

POLITECNICO DI MILANO



Scuola di Ingegneria Industriale e dell'Informazione

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

**START UP DIGITALI: UN'ANALISI A LIVELLO
INTERNAZIONALE E ITALIANO**

Relatore: Prof. Andrea RANGONE

Correlatore: Ing. Andrea CAVALLARO

Tesi di laurea di:

Riccardo DAL PRA' 779327

Anno Accademico 2012-2013

Indice Generale

INDICE DEI GRAFICI	5
INDICE DELLE TABELLE.....	8
ABSTRACT.....	10
EXECUTIVE SUMMARY	11
PARTE 1: ANALISI DELLA LETTERATURA.....	25
1. PANORAMICA DEI FINANZIAMENTI DI START-UP A LIVELLO MONDIALE	25
1.1 PREMESSA	27
1.1.1 STORIA.....	27
1.1.2 DEFINIZIONI.....	28
1.1.3 TIPOLOGIE DI INVESTIMENTO.....	31
1.2 ANALISI DELLE FONTI DI VENTURE CAPITAL	34
1.2.1 EVOLUZIONE STORICA DELLA RACCOLTA DI CAPITALE.....	34
1.2.2 STUDIO DELLE VENTURE CAPITAL FIRMS: DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA E FOCUS DI INVESTIMENTO	36
1.2.3 OVERVIEW DEI FINANZIAMENTI DELLE START-UP A LIVELLO GLOBALE.....	40
1.3 FOCUS SUL SETTORE INTERNET	43
1.4 FOCUS SUL SETTORE MOBILE	50
2. PANORAMICA DEI FINANZIAMENTI DI START-UP IN ITALIA.....	53
2.1 ANALISI DELLE FONTI DI VENTURE CAPITAL	55
2.1.1 EVOLUZIONE STORICA DELLA RACCOLTA DI CAPITALE.....	55
2.2 OVERVIEW DEI FINANZIAMENTI DELLE START-UP IN ITALIA.....	57

2.2.1 EVOLUZIONE DEGLI INVESTIMENTI	58
2.2.2 TIPOLOGIE DI INVESTIMENTO.....	60
2.2.3 ACQUISIZIONE DELLE QUOTE.....	62
2.2.4 DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DELLE START-UP FINANZIATE	64
2.2.5 DISTRIBUZIONE DEGLI INVESTIMENTI IN RELAZIONE AI SETTORI DI RIFERIMENTO	66
2.2.6 DINAMICHE DEI DISINVESTIMENTI	68
2.3 FOCUS SUL SETTORE <i>MOBILE</i>	71
3. LA SITUAZIONE IN AMBITO DIGITALE DEL <i>VENTURE CAPITAL</i> IN ITALIA	76
3.1 ANALISI DEGLI ATTORI DI <i>VENTURE CAPITAL</i>	77
3.2 PANORAMICA DEI PRINCIPALI <i>PLAYERS</i> ATTIVI NEL MONDO DEL <i>VENTURE CAPITAL</i> ITALIANO	81
3.2.1 <i>BUSINESS ANGEL</i>	81
3.2.2 <i>VENTURE CAPITALIST</i>	84
3.2.3 <i>FAMILY OFFICE</i>	94
3.2.4 <i>INVESTMENT COMPANY</i>	96
3.2.5 <i>INCUBATORI</i>	99
PARTE 2: ANALISI EMPIRICA.....	107
4. METODOLOGIA DI RICERCA.....	107
4.1 STUDIO DELLE START-UP DIGITALI FINANZIATE NEL MONDO	108
4.1.1 OBIETTIVI	108
4.1.2 CENSIMENTO	108
4.1.3 SCHEMA DI ANALISI	109
4.2 STUDIO DELLE START-UP DIGITALI FINANZIATE IN ITALIA.....	115

4.2.1 OBIETTIVI	115
4.2.2 CENSIMENTO	115
4.2.3 SCHEMA DI ANALISI	116

5. IL CENSIMENTO DELLE START-UP FINANZIATE IN AMBITO ICT NEL MONDO 119

5.1 DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA120

5.2 DISTRIBUZIONE INVESTIMENTI PER ROUND DI FINANZIAMENTO123

5.3 ANZIANITÀ START-UP127

5.4 FOCUS *MOBILE*129

5.4.1 PROFILO IMPRENDITORI	132
----------------------------------	-----

5.4.2 AMBITI E MODELLI DI BUSINESS	134
--	-----

6. IL CENSIMENTO DELLE START-UP FINANZIATE IN AMBITO ICT IN ITALIA 137

6.1 INVESTIMENTI IN START-UP ICT138

6.1.1 FONTI DI FINANZIAMENTO	139
------------------------------------	-----

6.2 FOCUS *MOBILE*143

6.2.1 INQUADRAMENTO DELL'INVESTIMENTO MEDIO	144
---	-----

6.2.2 FONTI DI FINANZIAMENTO	148
------------------------------------	-----

6.2.3 DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA	150
--------------------------------------	-----

6.2.4 PROFILO DEGLI IMPRENDITORI.....	151
---------------------------------------	-----

6.2.5 AMBITI E MODELLI DI BUSINESS	152
--	-----

BIBLIOGRAFIA 157

SITOGRAFIA 160

INDICE DEI GRAFICI

Grafico 1.1: Raccolta di capitale per geografia e numero di fondi chiusi totali	35
Grafico 1.2: Raccolta di capitale totale e media per anno	35
Grafico 1.3: Distribuzione raccolta di capitale per geografia	36
Grafico 1.4: Distribuzione geografica <i>venture capital firms</i> nel mondo	37
Grafico 1.5: Distribuzione investimenti europei per focus di investimento	38
Grafico 1.6: Distribuzione investimenti negli Stati Uniti per focus di investimento	39
Grafico 1.7: Distribuzione investimenti europei per settore	39
Grafico 1.8: Distribuzione investimenti negli Stati Uniti per settore	40
Grafico 1.9: Distribuzione <i>round</i> di finanziamento per geografia	41
Grafico 1.10: Distribuzione investimenti per geografia	41
Grafico 1.11: Numero di <i>host</i> totali per anno	43
Grafico 1.12: Paragone evoluzione <i>host</i> in Italia e nel mondo (n°)	44
Grafico 1.13: Numero di <i>host</i> per Paese ogni 1000 abitanti	46
Grafico 1.14: Evoluzione Paesi con più di un milione di <i>host</i>	47
Grafico 1.15: Densità di <i>host</i> per 1000 abitanti	48
Grafico 1.16: Numero siti web nel mondo per anno	49
Grafico 1.17: Crescita netta di sottoscrizioni alla banda larga <i>mobile</i> per geografia	50
Grafico 1.18: Percentuale di penetrazione della telefonia <i>mobile</i> per geografia	51
Grafico 1.19: Crescita globale del traffico dati tramite dispositivi <i>mobile</i>	52
Grafico 2.1: Distribuzione operatori monitorati nel 2012	55
Grafico 2.2: Evoluzione raccolta di capitale in Italia	55
Grafico 2.3: Origine del capitale raccolto negli ultimi anni	56
Grafico 2.4: Evoluzione degli investimenti totali in Italia	58
Grafico 2.5: Evoluzione degli investimenti totali in Italia in <i>early stage</i>	58
Grafico 2.6: Nuove operazioni di <i>early stage, follow on</i> esclusi	59
Grafico 2.7: Tipologia investimenti in <i>early stage, follow on</i> esclusi	61
Grafico 2.8: Operazioni sindacate in <i>early stage, follow on</i> esclusi	61
Grafico 2.9: Distribuzione delle operazioni a seconda della quota acquisita, <i>follow on</i> esclusi	62
Grafico 2.10: Distribuzione geografica totale delle start-up partecipate	64
Grafico 2.11: Distribuzione geografica start-up finanziate nel 2012, <i>follow on</i> esclusi	65

Grafico 2.12: Distribuzione start-up finanziate in base al settore di riferimento_____	67
Grafico 2.13: Approfondimento distribuzione start-up finanziate in ambito ICT_____	68
Grafico 2.14: Distribuzione delle operazioni di <i>exit</i> in relazione alla tipologia di investimento di origine_	70
Grafico 2.15: Dinamica mercato <i>mobile internet</i> in Italia_____	72
Grafico 2.16: Dinamica mercato <i>mobile Content & Apps</i> in Italia_____	72
Grafico 2.17: Peso ricavi <i>Pay e Advertising</i> nel mercato <i>mobile content & Apps</i> in Italia_____	74
Grafico 5.1: Distribuzione start-up finanziate in ambito ICT negli ultimi due anni_____	120
Grafico 5.2: Distribuzione investimenti medi start-up per area geografica in ambito ICT negli ultimi due anni_____	121
Grafico 5.3: Distribuzione del capitale investito a seconda del <i>round</i> di finanziamento in ambito ICT negli ultimi due anni_____	124
Grafico 5.4: Distribuzione del capitale medio investito a seconda del <i>round</i> di finanziamento in ambito ICT negli ultimi due anni (mln di \$)_____	125
Grafico 5.5: Investimento medio per anno di fondazione della start-up in ambito ICT negli ultimi due anni (migliaia di \$)_____	128
Grafico 5.6: Distribuzione start-up finanziate in ambito <i>mobile</i> nel mondo negli ultimi due anni_____	129
Grafico 5.7: Distribuzione investimenti start-up per area geografica in ambito <i>mobile</i> _____	130
Grafico 5.8: Distribuzione del capitale investito a seconda del <i>round</i> di finanziamento in ambito <i>mobile</i> negli ultimi due anni_____	131
Grafico 5.9: Investimento medio (migliaia di \$) e numero per anno di fondazione delle start-up finanziate in ambito <i>mobile</i> negli ultimi due anni_____	131
Grafico 5.10: Età dei fondatori delle start-up che hanno ricevuto finanziamenti in ambito <i>mobile</i> nel mondo negli ultimi due anni_____	133
Grafico 5.11: Distribuzione investimenti per classificazione in ambito <i>mobile</i> negli ultimi due anni_____	134
Grafico 5.12: Distribuzione investimenti per categoria in ambito <i>mobile</i> negli ultimi due anni (mln \$)_____	135
Grafico 5.13: Distribuzione investimenti medi per categoria in ambito <i>mobile</i> negli ultimi due anni_____	136
Grafico 6.1: Totale investimento e numero start-up italiane finanziate in ambito ICT negli ultimi due anni (€)_____	138
Grafico 6.2: Distribuzione investimento medio per area geografica in ambito ICT negli ultime due anni (\$)_____	139
Grafico 6.3: Distribuzione degli attori che investono in start-up italiane in ambito ICT negli ultimi due anni_____	140

