200 mila del bilancio pro-forma del 2015 ai circa € 700 mila del consolidato 2016. Le altre attività finanziarie correnti, mutate positivamente per € 135 mila, si riferiscono invece all'unica exit in successo andata in porto per la società, quella di Netlex. La crescita delle disponibilità liquide conferma quanto appena detto relativamente alla crescita di fatturato: anche in questo caso la variazione risulta positiva di circa 500 unità.

Il Patrimonio Netto della società LVenture Group (Fig.2.7) è forse quello che può dare un quadro più chiaro dello stato di salute complessivo della società:

<b>PATRIMONIO NETTO</b> *Valori espressi in migliaia di euro			
Capitale sociale	8.445	6.425	6.425
Altre riserve	4.831	2.836	2.834
Utili (perdite) portati a nuovo	-510	0	-352
Risultato netto	-1.899	-1.079	-1.234
<b>TOTALE PATRIMONIO NETTO</b>	<b>10.867</b>	<b>8.182</b>	<b>7.673</b>

Figura 2.7: Patrimonio Netto (Fonte: LVenture Group, Bilancio d'esercizio 2016, p.42)

Il capitale sociale è aumentato grazie alla sottoscrizione di 7.888.894 azioni di nuova emissione, il cui valore supera di poco i 4 milioni. È importante sottolineare come la società avesse deliberato per un aumento “di massimo n. 9.741.116 nuove azioni ordinarie prive del valore nominale, ... da offrire in opzione agli Azionisti, ad un prezzo per azione di Euro 0,512 (di cui Euro 0,256 quale sovrapprezzo);” (2017, p.73). Come prevedibile, il 45 % del totale è stato sottoscritto dal già citato azionista di maggioranza, la LV.EN. Holding S.r.l. .

Per quanto riguarda il risultato netto, la società si trova in perdita durante l'esercizio per una cifra vicina ai 2 milioni, oltre alle perdite pregresse portate a nuovo di circa €500 mila. Tale situazione è in linea con le operazioni compiute dalla società durante l'anno: l'incorporazione di Enlabs, con conseguente ricollocazione della sede societaria, così come il lancio di una nuova linea di business come l'*Open Innovation Program*, oltre ai già citati investimenti partecipativi per la creazione di valore futuro, determinano una perdita prevedibile che, in un certo senso si attesta in tutti quegli incubatori/acceleratori in fase di espansione. Da quanto stabilito dalla delibera degli azionisti, l'aumento della riserva di sovrapprezzo azioni servirà integralmente alla copertura della perdita, portando la quota di tale riserva ad una cifra pari a zero.

Nulla di particolarmente rilevante si riscontra invece nella sezione delle passività. Tra le passività correnti meritano menzione i debiti verso banche non correnti, in aumento di € 200 mila rispetto al 2015, ed i debiti commerciali e diversi, che rappresentano la voce più significativa, anch'essi in aumento di circa € 700 mila. La crescita dell'indebitamento è attribuibile ai nuovi costi sorti per allestire i nuovi spazi e progetti della società, di cui si è ampiamente parlato in precedenza.

### 2.2.3 Analisi di bilancio: il Conto Economico

Qui di seguito invece presentiamo la situazione relativa alla gestione dell'esercizio 2016 mediante il Conto Economico:

<b>CONTO ECONOMICO</b> <i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	<b>31-dic-16</b>	<b>31-dic-15</b>	<b>Pro-Forma 31-dic-15</b>
Ricavi e proventi diversi	1.749	267	929
Costi per servizi	-1.232	-706	-1.093
Costi del personale	-789	-412	-629
Altri costi operativi	-774	-146	-355
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>-1.046</b>	<b>-997</b>	<b>-1.148</b>
Ammortamenti e perdite di valore di cespiti	-64	-1	-19
Ammortamenti e perdite di valore di attività imm.li	-8	0	0
Accantonamenti e svalutazioni	-19	0	-17
Rettifiche di valore su partecipazioni	-725	-85	-85
<b>Risultato operativo</b>	<b>-1.862</b>	<b>-1.083</b>	<b>-1.269</b>
Proventi finanziari	4	11	12
Ricavi da <i>Exit</i>	78	0	0
Oneri finanziari	-23	-2	-17
Altri Proventi e Oneri	-96	-5	0
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>-1.899</b>	<b>-1.079</b>	<b>-1.274</b>
Imposte sul reddito	0	0	40
<b>Risultato netto</b>	<b>-1.899</b>	<b>-1.079</b>	<b>-1.234</b>
<b>Risultato per azione (in euro)</b>	<b>-0,0742</b>	<b>-0,0609</b>	<b>-0,0697</b>

Figura 2.8: Conto Economico (Fonte: LVenture Group, Bilancio d'esercizio 2016, p.43)

Come è possibile notare dalle prime righe, il volume di affari gestito da LVenture ha subito un'espansione rispetto al 2015. Osservando i ricavi e proventi diversi, la voce è praticamente raddoppiata, trainata, come prevedibile, dalle aree strategiche d'affari in essere nella società: i programmi di accelerazione hanno contribuito per circa € 550 mila (+91,7 %), l'affitto postazioni in *co-working* per € 256 mila (+56%) ed i ricavi per *Open Innovation* per € 495 mila, "non comparabili con l'esercizio precedente, in considerazione del fatto che tale nuova linea di business è stata lanciata nel 2016." (2017, p.34). In totale, la variazione dei ricavi è stata dell'88 %, non male se si considera che l'impresa ha effettuato importanti cambiamenti nel corso dell'anno. Tuttavia, il dato preoccupante per gli investitori emerge dall'ammontare dei costi sostenuti: la somma dei costi per servizi, del personale e di altri costi operativi supera di un milione i ricavi conseguiti (ulteriore variazione del 34,5% rispetto al 2015), a testimonianza del fatto che la crescita del fatturato non è stata accompagnata da un sufficiente contenimento delle spese. In particolare, LVenture ha dovuto inserire linee interne di collaboratori per consulenze professionali in misura quattro volte maggiore rispetto a quella originaria, oltre a dover pagare un affitto superiore a causa dello spostamento dell'attività (+38 %). Da ciò deriva un EBITDA negativo che, soprattutto a causa dell'aggiunta di rettifiche di valore su partecipazioni (€-725 mila), dovute a liquidazioni e chiusure di alcune startup, ha comportato un EBIT ulteriormente negativo di 1.8 milioni. L'unico ricavo da exit, come già accennato in precedenza, è stato quello di Netlex Srl, non ancora incassato, ma considerato rilevante per la quota inizialmente investita (+159 %). Il risultato netto di periodo non può che essere in perdita di 1.9 milioni, integralmente coperti grazie all'aumento di capitale e al conseguente aumento della riserva sovrapprezzo azioni.

## 2.3 Numeri e strategie a confronto

H-Farm e LVenture Group sono due società molto simili tra loro per alcuni aspetti e molto diverse per altri ancora. Partendo dall'osservazione dei rispettivi business model, emerge infatti che entrambe condividono lo stesso approccio al mercato: creare un network di partner e sponsor, così come una rete di contatti con investitori e aziende in generale molto note (si pensi ad Adidas da una parte e a Microsoft dall'altra), permette di mantenere legami da cui in futuro poter fruire. La Sbu *Investment* di H-Farm svolge essenzialmente lo stesso ruolo di LUISS Enlabs in LVenture, ovviamente con le dovute distinzioni. Proprio a questo aspetto vogliamo agganciarci per sottolineare come, mentre LVenture Group ha voluto dare spazio più ad attività di *Venture Capital*, facendo risultare il fenomeno dell'accelerazione più come un supporto che come un'attività primaria, H-Farm ha invece consolidato un modello che vede nell'accelerazione lo scopo ultimo per generare profitti. Questo è evidente anche dal momento che H-Farm detiene in portafoglio quasi solo ed esclusivamente progetti precedentemente accelerati, arrivando a finanziare alcuni di essi per quote anche superiori al 20% (Zooppa.com è *fully diluted* al 47%). Lo stesso non avviene in LVenture Group, più orientata a generare profitti da exit molto rapidi, che ha intrapreso una strategia più prudente, arrivando ad investire nelle partecipate massimo fino al 20%. Per quanto riguarda i numeri di bilancio, entrambe le società si trovano in perdita, ma è doveroso fare una precisazione in merito ai criteri adottati: se H-Farm avesse infatti utilizzato i principi contabili internazionali, si sarebbero osservati ricavi che allo stato attuale non si possono contabilizzare. Dall'altra parte si può invece affermare che LVenture, nonostante l'utilizzo dei principi contabili internazionali, ha fatto comunque registrare una perdita, sebbene inferiore di 4 milioni rispetto a quella di H-Farm (rispettivamente di -1.890.000 e -6.288.026). Si tratta comunque di un'osservazione che potrebbe influire sulla competitività nel mercato del *digital tech*. Ci sono inoltre alcune cose che accomunano le due società, tra cui la crescita dei fatturati durante il 2016. Questo dato è significativo soprattutto per H-Farm, il cui Valore della Produzione ha raggiunto quota 30 milioni (Figura 2.9), a testimonianza anche del fatto che i progetti lanciati recentemente (la Sbu *Education*) possano creare valore, anche se, come si vedrà tra poco nell'analisi dell'EBITDA, i costi sostenuti hanno superato i ricavi.

VALORE DELLA PRODUZIONE	2016 GESTIONALE	2015 GESTIONALE
H-FARM Industry	28.176	22.410
H-FARM Education	3.384	1.995

Figura 2.9: Valore della produzione di H-Farm per Sbu (Fonte: H-Farm, Fascicolo di bilancio al 31.12.2016, p.12)

LVenture Group ha invece puntato sull'*Open Innovation Program* come attività di supporto: anche questa dimensione servirà probabilmente alla società per autofinanziarsi nei futuri investimenti. Un aspetto non molto convincente riguardante LVenture Group è quello relativo all'aumento di capitale sociale; per la società esso si ritiene necessario per sostenere un progetto lungimirante di crescita nei fatturati, tuttavia potrebbe rappresentare anche solo un mezzo per coprire risultati negativi d'esercizio mediante l'utilizzo della riserva sovrapprezzo azioni, proprio come deliberato dall'ultimo Consiglio d'amministrazione della società. In conclusione, sia H-Farm che LVenture Group stanno affrontando un momento di difficoltà, probabilmente dettato dagli investimenti ultimati per la crescita dei relativi fatturati. Di seguito viene esposto un prospetto di sintesi dei principali dati di bilancio delle due società (Figura 2.10):