Grafico 6.4: Operazioni sindacate in Italia in ambito ICT negli ultimi due anni _____	141
Grafico 6.5: Investimento medio per anno di fondazione della start-up in ambito ICT in Italia negli ultimi due anni (migliaia €) _____	142
Grafico 6.6: Totale investimento e numero start-up italiane finanziate in ambito <i>mobile</i> negli ultimi due anni (€) _____	143
Grafico 6.7: Distribuzione investimenti in start-up <i>mobile</i> in Europa negli ultimi due anni _____	144
Grafico 6.8: Investimento medio start-up <i>mobile</i> negli ultimi due anni per geografia (\$) _____	146
Grafico 6.9: Investimento medio (migliaia di €) e numero per anno di fondazione delle start-up finanziate in ambito <i>mobile</i> negli ultimi due anni _____	147
Grafico 6.10: Distribuzione degli attori che investono in start-up italiane in ambito <i>mobile</i> negli ultimi due anni _____	148
Grafico 6.11: Operazioni sindacate in Italia in ambito <i>mobile</i> negli ultimi due anni _____	149
Grafico 6.12: Distribuzione start-up <i>mobile</i> finanziate negli ultimi due anni _____	150
Grafico 6.13: Età dei fondatori delle start-up che hanno ricevuto finanziamenti in ambito <i>mobile</i> in Italia negli ultimi due anni _____	151
Grafico 6.14: Distribuzione investimenti per classificazione in ambito <i>mobile</i> in Italia negli ultimi due anni _____	152
Grafico 6.15: Distribuzione investimenti per categoria in ambito <i>mobile</i> in Italia negli ultimi due anni (mln €) _____	153
Grafico 6.16: Distribuzione investimenti medi per categoria in ambito <i>mobile</i> in Italia negli ultimi due anni (mln €) _____	155

INDICE DELLE TABELLE

Tabella 1: Profilo medio dell'investimento per attore nel 2012 _____	16
Tabella 1.1: Numero di <i>host</i> per Paese _____	45
Tabella 2.1: Totale ammontare investito per attore, <i>follow on</i> esclusi _____	59
Tabella 2.2: Investimento medio per anno per attore, <i>follow on</i> esclusi _____	60
Tabella 2.3: Quota acquisita nel 2012 dai <i>venture capital</i> a fronte dell'ammontare investito _____	63
Tabella 2.4: Profilo medio dell'investimento per attore nel 2012 _____	66
Tabella 5.1: Numero di operazioni di investimento per area geografica negli ultimi due anni _____	122
Tabella 6.1: Investimento medio in start-up italiane ambito ICT _____	138
Tabella 6.2: Investimento medio in start-up italiane ambito <i>mobile</i> negli ultimi due anni _____	145

ABSTRACT

Numerosi studi evidenziano che le start-up sono responsabili di una parte consistente della crescita del PIL e dei nuovi posti di lavoro generati. L'aumento della consapevolezza sull'importanza e il ruolo che hanno le giovani imprese digitali all'interno del sistema economico ha portato dei cambiamenti rilevanti nell'ecosistema imprenditoriale e in quello di *venture capital*: risultano crescenti i finanziamenti in ambito ICT e *Mobile*.

L'ambito *Mobile* sta assumendo un ruolo sempre più significativo all'interno della *Internet Economy*. Il grande potenziale che gli strumenti *mobile* portano con sé viene ben riconosciuto e rispecchiato nel crescente numero di imprenditori che decidono di sviluppare e concretizzare la propria idea in quest'ambito. Risulta interessante, quindi, cercare di comprendere il cambiamento in termini di finanziamenti di *venture capital* che l'aumento di iniziative imprenditoriali in ambito *mobile* sta comportando, e viceversa.

Sulla base, dunque, del contesto manifestato in ambito di finanziamenti alle start-up e delle forti dinamiche di crescita che stanno caratterizzando il mercato *mobile*, il presente lavoro di Tesi si propone di:

- fornire una panoramica dell'evoluzione dei finanziamenti di capitale di rischio, a livello globale e nazionale;
- analizzare le dinamiche dei finanziamenti legati alle start-up operanti in ambito ICT in Italia e nel mondo;
- analizzare in maniera puntuale le start-up finanziate in ambito *mobile* a livello italiano e mondiale.

EXECUTIVE SUMMARY

CONTESTO DI RIFERIMENTO

L'innovazione, intesa nel suo significato più ampio, è per i sistemi economici una necessità fisiologica che nasce dall'esigenza per ognuno di essi di tendere continuamente ad accrescere la rispettiva capacità di competere. Le nuove imprese ad alta tecnologia (*New Technology-Based Firms*, NTBF) rappresentano per questo una risorsa decisiva ai fini dello sviluppo delle moderne economie industrializzate, costituendo il principale veicolo attraverso cui i risultati della ricerca trovano sbocco e applicazione nelle attività produttive¹.

Uno studio della Kauffman Foundation pubblicato ad agosto 2013 ha offerto interessanti spunti² riguardanti il legame tra imprese *high-tech* e la creazione di occupazione negli Stati Uniti: in questo rapporto si sono opposte le dinamiche del settore privato con quelle del settore *high-tech* statunitense e si è evidenziato ancora una volta il ruolo fondamentale delle imprese di recente formazione nella creazione di posti di lavoro negli Stati Uniti. Le interessanti osservazioni a cui si è giunti sono:

- la nascita di imprese *high-tech* è stata del 69% più alta nel 2011 rispetto al 1980, del 210% più elevata nel caso dell'ICT e del 9% più basso nel settore privato;
- l'imprenditorialità ha positive ricadute in termini occupazionali: le start-up nascono snelle ma crescono rapidamente nei primi anni e la creazione di occupazione generate da queste più che compensa le perdite di posti occupazionali causate dai business falliti in *early stage*;
- recenti ricerche hanno evidenziato l'importanza di nuove attività nella creazione di occupazione. Infatti, se si escludessero le imprese giovani, durante l'ultimo trentennio la creazione di occupazione negli Stati Uniti sarebbe rimasta negativa.

¹ <http://www.startupitalia.eu/it/blog/article/startup-accademiche>

² <http://www.ideastartup.it/2013/09/18/start-up-usa-non-solo-silicon-valley/#more-906>

Questo consente di affermare ancora una volta l'impatto economico e sociale delle start-up: sarebbe di vitale importanza poter replicare in Italia (adattando al contesto) questo fenomeno. Considerata la diffusione geografica di queste attività negli USA, potrebbe essere una via per risollevare regioni maggiormente colpite dalla crisi e creare occupazione³.

La costante crescita del settore internet in tutti i paesi del mondo indica che bisogna continuare a sostenere ed incoraggiare l'innovazione digitale per poter avere una crescita economica: tuttavia la prima osservazione che si può fare riguardo alle imprese innovative è costituita dal fatto che il fabbisogno finanziario è ingente ed il ricorso alle fonti interne (autofinanziamento) risulta essere molto improbabile per questo tipo di imprese: esse non sono infatti in grado, soprattutto nelle prime fasi di sviluppo, di generare sufficienti flussi di cassa: in questo contesto diventa dunque fondamentale il ruolo svolto dai *venture capital*⁴.

Il *venture capital* da sempre è sincrono all'evoluzione dell'economia e dell'innovazione e ha contribuito a sostenere Internet e l'innovazione ad esso collegata.

L'industria dell'informazione in genere, sia dei servizi, sia delle tecnologie, è il settore che ha più probabilità di presentare elevati tassi di crescita, con conseguente creazione di valore, e per questo è il comparto in cui si concentrano maggiormente gli investimenti di *venture capital*, che ha lo scopo di creare valore. Molte aziende che il *venture capital* alimenta sono quelle che prendono il posto di quelle esistenti da tempo e stabilizzate, ovvero sono quelle dell'*information technology*⁵.

Poter contare su start-up innovative di successo garantisce ai diversi sistemi economici ricchezza e occupazione: le idee di pochi possono generare benefici per molti⁶. Mettere in campo

³vd. nota 3

⁴Lino Sau (2003), *Gli effetti del Venture Capital sulle Gerarchie di Finanziamento delle Imprese Innovative*.

⁵http://www.e-journal.it/special_event/relatori/articoli/piol_elserrino.htm

⁶I-COM Istituto per la competitività (2013), *Presenza ed impatto economico delle "start up" innovative di successo: un confronto internazionale*

iniziative per favorire la creazione di start-up innovative nasce proprio dalla consapevolezza che i processi di modernizzazione imposti dal confronto sul mercato globale richiedono un sistema imprenditoriale che incorpori competenze tecnologiche e attitudini ad elaborare e sviluppare innovazione.

Stando ai dati elaborati dall'Osservatorio Start-Up *School of Management* del Politecnico di Milano, i Paesi più evoluti dal punto di vista della nuova imprenditorialità in Europa sono Gran Bretagna e Francia, a cui si affiancano quelli del Nord, con Svezia, Finlandia e Danimarca, cui si aggiungono Svizzera e Germania, mentre l'Italia si dimostra ancora lontana dagli investimenti che si realizzano da anni in altri Paesi in start-up innovative. Al pari del settore Internet, anche il *mobile* ha registrato una crescita importante negli ultimi anni: la penetrazione globale della telefonia *mobile* mondiale ha raggiunto l'89% a fine 2012 e per i paesi in via di sviluppo la crescita è quindici volte superiore rispetto ad economie mature, ma pur sempre in crescita, come Europa e Nord America.

OBIETTIVI

Alla luce del contesto dei finanziamenti di *venture capital*, delle start-up operanti in ambito ICT e delle forti dinamiche di crescita di questo settore, il presente lavoro di Tesi si pone i seguenti obiettivi:

- fornire una panoramica dell'evoluzione dei finanziamenti di capitale di rischio, a livello globale e nazionale;
- analizzare le dinamiche dei finanziamenti legati alle start-up operanti in ambito ICT in Italia e nel mondo;
- analizzare in maniera puntuale le start-up finanziate in ambito *mobile* a livello italiano e mondiale.