Sintesi di bilancio H-Farm	31/12/2016	31/12/2015
RICAVI DELLE VENDITE E DELLE PRESTAZIONI	30.783	24.704
EBITDA	-3.036	-878
EBIT	-4.993	-2.855
RISULTATO DI PERTINENZA DEL GRUPPO	-6.288	-5.112
RISULTATO NETTO	-6.288	-5.112
Cash Flow [Utile+Ammortamenti]	-4.459	-3.393
PATRIMONIO NETTO COMPLESSIVO	33.371	39.813
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	5.322	14.395

Sintesi di bilancio LVenture Group	31/12/2015	31/12/2016
RICAVI DELLE VENDITE E DELLE PRESTAZIONI	1.749	929
EBITDA	-1.046	-1.148
EBIT	-1.862	-1.269
RISULTATO DI PERTINENZA DEL GRUPPO	-1.899	-1.234
RISULTATO NETTO	-1.899	-1.234
Cash Flow [Utile+Ammortamenti]	-1.827	-1.215
PATRIMONIO NETTO COMPLESSIVO	10.867	7.673
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	932	656

Figura 2.10: Sintesi di bilancio di H-Farm e LVenture Group (Fonti: Il Sole 24 Ore – Finanza e mercati, 2017)

## **CAPITOLO 3: Le startup: decisioni di investimento**

### **3.1 Le startup: contesto italiano**

L'obiettivo di questo primo paragrafo è quello di fornire un quadro generale sull'Ecosistema italiano delle startup innovative. Utilizzando i dati relativi al quarto trimestre del 2016 forniti da Infocamere (2016), si andranno ad analizzare i principali trend economici in relazione alle cinque dimensioni più significative: la distribuzione per settori di attività, la composizione delle compagini sociali, la distribuzione geografica, il profilo occupazionale ed infine i dati di bilancio. Per cominciare, bisogna innanzitutto precisare il numero esatto di startup che risultano ancora "iscritte alla sezione speciale del Registro delle Imprese ai sensi del decreto legge 179/2012" (2016, p.2), dato che per molte di esse è scaduto il regime transitorio (partito nel 2012) proprio durante l'anno 2016: 6.745. È un dato molto significativo, se si pensa che appena un anno prima le stesse erano 5143 (Infocamere, 2015), registrando quindi un aumento del 31 %. Per quanto riguarda la distribuzione settoriale, si registrano le seguenti percentuali in linea con i dati mondiali, per cui circa il 70% svolge attività di consulenza e prestazioni di servizi relativi al settore informatico e alla ricerca e sviluppo, circa il 20% si occupa di creazioni hardware e macchinari elettronici, la restante parte in altri servizi legati alle spedizioni, al turismo e al commercio. Questo dato presenta una leggera flessione rispetto al 2015: in quel caso la percentuale di servizi legati alla consulenza e all'informatica ammontava al 72% (Infocamere, 2015), a testimonianza del fatto che l'eccessiva concentrazione avvenuta nell'arco di 4 anni, in concomitanza con l'uscita dal regime transitorio iniziato nel 2012, abbia provocato un leggero spostamento soprattutto in settori caratterizzati da minore concorrenza. L'immagine relativa alle compagini sociali registrata nel 2016 si mostra, invece, abbastanza in linea con i dati rilevati nel 2015: quelle startup prevalentemente gestite da donne si attestano a circa il 13 % del totale, così come quelle in cui ne risulta presente almeno una (44 %). Un dato scoraggiante proviene invece dalla perdita di 2 punti percentuali in relazione a quelle a prevalenza under 35 (dal 24 al 22%), segnale che il giusto ricambio generazionale debba ancora avvenire. A confermare il trend negativo ci ha pensato anche il nuovo presidente di Confindustria Emilia Gianluca Vacchi, il quale ha dichiarato nel suo discorso d'apertura (Corriere della sera, 2017) che: "Occorre riformare i programmi di studio... è necessario rilanciare la cultura tecnica, forse recuperando qualche modalità del passato rivista, penso agli istituti tecnici industriali, ma lascio agli specialisti il compito di individuare le modalità; per noi conta avere persone qualificate e formate con programmi e contenuti nuovi". Mentre da una parte decresce la partecipazione dei giovani

italiani, il trend appare inverso per quelle a prevalenza straniera, in leggera crescita dal 2,2 al 2,7 %. Per quanto riguarda la distribuzione a livello geografico, è presente sul territorio italiano una forte disparità regionale, con le regioni del Mezzogiorno quasi tutte localizzate nella parte destra della classifica. Unica eccezione risulta essere la Campania che, nel 2016, recupera una posizione sul Piemonte, piazzandosi al 5° posto. Come prevedibile, è la Lombardia a trainare l'Ecosistema italiano, registrando una dimensione del 22,5 %, con una quota nella provincia di Milano di addirittura del 15%. I report del 2017 vedranno poi una notevole crescita del Sud Italia, soprattutto in Campania e Sicilia, anche se resta attuale il problema legato alla scarsità di investitori formali. Ciò è quanto racconta anche il Sole 24 Ore nei suoi Infodata (2017), a cui il vice presidente di Italia Startup, Antonio Perdichizzi, ha dichiarato: «Gli attori economici nel Sud non crescono alla velocità necessaria perché ancora oggi c'è un ecosistema sfavorevole legato al capitale umano, al trasferimento tecnologico, alle infrastrutture. E si registra anche una carenza di acceleratori». La quarta dimensione è quella relativa al profilo occupazionale che ha registrato, nel 2016, un numero complessivo di attori impiegati di 9.169, con un aumento del 21 % del numero medio di addetti rispetto al 2015 (da 2,8 a 3,4). Bisogna anche considerare che tale dato è deflazionato rispetto al terzo trimestre del 2016, questo perché, come spiega Infocamere, si risente ancora l'eco delle società la cui presenza temporale ha superato il termine di iscrizione nella sezione speciale del Registro delle Imprese. Tale tendenza al rialzo degli addetti può essere in ottica spiegata dalla Legge di bilancio del 2017, in cui oltre a vari incentivi fiscali, si sono registrate anche detrazioni Irpef al 30% per 3 anni. Come sappiamo, però, il ruolo dello Stato si è fatto sentire anche in relazione al Fondo di Garanzia, strumento che ha incrementato la sua attività dell'11,6 % rispetto al 2015, permettendo un accesso al credito più strutturale e incisivo (Ministero dello Sviluppo Economico, 2016, Fondo di garanzia). L'ultima dimensione da analizzare è, infine, quella relativa ai dati di bilancio. Per chiarezza bisogna premettere che essi sono riferiti al 2015 e al 2014, in quanto non ancora disponibili quelli relativi alla fine del 2016 in linea con la suddetta analisi. La percentuale di startup in perdita aumenta di un punto percentuale tra il 2014 e il 2015 (da 56 a 57 %), a segnalare la tendenza italiana e, in generale del mondo innovativo, a preferire una crescita più del fatturato che del risultato d'esercizio. In effetti questo si nota nel valore medio della produzione che passa dai 119 mila euro del 2014 ai circa 144 del 2015. Questo delinea che, in prospettiva, le nostre startup allargheranno il proprio volume d'affari e cercheranno di mettersi alla pari con i paesi della top ten mondiale. Per il momento il settore delle startup italiano ha compiuto degli investimenti notevoli, cercando i volumi dei fatturati come obiettivo principale. La tendenza si mostra soprattutto dal fatto che il reddito operativo complessivo continui ad essere negativo, aumentando da 67 a 88 milioni.

## 3.2 Come valutare una startup: il modello di Festel G. et al. (2013)

Una delle maggiori problematiche che le società di *Venture Capital* si trovano ad affrontare è quella relativa alle decisioni di investimento. Non esistono infatti criteri univoci per valutare una startup e la sua potenziale redditività. Un contributo teorico ritenuto molto importante in tale ambito è stato formulato nel 2013 da Gunter Festel, Martin Wuermseher e Giacomo Cattaneo, che, oltre a fornire una propria visione d'insieme, è stato in grado di mettere a confronto le maggiori vedute su come valutare il più opportunamente possibile una decisione di investimento. Prima di descrivere il modello occorre precisare un aspetto molto significativo: le startup in fase *early-stage*, data la giovane età con cui si presentano sul mercato, lasciano una grave lacuna relativa ai dati storici su cui di solito gli investitori fanno affidamento prima di prendere le loro decisioni. Per tale ragione, occorre effettuare delle analisi sia di tipo qualitativo che di tipo quantitativo. Festel G. et al. (2013) individuano quattro aspetti utili come premessa prima di presentare il modello:

- Le valutazioni delle startup dipendono anche dalla natura degli investitori: potrebbero esserci molti fondi di VC che, avendo sempre goduto di notevoli flussi in entrata, metterebbero in secondo piano i criteri di valutazione sugli specifici progetti.
- Gli investitori che si affidano ai dati forniti dai membri delle stesse startup potrebbero trovarsi di fronte a situazioni di asimmetria informativa, caratterizzate dal concretizzarsi di meccanismi di selezione avversa e azzardo morale.
- Il processo di valutazione potrebbe avvantaggiare alcuni investitori piuttosto che altri: gli acceleratori, ad esempio, operando la selezione attraverso due step, quello di candidatura e quello di incubazione, hanno a disposizione più tempo per approfondire gli aspetti critici dei progetti.
- La scelta di requisiti di selezione superficiali da parte dei VC comporterebbe l'esclusione di progetti potenzialmente redditizi.

Fatta questa opportuna premessa ai fini dell'analisi, si possono individuare due criteri per la valutazione di un progetto *early-stage*: quelli qualitativi, che si riferiscono al capitale umano, all'esperienza, al capitale sociale, all'imprenditorialità e all'affidabilità, e quelli quantitativi, che si riferiscono allo studio dei dati oggettivi di "stato patrimoniale, di conto economico, di avviamento, di flussi di cassa attualizzati e di valore aggiunto" (2013, p.220). Gli autori, a questo punto, hanno condotto una ricerca su quali siano i metodi più diffusi, ricerca da cui è emerso che il *Discounted Cash Flow* viene preferito per la sua natura sintetica e di facile