LETTERATURA DI RIFERIMENTO

La prima parte del seguente lavoro di Tesi si concentra sul mondo delle start-up e vuole dare una panoramica generale sulle dinamiche che caratterizzano questo mercato in termini di attori coinvolti, distribuzione di essi ed evoluzione dei finanziamenti e con un'analisi approfondita della crescita del settore digitale.

Nel primo capitolo si vuole fornire una visione sui finanziamenti che le start-up ricevono a livello mondiale dai soggetti che investono nelle prime fasi di vita di una start-up, focalizzandosi in maniera particolare sui *venture capital*. Volendo riassumere brevemente quanto discusso emerge che:

- l'ammontare, in termine di capitale raccolto dai *venture capital*, è ben lontano da quanto registrato prima della crisi finanziaria globale del 2008. Rispetto al 2011, anno in cui c'è stata una ripresa nel mercato della raccolta di capitale (+60% se confrontato con il 2010), nel 2012 l'ammontare raccolto è diminuito del 14,4% insieme al numero di fondi chiusi, passati da 249 unità a 229;
- negli ultimi sei anni (2007-2012) sono stati raccolti 215,7 miliardi di dollari da 1666 fondi, con il Nord America che rappresenta il 59,3% del valore aggregato globale (127,9 miliardi di dollari), seguito dall'Asia e Resto del mondo (26,66% per 57,5 miliardi di dollari raccolti) ed infine dall'Europa (14,05% per 30,3 miliardi di dollari raccolti);
- il 55% delle *venture capital firms* ha sede nel Nord America, di cui il 94% è rappresentato dagli Stati Uniti, con 1510 *venture capital firms*. L'Europa è ben distante: rappresenta, infatti, il 25% delle *venture capital firms* mondiali ed il Regno Unito è il paese europeo con più *venture capital firms*, registrandone 203;
- recentemente la tendenza europea è quella di investire nella fase di *early stage* delle start-up, mentre negli Stati Uniti è preponderante la scelta di finanziare un'impresa nelle fasi successive (*later stage*);
- gli Stati Uniti e l'Europa sono ancora i protagonisti principali degli investimenti di *venture capital*, rappresentando l'85% degli investimenti globali;

- nel 2012 vi è stata una diffusa incertezza economica globale in tutti i Paesi e questo si è tradotto in investimenti minori, con il valore dell'ammontare investito più basso dal 2009. Rispetto al 2011 c'è stato un decremento del 20% degli investimenti e dell'8% sul numero di *round* di investimento effettuati; peggioramento che si registra su tutti i mercati (Cina, Israele, India e Stati Uniti), con l'Europa che non migliora il proprio dato dal 2010;
- la crescita del settore Internet è costante ed esponenziale da 30 anni: nel 1999 c'erano sei paesi nel mondo con più di un milione di *host* internet (di cui due in Europa), nel 2013 sono quarantanove, di cui ventisei in Europa, dieci nelle Americhe, dieci in Asia, due in Oceania e uno in Africa;
- c'è una forte crescita per quanto riguarda gli *smartphone* in tutti i paesi: il traffico dati da dispositivi *mobile* è raddoppiato dalla fine del 2011 alla fine del 2012, con una crescita nell'ultimo quadrimestre del 2012 pari al 28%.

Nel secondo capitolo viene fatta una analisi degli attori che possono finanziare il progetto di una start-up: dai fondi di *venture capital*, ai *family office*, ai *business angels* e alle aziende private. L'obiettivo è quello di analizzare l'evoluzione negli anni degli investimenti in Italia, in termini di quantità e composizione; la distribuzione di quest'ultimi in relazione ai settori di riferimento; le dinamiche di disinvestimento e di acquisizione/cessione delle quote di maggioranza delle start-up; la crescita del settore *mobile* nel contesto italiano. In sintesi:

- negli ultimi 5 anni si registra un *trend* inverso di anno in anno: ad una crescita nel capitale raccolto l'anno successivo si registra un peggioramento. Nel 2012 la raccolta di capitale è aumentata del 29% rispetto al 2011 ma ciò nonostante i valori registrati nel 2008 e nel 2010 sono ben lontani dall'essere raggiunti (-38% rispetto al 2010);
- la fiducia è venuta meno dai fondi esteri, che hanno ridotto considerevolmente la loro incidenza sulla raccolta di capitale: se nel 2007 rappresentavano ben il 57% del capitale raccolto, nel 2012 la loro quota è scesa all'11%, segnale che tuttora l'Italia non risulta appetibile come lo era prima della crisi;

- il valore totale degli investimenti nel 2012 è peggiorato rispetto all'anno precedente, nonostante il numero di investimenti effettuati siano stati maggiori e gli investimenti ricevuti dalle start-up italiane nella fase di *early stage* registrano il valore più alto degli ultimi cinque anni (135 milioni di euro);
- la quota di partecipazione acquisita media per i *venture capital* è stata pari al 30%, in diminuzione rispetto al 40% di quota acquisita media registrato nel 2011; mentre per i *business angels* il valore medio è rimasto costante, cioè attorno al 22%, nonostante la crescita dell'investimento medio effettuato;
- il profilo medio dell'investimento per attore, in Italia, nel 2012, è il seguente:

Tabella 1: Profilo medio dell'investimento per attore nel 2012

PROFILO MEDIO DELL'INVESTIMENTO	Angel	Venture Capital
Ammontare investito (€)	360.000	800.000
Quota acquisita (%)	21%	30%
Anzianità della <i>target</i> (anni)	1	1
Tipologia di investimento	<i>Seed capital</i>	<i>Seed capital</i>
Regione	Lombardia	Lombardia
Provincia	Milano	Milano
Settore più attraente	ICT (Web App)	ICT (Web App)
Forma giuridica	S.r.l.	S.r.l.
Volume dei ricavi (€)	<100.000	1.000.000
Dipendenti	3	7

Fonte: Early Stage in Italia – Rapporto 2013

- il settore ICT attrae il 52% degli investimenti totali, in aumento rispetto al 40% dell'anno prima: all'interno del mondo ICT l'ambito più finanziato è quello relativo alle applicazioni *web & mobile*;
- in Italia, il mercato del *mobile internet* è in continua crescita dal 2009.

Il terzo capitolo indaga la situazione in termini di attori di *venture capital* nel contesto italiano, fornendo una panoramica dei principali *players* attivi nel nostro territorio. Gli attori più attivi in quest'ambito sono:

- *Business Angel*: Un *business angel* è un investitore privato non istituzionale che decide di investire una parte delle sue risorse patrimoniali nel finanziamento del capitale di rischio di una nuova impresa. Il gruppo più attivo e rilevante in termini di finanziamenti concessi è *Italian Angels for Growth*, che detiene attualmente nel proprio portafoglio 17 start-up finanziate in ambito ICT;
- *Venture capitalist*: i *venture capitalist* sono investitori professionisti, organizzati in piccole società, che raccolgono fondi da individui benestanti e investitori istituzionali e investono per conto loro. In Italia ci sono diversi fondi di *venture capital* attivi e che finanziano start-up digitali: Principia SGR, Innogest SGR, IMI Fondi Chiusi SGR, Vertis SGR, 360° Capital Partners, dPixel;
- *Family Office*: struttura altamente professionale in grado di occuparsi, in chiave personalizzata, delle esigenze di investimento. In Italia sono due i *family office* più conosciuti e più attivi nel mondo ICT: Francesco Micheli Associati e Idooo;
- *Investment company*: Le *investment companies* sono società che esercitano nei confronti del pubblico l'attività di assunzione di partecipazioni in start-up innovative tramite investimenti di *micro-seed capital*, *seed capital*, *start-up capital* o *venture capital*. Le principali società di investimento italiane sono tre: United Ventures, Zernike Meta Ventures e Club Italia Investimenti;
- Incubatori: Gli incubatori alimentano le imprese aiutandole a sopravvivere e crescere nella fase in cui sono maggiormente vulnerabili, quella di start-up. Gli incubatori forniscono assistenza manageriale, accesso a finanziamenti, consentono l'esposizione ad attività imprenditoriali critiche e l'utilizzo di servizi di supporto tecnico. Possono essere suddivisi in incubatori che investono in *equity*, che consistono in soggetti, per lo più di natura privata, che sono indirizzati nelle loro iniziative da un'ottica prettamente economica; e quelli che non investono in *equity*, tipicamente gli incubatori delle università. Tra gli incubatori che in

Italia investono in equity troviamo: H-FARM, LUISS Enlabs, TheNetValue, Superpartes, DigitalMagics e M31.

METODOLOGIA DI RICERCA

Successivamente all'analisi della letteratura è stata condotta un'analisi empirica per cogliere le dinamiche dei finanziamenti in ambito ICT e *mobile* prima nel mondo e poi in Italia. La prima parte si concentra sulle start-up digitali finanziate in ambito ICT nel mondo, con successivo approfondimento sul settore *mobile*; mentre nella seconda parte l'analisi viene replicata per le start-up digitali italiane, per le quali la mappatura è stata svolta in modo più approfondito per entrambi gli ambiti e per ogni start-up che ha ricevuto un finanziamento.

La prima parte, dunque, è volta ad identificare ed analizzare le start-up finanziate in ambito digitale a livello globale. L'analisi ha permesso di:

- avere una panoramica del numero di finanziamenti e del capitale investito in ambito digitale nel mondo negli ultimi due anni con un approfondimento sul mercato *mobile*;
- disporre di una distribuzione geografica degli investimenti globali in start-up digitali;
- cogliere differenze di investimento in termini di entità e stadio nei diversi Paesi.

L'attività di censimento dei finanziamenti è stata svolta utilizzando fonti secondarie, come siti web specializzati nel riportare notizie sulle start-up finanziate oppure articoli di testata giornalistiche che citavano l'investimento. Il campione di riferimento per analizzare gli investimenti è stato scelto in base alle seguenti variabili:

- ambito di business: sono state considerate solo le start-up che operano in ambito digitale;
- finanziamento: tutte le start-up oggetto di finanziamento, di qualsiasi entità e tipologia, sono state incluse nella ricerca;
- temporale: sono state oggetto della ricerca le start-up che hanno ricevuto un finanziamento tra gennaio 2012 e ottobre 2013.

Le informazioni individuate, per ogni start-up analizzata, sono state organizzate secondo uno schema preciso, con le start-up *mobile* che sono state mappate con un grado di dettaglio maggiore.