comprensione. Come spiegato dal sito di Borsa Italiana (2011), il valore di un'azienda può essere ottenuto mediante la somma del Valore dei flussi di cassa attualizzati con la Posizione Finanziaria Netta e il "Valore degli assets non inerenti alla gestione caratteristica" (2011). Mentre gli ultimi due elementi sono di facile determinazione ai fini del calcolo, la rilevazione del Valore dei flussi di cassa attualizzati può essere svolta attraverso due metodologie: i flussi di cassa *levered* oppure i flussi di cassa *unlevered*. La differenza sostanziale sottostante è che mentre i primi sono destinati ad essere di disponibilità per gli azionisti, i secondi per gli azionisti e i creditori esterni. Ovviamente il risultato di entrambi converge, con l'unica precisazione che l'"unlevered discounted cash flow consente di determinare direttamente il valore del capitale operativo [mentre]... il levered porta invece alla determinazione direttamente del valore del capitale netto" (2011, Borsa Italiana). Come evidenziato da Festel G. et al. (2013), l'indicatore quantitativo del DCF è largamente utilizzato poiché permette senza particolari sforzi di determinare quale sarà la capacità delle startup di generare un ritorno positivo futuro, attualizzando mediante il "rischio associato al versamento di tali finanziamenti" (2013, p.221). Una volta determinato l'utile netto, il problema principale, che è quello che analizzano anche Festel G. et al. (2013), si riscontra nella determinazione del tasso di attualizzazione utilizzato. Gli autori decidono di condurre l'analisi partendo dai DCF *levered*, utilizzando quindi il Capital Asset Pricing Model (CAPM), identificato come il costo del capitale proprio. A questo punto c'è una giusta osservazione da fare: poiché nel settore delle startup high tech i finanziamenti avvengono totalmente tramite equity, il costo del capitale sarà esattamente identificato con il costo dell'equity, a sua volta identificato come il rendimento minimo che gli azionisti si aspettano dalla società dato l'ammontare dei fondi investiti. L'equazione relativa al CAPM, presentata come segue,

$$E(R_i) = R_f + \text{BETA}_i[E(R_m) - R_f]$$

individua in BETA, parametro che misura la sensibilità dell'attività rispetto al rischio, il suo aspetto più importante. Dall'altra parte, la variabile  $R_f$  si identifica come il tasso d'interesse risk-free, determinato a partire dai rendimenti di titoli di stato,  $E(R_m)$  l'aspettativa dei rendimenti di mercato ed infine l'espressione  $[E(R_m) - R_f]$  come il premio di rischio di mercato (Festel G. et al., 2013). Tuttavia, appare molto problematico applicare questo processo di valutazione se non si hanno a disposizione dati storici sulle startup da investire. Il lavoro del modello di Festel et al. si è concentrato, quindi, proprio nell'identificare il valore del parametro BETA standard che è possibile applicare, con opportuni aggiustamenti in base alla situazione di mercato, al settore delle startup high tech. Il risultato è sorprendente e corrisponde a 6,4, un valore molto più alto di 1, a determinare appunto una rischiosità di investimento notevolmente maggiore rispetto a quella di mercato.

### 3.3 H-Farm e Lventure Group: Case studies

Nell'ultima sezione del presente elaborato verrà effettuata una breve rassegna dei portafogli delle società H-Farm e Lventure Group, partendo dalle informazioni contenute nei rispettivi bilanci d'esercizio.

#### 3.3.1 H-Farm: il portafoglio

La società H-Farm S.p.A., capogruppo della rispettiva area di consolidamento, ha dedicato una specifica *Strategic Business Unit* agli investimenti da essa effettuati, denominata appunto *H-Farm Investment*. Partendo dalle informazioni contenute nel Fascicolo di bilancio al 31.12.2016, bisogna innanzitutto precisare che, a causa dell'applicazione dei principi contabili nazionali, ai fini del calcolo degli investimenti diretti in partecipazioni è stato preso in considerazione unicamente il criterio del costo storico, evidenziando “perdite di valore anche se solo potenziali” (H-Farm, 2017, p.16) e tralasciando ogni tipo di valutazione che consideri *fair value* e plusvalenze latenti. Nel complesso, il portafoglio di attività finanziate ha visto nel corso del 2016 un ammontare investito di circa 3 milioni di euro, per un totale di 52 startup, “tra Investimenti finanziari diretti a titolo di capitale o finanziamento e costi d'esercizio sostenuti in maniera diretta” (H-Farm, 2017, p.23). Vediamone brevemente alcuni esempi. Osservando il portafoglio delle partecipazioni in imprese collegate, quelle in cui la quota detenuta è compresa tra il 20 e il 50%, è necessario soffermarsi sulle due realtà di maggiore interesse, Travel Appeal e Zooppa.com. Per quanto riguarda Travel Appeal, si tratta di una startup operante nella raccolta dati nel settore del turismo: ha avuto successo grazie allo sviluppo, nel corso degli anni, di un software che raccoglie informazioni sulle attrazioni turistiche di un territorio. Il valore iscritto a bilancio per H-Farm è di € 210.000, corrispondente al 25,96 %, anche se bisogna sottolineare la presenza di un “importante aumento di capitale con alcuni angels stranieri che ha determinato una valutazione post-money di € 6 milioni” (p.24). Zooppa.com è invece riconosciuta come una delle maggiori piattaforme a livello mondiale di condivisione di contenuti multimediali, attraendo a sé clienti di tutto rispetto come Unilever, Reebok, Poste Italiane e TIM. Anche in questo caso si è deciso di portare avanti un aumento di capitale rilevante (circa 3 milioni di dollari), con H-Farm spettatrice di un valore iscritto a bilancio di circa 5 milioni, per una quota totale del 47,90 %. Entrambe le società hanno chiuso l'esercizio 2015 in perdita, la prima per poco più di €150 mila, la seconda per un valore superiore ai 2 milioni di dollari. Per quanto riguarda il portafoglio delle partecipazioni in altre imprese, cioè quelle in cui la quota detenuta è compresa tra l'1 e il 20 %, meritano sicuramente una menzione Depop e CII2. Depop, inizialmente accelerata dalla stessa H-Farm, “ha realizzato un'applicazione per dispositivi