La seconda parte dell'analisi si focalizza sulle start-up digitali italiane che hanno ricevuto finanziamenti. Per lo studio di queste start-up sono stati esaminati i portafogli degli attori italiani più attivi in quest'ambito. Attraverso l'analisi si è potuto:

- avere una panoramica del numero di finanziamenti e del capitale investito in ambito digitale in start-up italiane;
- disporre di una distribuzione geografica all'interno del territorio italiano degli investimenti in questo settore;
- comprendere le dinamiche degli investimenti del capitale di rischio in Italia in termini di tipologia di investimento (singolo o co-investimento) e numero di investitori partecipanti per *round* di finanziamento;
- analizzare la situazione italiana e poterla confrontare con quella degli altri Paesi del mondo.

L'attività di censimento dei finanziamenti è stata svolta utilizzando principalmente tre canali:

- fonti primarie, come la ricerca delle informazioni esaminando i siti web degli attori analizzati nel capitolo 3;
- fonti primarie, contattando direttamente le start-up finanziate via email oppure telefonicamente;
- fonti secondarie, come siti web specializzati nel riportare notizie sulle startup finanziate, blog e forum dei fondatori delle startup, *newsletter*; oppure tramite l'analisi sulle ricerche svolte da associazioni italiane come AIFI e VEM.

Lo schema utilizzato non varia in base al settore dell'azienda, come invece è stato fatto per le start-up non italiane, ma è uniforme per tutte. Le caratteristiche mappate sono molto simili a quelle adottate per le start-up non italiane, tuttavia differiscono in qualche aspetto:

- ragione Sociale della start-up;
- categoria della start-up;
- anno di fondazione della start-up;
- provincia della sede legale della start-up;
- regione della sede legale della start-up;
- distinzione del settore che la start-up serve, ovvero altre imprese (*Business To Business*, B2B) oppure il consumatore finale (*Business To Consumer*, B2C);
- fondatore della start-up;
- profilo del fondatore, facendo riferimento all'esperienza pregressa;
- età del fondatore della start-up;
- somma totale dei finanziamenti;
- tipologia di *round* di finanziamento ottenuto;
- entità del singolo finanziamento ottenuto dalla start-up;
- tipologia di investimento: se *initial*, ovvero il primo per la start-up, oppure *follow-on*, quindi dopo il primo;
- tipo di finanziamento, se svolto da un unico attore oppure in co-investimento;
- anno in cui è stato ottenuto il finanziamento;
- nome e numero degli attori che hanno effettuato l'investimento;
- categoria degli attori che hanno effettuato gli investimenti;
- dati finanziari della start-up, ovvero fatturato, EBITDA ed EBIT degli ultimi 3 anni (dove disponibili).

RISULTATI DELLA RICERCA EMPIRICA

Per la parte relativa alle start-up digitali finanziate a livello globale, i risultati emersi dalla ricerca empirica effettuata nel periodo di riferimento hanno permesso di giungere alle seguenti conclusioni:

- sono state individuate 2175 start-up finanziate nel mondo in ambito ICT e 1100 start-up in ambito *mobile*, per un totale di 3837 operazioni (2423 in ambito ICT e 1414 in ambito *mobile*), con un valore aggregato totale investito pari a circa 30 miliardi di dollari;
- è presente una forte concentrazione delle imprese ICT finanziate negli Stati Uniti, dove è insediato il 64,8% di esse, a conferma della posizione dominante di questo Paese in termini di imprenditorialità. Si nota, anche, come soltanto poco meno di un quarto delle imprese finanziate abbia invece sede in Europa. Il restante 11% delle start-up, invece, è insediato in Asia e nel resto del mondo. Gli Stati Uniti attraggono il 75% del capitale investito totale, mentre l'Europa, seconda, ha un valore pari al 13%;
- il 30,4% delle operazioni concluse in ambito ICT si riferisce allo stadio *seed*, seguito poi dal *round* di Serie A, finanziato per un quarto del totale delle operazioni. Le start-up, quindi, ricevono più finanziamenti all'inizio della loro creazione, ma il finanziamento più elevato lo ottengono, mediamente, quando queste sono già affermate sul mercato: durante gli stadi avanzati del ciclo di vita dell'impresa i *venture capitalist* investono somme ingenti di capitale;
- l'ammontare dell'investimento nelle start-up ICT varia in base all'età dell'impresa: le start-up con più anni di vita ricevono un finanziamento maggiore a discapito di quelle più giovani; che però risultano essere quelle più finanziate;
- confrontando il *trend* per la start-up ICT con quello delle start-up *mobile* è emerso che: la distribuzione degli investimenti è rimasta invariata, con gli Stati Uniti che detengono ancora ampiamente la maggioranza, seguiti da Europa ed Asia, in leggero aumento rispetto a quanto registrato nell'ambito ICT. In Europa si investe mediamente in start-up *mobile* circa il 18% in meno di quanto accade negli Stati Uniti. Anche per il *round* di finanziamento le fasi di *seed* e di serie A risultano essere quelle che attraggono più finanziamenti da parte

dei *venture capital*, con le start-up meno recenti (più di 4 anni di vita) che ricevono finanziamenti medi di entità maggiori;

- le start-up *mobile* fondate da imprenditori *over 30* ricevono più fiducia dagli investitori e la differenza fra Europa e Stati Uniti nel finanziare start-up *mobile* di giovani imprenditori (meno di 30 anni) è marcata: in Europa si investe mediamente 4,7 milioni di dollari in queste start-up, negli Stati Uniti 8,7 milioni. C'è sostanziale equilibrio nel settore in cui le start-up *mobile* concentrano il proprio servizio, con l'ambito *Business to Consumer* leggermente preferito a quello *Business to Business* (55% contro 45%). La categoria *mobile marketing* primeggia con più di 1,35 miliardi di dollari di finanziamento, il mercato dell'*instant messaging* risulta essere la categoria con l'investimento medio più elevato (circa 15,2 milioni di dollari).

La seconda parte dell'analisi empirica vuole fornire un'analisi delle dinamiche che caratterizzano i finanziamenti delle giovani imprese digitali italiane. I risultati emersi dalla ricerca, che va da gennaio 2012 a ottobre 2013, sono i seguenti:

- sono state individuate 171 start-up italiane finanziate in ambito ICT e 50 start-up in ambito *mobile*, per un totale di 181 operazioni (126 in ambito ICT e 55 in ambito *mobile*), con un valore aggregato totale investito pari a oltre 111 milioni di euro;
- confrontando la situazione italiana con quella non solo del proprio continente ma anche degli altri paesi, emerge che l'Italia è ancora indietro rispetto a quello che si registra nel resto del mondo in termini di capitale investito: l'investimento medio che riceve una start-up digitale italiana in ambito ICT è tre volte inferiore a quello che mediamente viene investito in un'altra start-up europea e più di sei volte minore rispetto a quelle che hanno sede negli Stati Uniti;
- i *venture capital* continuano a contribuire in maniera importante nei finanziamenti in start-up digitali italiane: nel 2013 sono gli attori più presenti e sono i *leader* indiscussi nell'ammontare totale investito (oltre 72 milioni di euro investiti negli ultimi due anni);

- nel 2013, in ambito ICT, viene utilizzata più di 3 volte su 4 la tipologia di investimento effettuata da un singolo soggetto. I *business angels*, invece, prediligono i co-investimenti anche a causa della natura stessa di questi attori, che non possono permettersi di finanziare da soli un ammontare troppo elevato di denaro;
- per quanto riguarda il settore *mobile* sono stati effettuati più investimenti in start-up rispetto al 2012, tuttavia la somma totale investita è minore (dati fino ad ottobre): la crescita di competitività del mercato si è tradotta in un rischio maggiore per le start-up di avere successo e questo ha influito sull'entità degli investimenti che hanno ricevuto;
- oltre la metà (57%) degli investimenti in start-up *mobile* in Europa sono concentrati fra Gran Bretagna, Italia e Germania; mentre il resto dell'Europa arriva al restante 43%. Se, tuttavia, si guardano i risultati in termini di capitale investito si nota subito come il nostro Paese sia ancora indietro, e di molto, rispetto ai paesi più avanzati: in Italia si investe mediamente il 77% in meno in start-up *mobile* rispetto a quanto accade in Europa e Stati Uniti;
- negli ultimi due anni non sono state finanziate in Italia start-up *mobile* con più di 4 anni di vita, sintomo di come l'Italia sia arrivata in ritardo in questa tipologia di mercato, soprattutto se si confronta questo valore con la situazione globale, dove si può vedere che non solo sono state finanziate, nel mondo, anche start-up *mobile* nate prima del 2010, ma che queste hanno ottenuto il finanziamento medio più alto, dovuto soprattutto all'esperienza già maturata in quell'ambito e una posizione di mercato consolidata. Anche in Italia le start-up più recenti (nate nel 2012 e 2013) hanno un investimento medio ridotto, dato in linea con quanto avviene nel mercato *mobile* mondiale, perché è aumentata la competitività e di conseguenza la possibilità di affermare la propria start-up è più complicata, quindi il rischio di fallimento è maggiore e gli investitori preferiscono essere prudenti quando si tratta di immettere il proprio capitale nelle nuove imprese;
- la distribuzione dei soggetti che investono in start-up italiane *mobile* è molto più equilibrata nel 2013 rispetto all'anno precedente, dove i *venture capital* e gli incubatori erano presenti nell'84% degli investimenti totali, mentre adesso rappresentano la metà del capitale investito in queste start-up. La propensione al co-investimento è rimasta

sostanzialmente invariata in questi anni, con l'investimento singolo che si registra il 79% delle volte in cui c'è un finanziamento;

- diversamente da quanto è emerso dall'analisi del profilo dei fondatori di start-up in ambito *mobile* nel mondo, l'Italia va controcorrente rispetto al *trend* globale: le start-up che ricevono più finanziamenti sono state fondate da persone giovani, con un'età inferiore ai 30 anni: questo dimostra lo spostamento dell'età media dell'imprenditore italiano verso un'età più giovane, completamente in contrasto con quanto emerso dall'analisi mondiale. L'investimento medio, invece, è in linea con quanto accade anche nel resto del mondo: sono le start-up fondate da imprenditori con più di 40 anni a ricevere un ammontare maggiore di capitale;
- in Italia oltre un terzo delle start-up *mobile* finanziate si rivolgono ai consumatori (82%), quando invece a livello globale c'è un sostanziale equilibrio tra le start-up di tipo *Business to Consumer* e *Business to Business*, dove il settore B2C era leggermente in maggioranza con una quota del 55%;
- i settori *mobile* che ricevono più finanziamenti nel nostro territorio sono quelli che forniscono le soluzioni per sviluppatori, il *mobile marketing*, il *mobile payment* e l'*entertainment*: nel mondo queste quattro categorie sono tra le prime 5 più finanziate, con solo il *mobile business* che non attrae molto capitale in Italia. Dal punto di vista dell'ammontare dei finanziamenti, dunque, si può dire che c'è linearità tra gli investimenti effettuati in Italia e la tendenza mondiale, anche se per le categorie *mobile payment* e soluzioni per gli sviluppatori l'ammontare totale è stato investito in un'unica start-up. Le start-up più finanziate risultano essere legato al settore dell'*Utility*;
- considerati gli ambiti che hanno visto più di una start-up *mobile* ricevere un finanziamento, il *mobile marketing* risulta essere il settore con l'investimento medio più alto, che si avvicina al milione di euro, seguito poi dell'*entertainment*, che riceve mediamente poco meno di 500 mila euro.