mobile per la compravendita e lo scambio di beni in una modalità social” (p.33). In questo caso la quota di iscrizione a bilancio è pari a € 762.910, per una quota dell’8,27 %, tralasciando la nuova valutazione di mercato che ammonta a 38,6 milioni, tra cui rientra una nuova valorizzazione per H-Farm di 3,2 milioni. L’ultimo caso di partecipazione detenuta è quello relativo a Club Italia Investimenti 2 S.r.l, società operante nell’ultima fase di *seed capital*, che si caratterizza per il suo ruolo di intermediazione con i fondi di *Venture Capital*. Essa stessa detiene quote di molte startup promettenti che hanno da poco terminato la fase di incubazione all’interno di un acceleratore. In questo caso la quota partecipativa è del 7,56 %, con un valore iscritto a bilancio di € 400.000.

### 3.3.2 LVenture Group: il portafoglio

La società LVenture Group, strutturata lungo la direttrice investimenti e accelerazione di startup, detiene un portafoglio di 40 partecipazioni, tutte sotto la quota del 20 %. Come osservato nel capitolo 2, il prospetto di bilancio e quindi la valutazione delle relative quote è stata effettuata seguendo i criteri IAS/IFRS, permettendo valutazioni post-money crescenti rispetto all'anno precedente. Gli investimenti effettuati dalla società nel 2016 hanno riguardato la fase *micro-seed*, la fase *seed* e la fase *follow-on seed*, per un totale rispettivamente di 1.089, 938 e 275 (dati espressi in migliaia). I mezzi utilizzati variano dagli strumenti finanziari partecipativi agli investimenti diretti o convertibili. Passando quindi in rassegna le startup su cui vogliamo soffermarci, è necessario assolutamente menzionare quelle con un partecipazione detenuta più alta, di solito le più importanti ai fini della performance: KPI6.com, Lisari-Karaoke one, Qurami e Gamepix. Per quanto riguarda KPI6.com, si tratta essenzialmente di una startup operante nel settore della consulenza e dei Big Data, gestendo una piattaforma digitale utile alle aziende ai fini dei processi decisionali. Tutto ciò avviene “attraverso l'analisi predittiva dei dati provenienti dai principali social network” (Bilancio 2016, 2017, p. 12). Nel corso dell'anno 2016, la società ha deciso per un incremento del capitale sociale, comportando una rivalutazione al *fair value* per la quota detenuta da LVenture di 123 mila, rispetto all'investimento già cumulato di 210 mila. In termini percentuali la quota in portafoglio è del 16,03 %. Qurami, invece, “un'app che consente di gestire in maniera efficiente le code presso sportelli e uffici attraverso l'attribuzione di un biglietto virtuale, perfettamente integrato nel flusso dei biglietti cartacei, e che monitora il tempo di attesa” (2017, p.8), ha registrato una rivalutazione di soli 19 mila euro, a fronte dei 446 mila già investiti e di una quota partecipativa di circa il 18 %. Karaoke One è invece una delle app più di successo incubate da LVenture nell'ambito dell'entertainment. Essa “permette agli utenti di registrare e condividere le proprie performance canore su oltre 3.000 basi musicali professionali” (2017, p.10), facendo registrare un aumento del fatturato di circa il 59 %. La quota detenuta in portafoglio da LVenture si aggira intorno al 16 %, per un totale di circa 210 mila euro, facendo registrare tuttavia una rivalutazione di quasi 100 mila, a fronte dell'aumento di capitale sociale deciso dalla società nel 2016. Ultima considerazione è sull'altra app di settore entertainment Gamepix, noto “aggregatore e distributore di videogiochi realizzati in linguaggio HTML5, utilizzabili su tutti i device” (2017, p.10). In questo caso la rivalutazione sulla quota è stata consistente (+142 mila euro), confermando il trend positivo di crescita a livello internazionale del marchio autoprodotta.