PARTE 1: ANALISI DELLA LETTERATURA

1. PANORAMICA DEI FINANZIAMENTI DI START-UP A LIVELLO MONDIALE

In questo primo capitolo si vuole fornire una visione sui finanziamenti che le start-up ricevono a livello mondiale dai soggetti che investono nelle prime fasi di vita di una start-up, focalizzandosi in maniera particolare sui *venture capital*.

Nella prima parte viene fatto un breve *excursus* sulla storia del mondo dei *venture capital*, ovvero come è nato questo mercato. Verranno anche fatte delle distinzioni sui diversi attori che investono capitale in aziende appena formate, ciascuno con un ruolo diverso, e sulle diverse tipologie di investimento che si possono effettuare.

Nella seconda parte, si entra più in dettaglio nel mercato formato dai *venture capital*, quindi analizzare l'evoluzione storica della raccolta di fondi di questi attori negli ultimi anni, per poterne valutare la crescita e l'importanza del settore; la distribuzione geografica nel mondo delle aziende di *venture capital* e le fasi in cui preferiscono investire il proprio capitale. Successivamente verrà valutata la situazione degli investimenti in start-up a livello globale, per fornire una panoramica di come sono distribuiti i finanziamenti e la tendenza di quest'ultimi.

Nella terza parte c'è un approfondimento sulla situazione del mercato internet, valutandone crescita e potenzialità future, poiché l'analisi sui finanziamenti è incentrata sulle start-up del mondo digitale.

Nella quarta parte, l'ultima del capitolo, si vuole replicare l'analisi fatta per il settore internet ma con un grado di dettaglio maggiore sul mondo *mobile*, in quanto il lavoro di mappatura dei finanziamenti è concentrato su questo mercato.

1.1 PREMESSA

1.1.1 STORIA

I primi segnali del mondo del *venture capital* si registrano negli Stati Uniti tra il tardo diciannovesimo secolo e l'inizio del ventesimo, dove le famiglie benestanti hanno cominciato a cercare modi per investire in imprese *hi-tech* ad alto rendimento potenziale: in questo periodo, tuttavia, il mercato del *venture capital* è sempre stato disorganizzato.

La prima società moderna di *venture capital* viene costituita nel 1946, quando il presidente del MIT Karl Compton, il *chairman* del *Massachusetts Investors Trust* Merrill Griswold, il presidente della *Federal Reserve Bank* di Boston Ralph Fiandre ed il professore della *Harvard Business School* Georges F. Doriot hanno fondato l'*American Research and Development (ARD)*⁷, il cui obiettivo era quello di finanziare start-up tecnologiche durante la seconda Guerra Mondiale: poiché Doriot era il cuore e l'anima di ARD è per questo che viene giustamente chiamato il "padre del *venture capital*"⁸.

Il primo investimento effettuato da ARD fu nel 1947 in *High Voltage Engineering Company*, azienda fondata da alcuni professori del MIT per sviluppare una tecnologia a raggi X per il trattamento del cancro: quando la *High Voltage Engineering Company* si quotò in borsa, nel 1955, l'investimento iniziale di 200.000 dollari aveva ora un valore di 1,8 milioni di dollari⁹.

L'aumento delle aziende di *venture capital* negli Stati Uniti ha coinciso con due importanti modifiche legislative. La prima è il *Revenue Act*, del 1978, che ha diminuito l'imposta sui redditi di capitale dal 49,5% al 28%; la seconda riguarda la regola del "*prudent man*" del 1979, che consentiva ai fondi pensione di investire nel capitale di rischio.

⁷ David Lample (1989), *Investing in the Future*

⁸ Paul A. Gompers (1994), *The Rise and Fall of Venture Capital*

⁹ *ibid.*

Di conseguenza, il *venture capital* si è sviluppato in un'importante e consolidata forma d'intermediazione finanziaria¹⁰; che fino ai primi anni '90 è rimasta un fenomeno di stampo solamente americano, fino a quando il largo successo ha spinto i *venture capitalist* ad investire anche in altri continenti, rendendo il *venture capital* un'industria importante pure in Europa ed Asia.

1.1.2 DEFINIZIONI

Sebbene non esista nessuna definizione standard di *venture capital*, c'è un largo consenso secondo il quale esso corrisponda al finanziamento professionale di imprese giovani e non quotate attraverso *equity* o strumenti *equity-like* come i titoli convertibili.

Diversamente dai ricchi individui che occasionalmente investono in start-up (i *business angels*), i *venture capitalist* sono investitori professionisti, organizzati in piccole società, che raccolgono fondi da individui benestanti e investitori istituzionali e investono per conto loro. Sono specializzati nel finanziare giovani imprese che tipicamente non hanno ancora prodotto vendite, ma che hanno un potenziale di crescita e di guadagno importante: molte delle imprese su cui s'investe sono start-up che nascono attraverso il finanziamento di *venture capital*¹¹.

L'Associazione Italiana del Private Equity e del Venture Capital (AIFI) definisce il *venture capital* come l'apporto di capitale azionario da parte di operatori specializzati, in un'ottica temporale di medio-lungo termine, effettuato nei confronti di imprese non quotate e con elevato potenziale di sviluppo in termini di nuovi prodotti o servizi, nuove tecnologie, nuove concezioni di mercato¹².

¹⁰ Paul A. Gompers, Josh Lerner (2001), *The Venture Capital Revolution*

¹¹ Laura Bottazzi, Marco Da Rin (2001), *Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies*

¹² <http://www.aifi.it/home.asp>

L'associazione di *venture capital* statunitense, ovvero la *National Venture Capital Association* (NVCA), afferma che i *venture capitalist* si concentrano esclusivamente su società che stanno sviluppando qualcosa di veramente innovativo, come può essere un nuovo *software*, oppure un farmaco contro il cancro, o un nuovo modello per le vendite: a meno che la società sia pronta per una crescita significativa, un *venture capital* non investirà.

Proprio per questo il *venture capitalist* si distingue dalle altre categorie di finanziatori per l'innovativa filosofia d'investimento che sottende il suo intervento, che non mira mai ad assumere il controllo delle imprese partecipate o di aumentare la sua quota di partecipazione. L'investitore istituzionale nel capitale di rischio è per definizione un socio temporaneo, il cui obiettivo è il completamento del progetto finanziato, al fine di consentire la remunerazione del capitale investito e il conseguente smobilizzo dell'investimento¹³.

Effettuare investimenti nelle prime fasi di sviluppo di una società - spesso prima di un prodotto o servizio è semplicemente una buona idea - comporta un significativo rischio imprenditoriale, eppure i *venture capitalist* si assumono questo rischio a fianco dei fondatori fornendo capitale in cambio di una quota di partecipazione nella società.

Durante questa fase di investimento i *venture capitalist* non forniscono solamente denaro all'azienda: tipicamente occupano seggi in consigli di amministrazione e/o partecipano attivamente alle decisioni aziendali e di gestione del personale.

Una *Corporate Venture Capital* può essere invece definita come una serie di strategie per imprese che fanno investimenti in società imprenditoriali. Tipicamente, un CVC fa un investimento finanziario (come un qualsiasi *venture capital*) e riceve una quota di minoranza del patrimonio netto della società in cui investe.

¹³ <http://www.fondosocialeuropeo.it>

In cambio, la società guadagna l'opportunità di essere a conoscenza delle tecnologie e decisioni strategiche di aziende che potrebbero poi diventare partners: mentre l'unico obiettivo di un *venture capital* è solamente il ritorno finanziario, le CVC hanno anche un obiettivo strategico.

Questo obiettivo può significare utilizzare fonti di innovazione non sviluppate internamente, portando nuove idee e tecnologie in azienda, oppure avere delle "opzioni" sullo sviluppo di nuove tecnologie e modelli di business¹⁴.

Il primo anello della filiera del finanziamento in capitale di rischio, tuttavia, non è rappresentato dai *venture capitalist*, bensì dai *business angels*, ovvero uomini d'affari ricchi, medici, avvocati e altri che sono disposti ad assumere una partecipazione in una società alle prime armi in cambio di denaro per iniziare la propria attività¹⁵.

I *business angels* sono quindi delle persone fisiche che investono direttamente parti del proprio patrimonio nelle fasi di avvio di un progetto imprenditoriale, assumendo anche una responsabilità di gestione a fianco del portatore di progetto. Rispetto agli operatori di *early stage* e ai *venture capital*, i *business angels* investono cifre minori ma più celermente, intervenendo nelle primissime fasi di impresa. L'alto rischio dell'investimento è "compensato", per l'investitore, dall'aspettativa di un rendimento superiore alla media¹⁶.

La *US National Business Incubation Association* (NBIA) definisce l'incubatore come un processo dinamico di sviluppo di impresa. Gli incubatori alimentano le imprese aiutandole a sopravvivere e crescere nella fase in cui sono maggiormente vulnerabili, quella di start-up. Gli incubatori forniscono assistenza manageriale, accesso a finanziamenti, consentono l'esposizione ad attività imprenditoriali critiche e l'utilizzo di servizi di supporto tecnico.

¹⁴ Ian MacMillan, Edward Roberts, Val Livada, Andrew Wang (2008), *Corporate Venture Capital (CVC) – Seeking Innovation and Strategic Growth*.

¹⁵ W. Wetzel (1987), *The Informa Venture Capital Market*.