## Conclusioni

A fronte delle analisi condotte nel seguente elaborato, emergono alcuni punti critici utili per una valutazione complessiva dei risultati relativi agli acceleratori e agli incubatori. Come si è potuto osservare all'interno del capitolo 2, sia la società H-Farm che la società LVenture Group hanno chiuso in perdita il loro esercizio, registrando invece contestualmente un aumento dei fatturati. Non si tratta di un'analogia affatto casuale, quanto di una situazione che rispecchia appieno la scelta di effettuare investimenti a così alto rischio. Da questo punto di vista non è facile per due realtà come H-Farm e LVenture mantenere un'area d'affari sostenibile che permetta, allo stesso tempo, di realizzare profitti sui progetti investiti. Come osservato nel primo paragrafo del capitolo 3, le startup in Italia sono sì aumentate del 31%, ma, dall'altra parte, il 57 % totale di esse ha fatto registrare risultati in perdita, a testimonianza di un trend che negli ultimi anni è sensibilmente cresciuto. Nel frattempo si è diffusa nel nostro paese la tendenza da parte degli acceleratori a cercare più alti volumi di fatturato, puntando tuttavia su aree strategiche d'affari sempre più legate alla consulenza e alla formazione, dimostrando di fatto che il settore degli investimenti in partecipazioni non abbia conseguito finora i risultati sperati. Il dato sulla formazione e l'innovazione è stato proprio il fulcro degli investimenti portati avanti da H-Farm durante il 2016, volti alla creazione di un campus che dovrebbe entrare a pieno regime nel 2018-19. LVenture ha invece puntato sulla creazione di un *Open Innovation Program*, dimensione in grado di supportare le attività già presenti nel proprio business model. La riflessione che si può condurre, a questo punto, è che ambedue le scelte siano state dettate dalla speranza di poter generare flussi alternativi a quelli già illustrati nel corso degli anni (exit ed IPO). Generare valore per i propri azionisti è importante, anzi fondamentale, ma emerge un problema: non ci sono exit sufficienti a giustificare così tanti investimenti. D'altra parte è anche vero, però, che l'attitudine all'evoluzione potrebbe cambiare le carte in tavola: investire in programmi di *open innovation* può essere una valida alternativa alla tradizionale attività di ricerca e sviluppo finora elaborata, abbandonando la classica concezione di sviluppo per linee interne e permettendo, di fatto, di restringere i tempi necessari al lancio sul mercato di idee imprenditoriali. Da questo punto di vista entrambe le realtà analizzate sembrano aver compiuto notevoli passi avanti: sono numerose, infatti, le partnership con università, enti e grandi compagnie presenti sul globo. L'ultima considerazione è invece legata al più ampio tema della carenza di capitali per le startup presenti sul suolo italiano. Lo Stato italiano non offre le condizioni ideali per attrarre flussi di capitali dall'estero. L'aspetto problematico si lega al fatto che "È davvero

difficile garantire un IRR attrattivo per gli investitori (cd. LP) che investono in start-up italiane: la maggior parte degli acceleratori/fondi VC sono in perdita.

In Italia, gli LP sono difficili da trovare e la situazione economica poco favorevole rende improbabili gli investimenti in settori ad alto rischio... Inoltre, le VC italiane sono generalmente piccole e si concentrano sul mercato italiano, posizione poco attraente per gli investitori internazionali” (Falasconi L., 2017).

**\*Numero parole: 13138**

## Riferimenti bibliografici

- AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt), 2017. Dati di mercato-anno 2016 [online]. Luogo di pubblicazione: Milano. Disponibile su < <https://www.datocms-assets.com/45/1490623282-cs-convegno-annuale-2017-pdf?ixlib=rb-1.1.0> > [data di accesso: 09/10/2017].
- ALPHAGAMMA, 2016. Best startup accelerator programs in Europe [online]. Disponibile su < <https://www.alphagamma.eu/entrepreneurship/best-startup-accelerator-programs-europe/> > [data di accesso: 07/10/2017].
- BACCHETTI A., ZANARDINI M., 2017. Piano Industry 4.0, emergono i veri punti di forza e di debolezza. Agenda Digitale [online]. Disponibile su < <https://www.agendadigitale.eu/industry-4-0/il-piano-industry-4-0-punti-di-forza-e-debolezza/> > [Data di accesso: 18/10/2017].
- BORSA ITALIANA, 2011. IL METODO DCF - DISCOUNTED CASH FLOW [online]. Disponibile su < <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/metodo-dcf-discounted-cash-flow140.htm> > [data di accesso: 26/10/2017].
- BORSA ITALIANA. AIM Italia - Borsa Italiana [online]. Disponibile su < <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/home/aim-italia.htm> > [data di accesso: 16/10/2017].
- Boschetti, C., Grandi, A., Grimaldi, R., 2003. Risorse, competenze e incubatori di impresa, Sinergie Journal 61-62, 327-340.
- BRUNEEL J., RATINHO T., CLARYSSE B., GROEN A., 2012 - The Evolution Of Business Incubators: Comparing Demand And Supply Of Business Incubation Services Across Different Incubator Generations. *Technovation*, Vol. 32, No. 2, pp. 110-121.
- CBINSIGHTS, 2017. The Top 20 Reasons Startups Fail [online]. Disponibile su < <https://www.cbinsights.com/research/startup-failure-reasons-top/> > [data di accesso: 07/10/2017].
- Codice civile, art. 2426 n.6.
- Confindustria Digitale, 2016. Il digitale in Italia. p.11.
- Decreto legge, 18 ottobre 2012, n. 179.
- EUROPEAN ACCELERATORS SUMMIT, 2016. *Acceleration today: trends & challenges* [online]. Disponibile su <http://www.europeanaccelerators summit.com/wp-content/uploads/sites/14/2016/12/ACCELERATION-TODAY.pdf> [data di accesso: 05/10/2017].
- FALASCONI L., 2017. The Italian Start Up dilemma: perché gli investitori evitano il Bel Paese? [online]. Disponibile su < <http://eastwest.eu/it/opinioni/millennials-giovani-mondo/italia-start-up-dilemma-investimenti> > [Data di accesso: 01/11/2017].
- Festel, G., Wuermseher, M., Cattaneo, G., 2013. *Valuation of Early Stage High-tech Start-up. International Journal of Business*, 18(3), 2013.
- H-FARM, 2017. *Fascicolo di Bilancio al 31.12.2016*.
- H-FARM, 2017. *Le certificazioni di H-Farm Industry* [online]. Disponibile su: < <http://www.h-farm.com/it/news/le-certificazioni-di-h-farm-industry> > [Data di accesso: 13/10/2017].