¹⁶ AIFI (2011), *Libro Bianco – Proposte per lo sviluppo del venture capital in Italia*

Con il termine *family office* si fa riferimento ad una struttura altamente professionale in grado di occuparsi, in chiave personalizzata, delle esigenze di investimento, mobiliari ed immobiliari, ma anche di quelle fiscali, legali, previdenziali, legate alla formazione dei giovani, gli investimenti in preziosi e in opere d'arte, l'attività filantropica e così via.

Il *family office* si basa sulla riservatezza, sull'indipendenza e sull'assenza di conflitti di interesse, elementi che si traducono nella capacità di coordinare competenze differenti e compiere scelte per mantenere ed accrescere il valore del patrimonio.

Le *investment companies* sono società che esercitano nei confronti del pubblico l'attività di assunzione di partecipazioni in start-up innovative tramite investimenti di *micro-seed capital*, *seed capital*, *start-up capital* o *venture capital* e che operano in linea con standard internazionali, in osservanza della regolamentazione europea in materia o che hanno adottato il codice interno di comportamento promosso dalle associazioni di categoria di riferimento¹⁷.

Finora sono stati presentati dei soggetti il cui obiettivo finale è il profitto, ma non esistono solo loro: le fondazioni sono organizzazioni *no-profit* che, attraverso la ricchezza privata, investono per scopi pubblici o di beneficenza; i "fondi di fondi" sono fondi di *private equity* che prendono principalmente posizioni azionarie in altri fondi; mentre gli *asset manager* sono istituzioni finanziarie (banche, società o fondi pensione assicurazione, etc.) che gestiscono un *pool* di capitale investendolo in varie classi di attività per poter generare ritorni economici¹⁸.

1.1.3 TIPOLOGIE DI INVESTIMENTO

L'investimento in una start-up può avvenire con interlocutori, modalità, implicazioni e tempi diversi, a partire da esigenze e criticità legate allo stadio di sviluppo dell'impresa. Il primo passo sarà il finanziamento dei cosiddetti investimenti strutturali, finalizzati alla capacità produttiva

¹⁷ Definizione della "Proposta di Legge del 28 marzo 2012" della Camera dei Deputati

¹⁸ EVCA (2013), *Yearbook*

(attrezzature, impianti, macchinari, immobili) e di quelli necessari ad assicurare l'operatività aziendale (attivazione della funzione commerciale, amministrativa, ecc.). Alle diverse fasi di vita dell'impresa corrispondono diverse attività da finanziare, fabbisogni da affrontare e fonti di finanziamento disponibili¹⁹.

Il finanziamento di avvio o *early stage financing* è una tipologia di intervento al capitale di rischio da parte di società di *merchant banking* e di *venture capital* destinato al finanziamento alla fase iniziale di sviluppo dell'azienda e/o del prodotto, che può suddividersi in finanziamento alla sperimentazione, all'avvio dell'attività o alla prima fase.

Nel primo caso, denominato *seed financing*, l'investitore interviene con modesti apporti finanziari nella fase di sviluppo iniziale di un progetto e di predisposizione del relativo piano di fattibilità commerciale²⁰.

In questa fase l'investitore istituzionale interviene quando non esiste ancora un prodotto ben definito, ma solo un'idea o un progetto e la validità tecnica del prodotto/servizio è ancora da dimostrare. Generalmente non esiste un *business plan* adeguatamente strutturato ed approfondito e tali operazioni vengono realizzate da investitori altamente specializzati nella valutazione del team imprenditoriale e del mercato di riferimento²¹.

Nello *start-up financing*, l'investitore interviene con elevati apporti finanziari nella fase di avvio dell'attività produttiva²²: pur non conoscendo ancora la validità commerciale del prodotto/servizio, è già stata superata con successo la fase di sperimentazione poiché il prodotto/servizio è stato già sviluppato e testato, anche se solo a livello di prototipo, e, in alcuni casi, è stato già brevettato²³.

¹⁹ <http://www.emiliaromagnastartup.it>

²⁰ <http://www.bankpedia.org>

²¹ vd. nota 16

²² vd. nota 20

²³ vd. nota 16

Ad investire in queste tipologie di operazioni ci sono non solo i *venture capital* ma anche i *business angels*, tuttavia sia in fase *seed* che di *start-up financing* chi investe sono operatori altamente specializzati con competenze di natura tecnica e scientifica. Nel *first-stage financing*, infine, l'investitore interviene con elevati apporti finanziari dopo che l'attività produttiva è stata avviata ma non si ha ancora un obiettivo riscontro della validità commerciale del prodotto-servizio²⁴.

L'ultimo anello della filiera è rappresentato dall'*expansion stage* o finanziamento per lo sviluppo, operazione di investimento concessa per la crescita e l'espansione di una società esistente da oltre 36 mesi, che può o meno andare in pari o produrre utile, allo scopo di aumentare la capacità produttiva, favorire lo sviluppo di un mercato o di un prodotto o fornire capitale circolante.

L'intervento di sviluppo, a differenza dei casi precedenti, è orientato quindi a rafforzare e ad accrescere il business, dimensionandolo dagli iniziali modesti profili verso forme più articolate e potenziate sul mercato. In tal caso, l'obiettivo del fondo di *venture capital* è quello di accompagnare le proprie partecipazioni ad un livello di posizionamento strategico e di organizzazione sufficientemente appetibili per investitori di maggiori dimensioni che possano investire un volume di risorse sufficienti all'esplosione dimensionale delle partecipate, accompagnandole verso una ulteriore fase di sviluppo (la c.d. fase di *expansion*), consentendo l'ingresso in mercati ed arene competitive internazionali.

L'investimento e l'apporto critico del *venture capitalist* varia, inoltre, in funzione della soluzione organizzativa prescelta per realizzare la crescita: in caso di sviluppo interno, l'apporto del *venture capitalist* sarà più orientato alla fornitura dei mezzi finanziari necessari a coprire gli investimenti, mentre, in caso di crescita per via esterna, cruciale risulta soprattutto il suo apporto di consulenza e di *networking* a servizio dell'impresa e dell'imprenditore²⁵.

²⁴vd. nota 20

²⁵vd. nota 16

1.2 ANALISI DELLE FONTI DI VENTURE CAPITAL

1.2.1 EVOLUZIONE STORICA DELLA RACCOLTA DI CAPITALE

Il processo di raccolta di capitale è una fase, oltre che estremamente delicata, molto impegnativa dal punto di vista delle risorse e del tempo: generalmente l'attività di *fund raising* impegna gli investitori per un periodo di circa un anno²⁶.

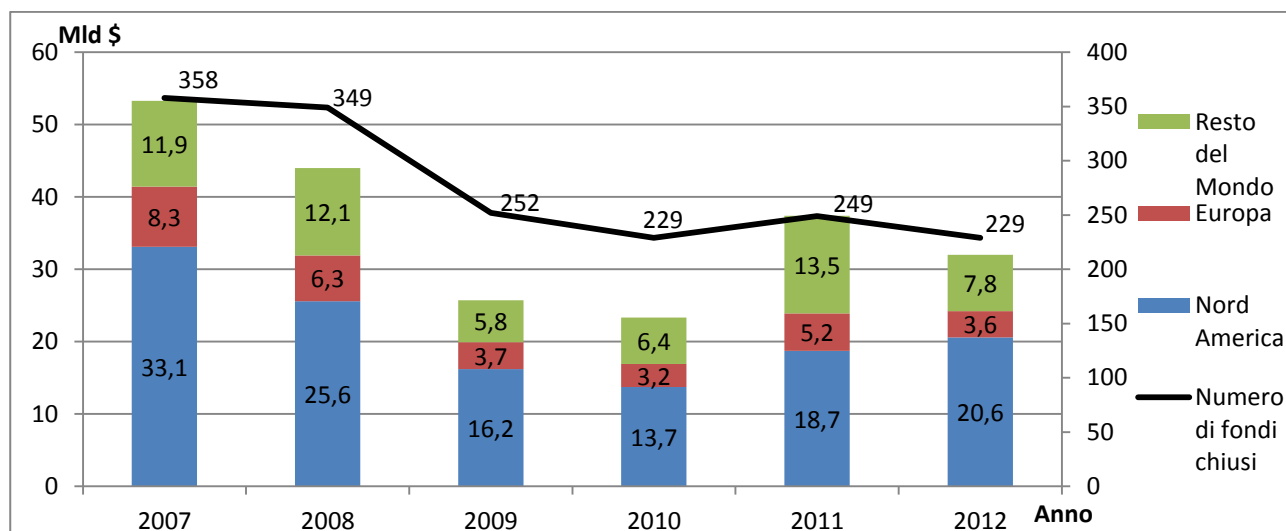
Lo *European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA) suddivide il processo di raccolta in sette fasi:

1. identificazione del mercato target;
2. pre-marketing;
3. strutturazione del fondo;
4. preparazione e distribuzione del materiale di marketing;
5. incontri con i potenziali investitori;
6. preparazione della documentazione legale;
7. chiusura.

Il grafico 1.1 mostra la raccolta di capitale dei fondi di *venture capital* ed il numero di fondi chiusi nel Nord America, in Europa e nel Resto del mondo negli ultimi anni.

²⁶ <http://www.ecofinpress.it>

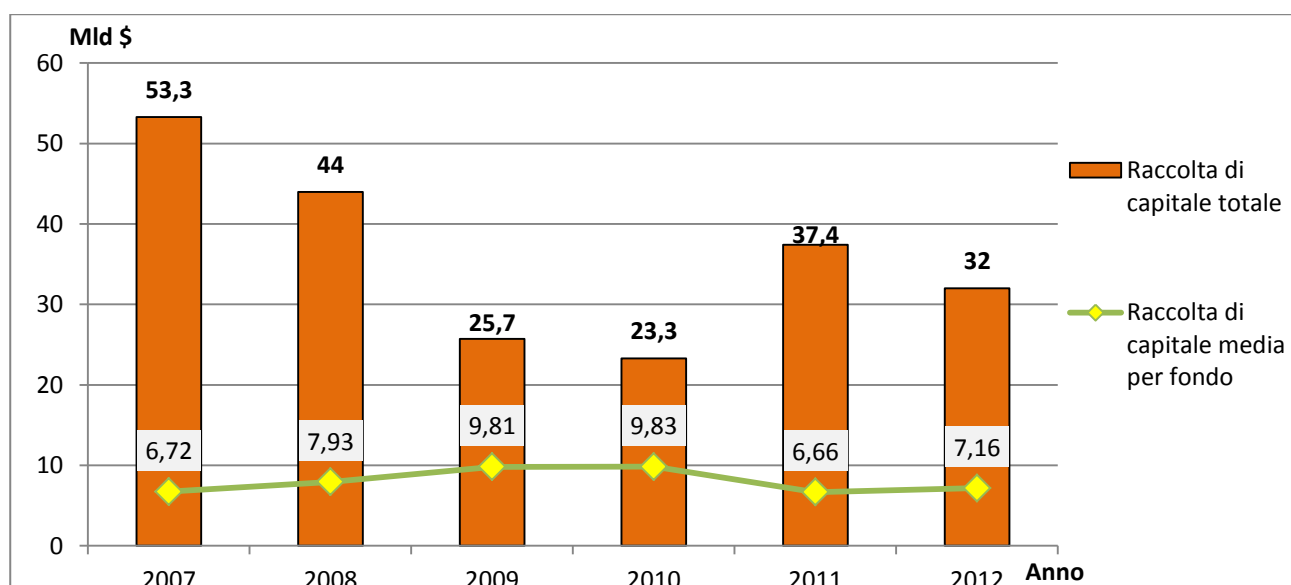
Grafico 1.1: Raccolta di capitale per geografia e numero di fondi chiusi totali



Fonte: Preqin, Special Report 2012; EVCA, Yearbook 2013

Il picco registrato nel 2007, ovvero 358 fondi chiusi per un totale di 53,3 miliardi di dollari raccolti, è ancora lontano dall'essere raggiunto. Rispetto al 2011, anno in cui c'è stata una ripresa nel mercato della raccolta di capitale (+60% se confrontato all'anno precedente), l'anno scorso l'ammontare raccolto è diminuito del 14,4% insieme al numero di fondi chiusi, passati da 249 unità a 229; tuttavia la raccolta di capitale media è maggiore nel 2012 rispetto al 2011 (7,16 miliardi di dollari contro 6,66 miliardi).

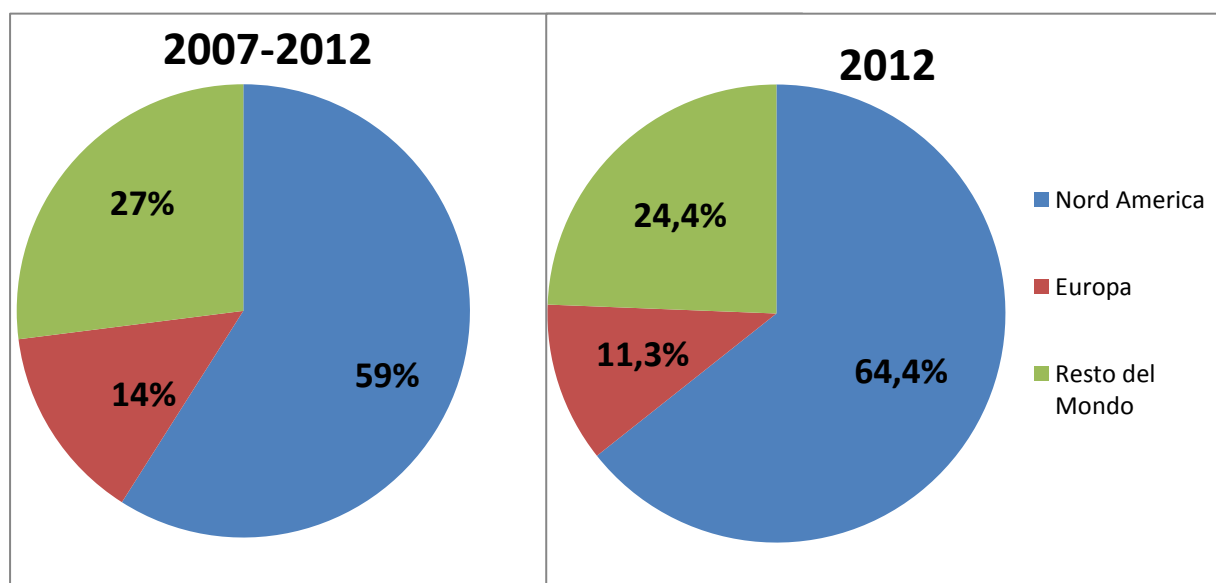
Grafico 1.2: Raccolta di capitale totale e media per anno



Fonte: Preqin, Special Report 2012; EVCA, Yearbook 2013

Negli ultimi sei anni (2007-2012) sono stati raccolti 215,7 miliardi di dollari da 1666 fondi, con il Nord America che rappresenta il 59,3% del valore aggregato globale (127,9 miliardi di dollari), seguito dall'Asia e Resto del mondo (26,66% per 57,5 miliardi di dollari raccolti) ed infine dall'Europa (14,05% per 30,3 miliardi di dollari raccolti).

Grafico 1.3: Distribuzione raccolta di capitale per geografia



Fonte: Preqin, Special Report 2012; EVCA, Yearbook 2013;

Come si può notare dal grafico 1.3 il Nord America ha avuto un ruolo preponderante nell'ultimo anno in termini di capitale raccolto (64,4%), maggiore della media degli ultimi 6 anni, a discapito di Europa (11,3%) e Resto del Mondo (24,4%), che hanno registrato valori inferiori rispetto a quanto fatto negli anni precedenti.

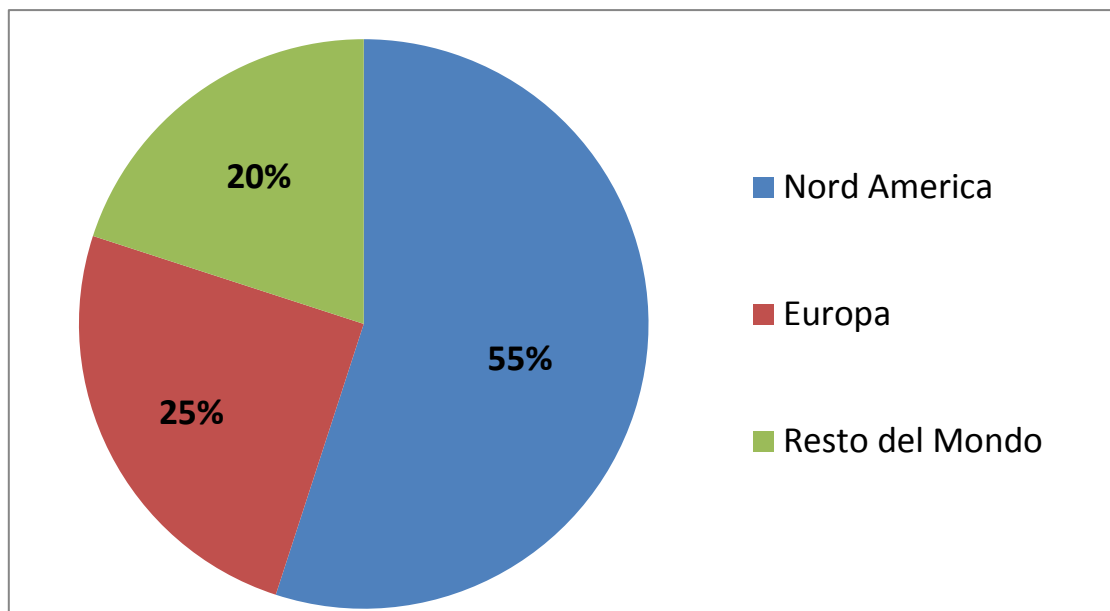
1.2.2 STUDIO DELLE VENTURE CAPITAL FIRMS: DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA E FOCUS DI INVESTIMENTO

Secondo quanto analizzato da Preqin²⁷, il 55% delle *venture capital firms* ha sede nel Nord America, di cui il 94% è rappresentato dagli Stati Uniti, con 1510 *venture capital firms*. Delle 1510 *venture capital firms* statunitensi ben 468, quindi il 31%, si trovano nella Silicon Valley.

²⁷ Preqin, 2012, *Preqin Special Report: Venture Capital*

L'Europa è ben distante: rappresenta, infatti, il 25% delle *venture capital firms* mondiali ed il Regno Unito è il paese europeo con più *venture capital firms*, registrandone 203.

Grafico 1.4: Distribuzione geografica *venture capital firms* nel mondo

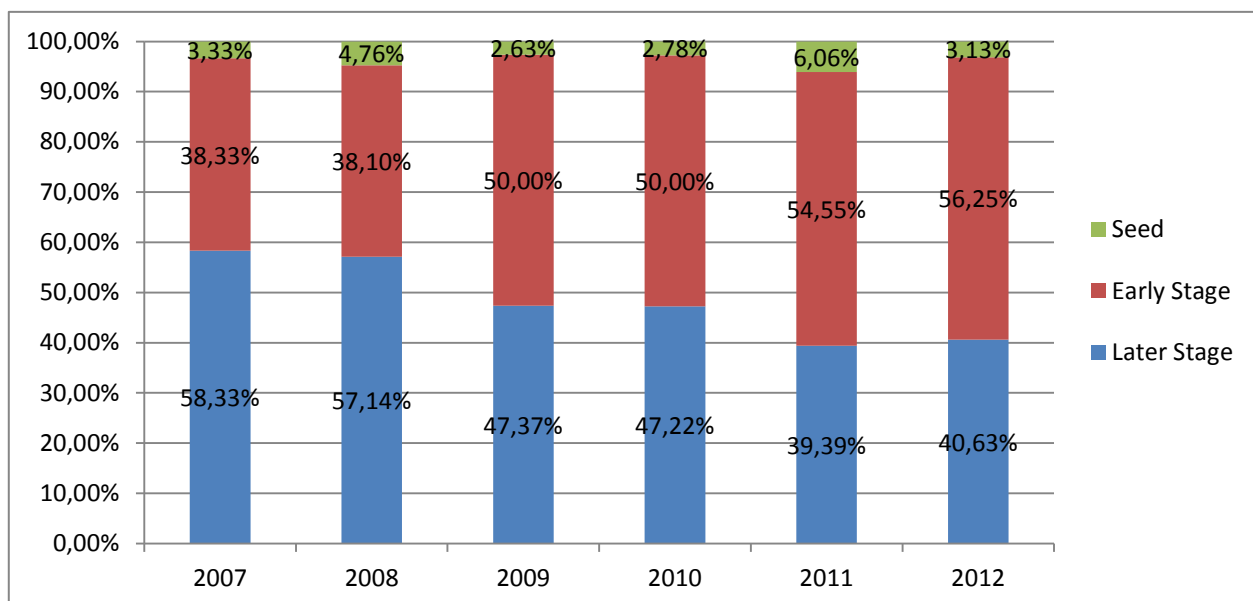


Fonte: Preqin, Special Report 2012

L'investimento di un *venture capital* può avvenire in principalmente tre fasi di vita della start-up, già discussi in precedenza, e che vengono riportati brevemente:

- Fase *seed*: Investimento nella primissima fase di sperimentazione dell'idea di impresa, quando è ancora da dimostrare la validità tecnica del prodotto/servizio;
- Fase *early stage*: si cominciano a vedere i primi ricavi e si cominciano ad analizzare gli *unit economics* (il conto economico unitario per cliente);
- Fase *later stage*: fase matura della vita di una start-up, nella quale l'azienda ha già raggiunto la parità di cassa o quasi.