- H-FARM. Facebook page. Mission. Disponibile su < [https://www.facebook.com/pg/hfarmspa/about/?ref=page\\_internal](https://www.facebook.com/pg/hfarmspa/about/?ref=page_internal) > [Data di accesso: 13/10/2017].
- IL SOLE 24 ORE, 2017. Crescono (lentamente) le startup al Sud e gli investimenti restano limitati [online]. Disponibile su <<http://www.infodata.ilsole24ore.com/2017/09/29/crescono-lentamente-le-startup-al-sud-gli-investimenti-restano-limitati/>> [data di accesso:27/10/2017].
- IL SOLE 24 ORE, 2017. H-Farm, andamento [online]. Disponibile su < <http://finanza-mercati.ilsole24ore.com/quotazioni.php?QUOTE=!FARM.MI> > [data di accesso:18/10/2017].
- IL SOLE 24 ORE, 2017. LVenture Group, andamento [online]. Disponibile su <[http://finanza-mercati.ilsole24ore.com/quotazioni.php?QUOTE=!LVEN.MI&refresh\\_ce](http://finanza-mercati.ilsole24ore.com/quotazioni.php?QUOTE=!LVEN.MI&refresh_ce)> [data di accesso:18/10/2017].
- IL SOLE 24 ORE, 2017. Startup: in Italia 36 nuovi «incubatori» ma pochi con business sostenibili [online]. Disponibile su < <http://www.infodata.ilsole24ore.com/2017/02/21/startup-italia-36-nuovi-incubatori-business-sostenibili/> > [data di accesso:15/10/2017].
- Infocamere, 2015. Quarto trimestre 2015 - Cruscotto di indicatori statistici sulle startup innovative.
- Infocamere, 2015. Sesto bimestre 2015 - Fondo di garanzia: accesso al credito di startup innovative e incubatori certificati.
- Infocamere, 2016. Quarto trimestre 2016 - Cruscotto di indicatori statistici sulle startup innovative.
- JOHNSON G., WHITTINGTON R., SCHOLES K., 2014. *Strategia aziendale*. Prima Edizione. Editore: Pearson Italia. pp. 50-59.
- KPMG, 2016. Venture Pulse Q3 2016 [online]. Disponibile su < <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2016/10/venture-pulse-q3-2016-report.pdf> > [data di accesso: 07/10/2017].
- LVENTURE GROUP, 2017. *Bilancio 2016*.
- LVENTURE GROUP, 2017. Company profile [online]. Disponibile su < <http://lventuregroup.com/wp-content/uploads/2017/05/COMPANY-PROFILE-MAGGIO-2017-WEB.pdf> > [data di accesso: 17/10/2017].
- MADONIA M., 2017. Bologna, Confindustria a Farete va a caccia di startup: «Senza giovani impossibile sopravvivere». Il Corriere della Sera [online]. Disponibile su <<http://corrieredibologna.corriere.it/bologna/notizie/economia/2017/7-settembre-2017/bologna-confindustria-farete-va-caccia-startup-senza-giovani-impossibile-sopravvivere-2401999667483.shtml>> [data di accesso: 27/10/2017].
- Ministero dello Sviluppo Economico, 2016. Relazione sullo stato di attuazione della normativa a sostegno delle startup e delle PMI innovative.
- Ministero dello Sviluppo Economico, 2016. Scheda di sintesi della policy a sostegno delle startup innovative.
- NOVOA, J., 2014. Understanding differences in startup financing stages. *Startupxplore* [online]. Disponibile su < <https://startupxplore.com/en/blog/types-startup-investing> > [Data di accesso: 06/10/2017].

- PARBONETTI A., 2012. Impairment test. Enciclopedia Treccani [online]. Disponibile su < [http://www.treccani.it/enciclopedia/impairment-test\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](http://www.treccani.it/enciclopedia/impairment-test_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/) > [Data di accesso:11/10/2017].
- ROCIOLA A., 2017. I 15 fondi di venture capital più attivi in Italia (ma il primo è il 130esimo in Europa). Blog Italia - Agi [online]. Disponibile su < <https://www.agi.it/blog-italia/startup/venture-capital-fondi-italiani-europa-piu-attivi-1719910/news/2017-04-27/> > [Data di accesso: 10/10/2017].
- RUSCONI G., 2017. Startup francesi in testa per raccolta fondi in Europa. Il Sole 24 Ore [online]. Disponibile su < <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2017-04-24/startup-francesi-testa-raccolta-fondi-europa--111618.shtml?uuid=AEma7X6> > [Data di accesso: 09/10/2017].
- SEED ACCELERATOR RANKINGS PROJECT, 2017. These are the top accelerators in the U.S. [online]. Disponibile su < <http://seedrankings.com/#home> > [data di accesso: 07/10/2017].
- STARTUPBUSINESS, 2016. Cos'è il venture capital e come funziona [online]. Disponibile su < <https://www.startupbusiness.it/cose-il-venture-capital/88667/> > [data di accesso: 07/10/2017].