Grafico 1.5: Distribuzione investimenti europei per focus di investimento

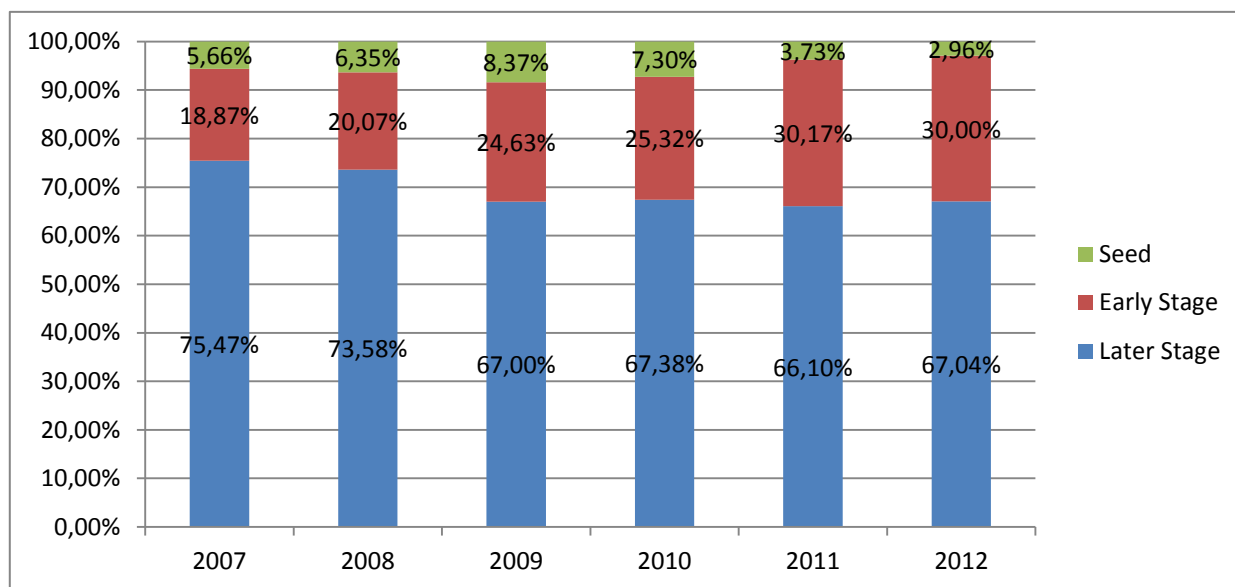


Fonte: EVCA, Yearbook 2013

Il grafico 1.5 mostra la distribuzione degli investimenti effettuati in Europa per focus di investimento: è interessante notare che fino al 2008 i *venture capital* preferivano investire il più tardi possibile, quindi nella fase di *later stage*, mentre negli ultimi quattro anni la tendenza è stata quella di finanziare start-up in fase di *early stage*, che ora interessa più del 50% degli investimenti effettuati.

La fase di *seed* ha una distribuzione segmentata e poco lineare, perché alterna di anno in anno incrementi a decrementi: tuttavia ha un senso che questa fase sia marginale negli investimenti dei *venture capital*, poiché il rischio è molto elevato e in questa situazione non è adatta per il mercato dei *venture capital*. Come già spiegato in precedenza, sono i *business angels* ad investire quando la start-up viene creata, perché l'investimento non è tanto ingente e loro possono investire il capitale necessario per l'avviamento della start-up.

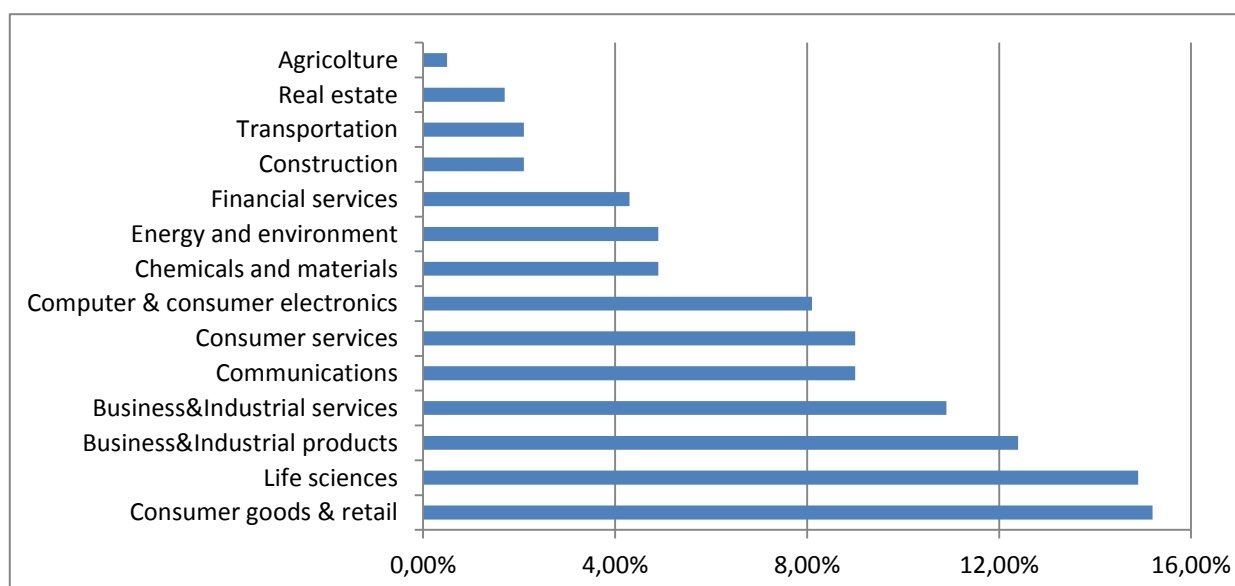
Grafico 1.6: Distribuzione investimenti negli Stati Uniti per focus di investimento



Fonte: NVCA, Yearbook 2013

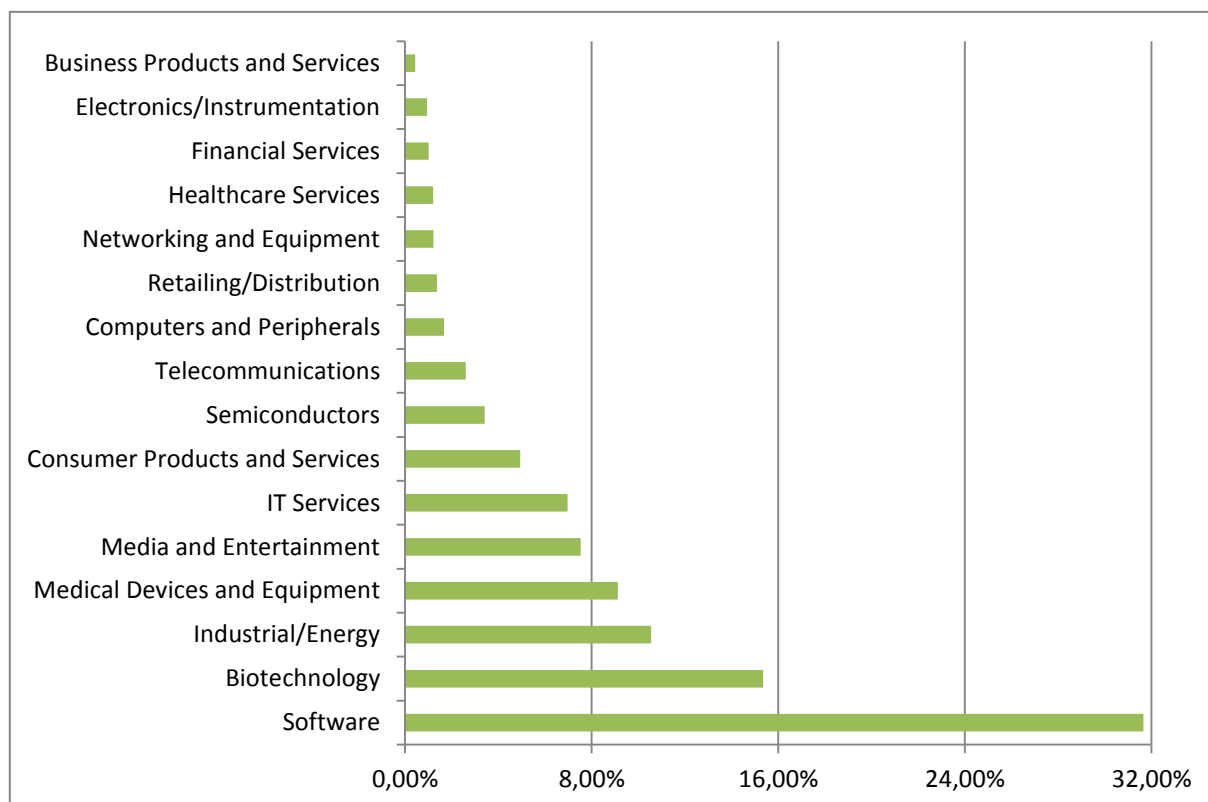
Gli investimenti negli Stati Uniti, invece, prediligono ancora la fase più avanzata, quella di *later stage*, ma questo valore è calato rispetto al dato 2008, pur mantenendo una buona maggioranza sugli investimenti complessivi. Anche qui il ruolo degli investimenti in fase *seed* è marginale, ma come spiegato nel grafico precedente questo è un valore accettabile ed in linea con l'attività di un *venture capital*.

Grafico 1.7: Distribuzione investimenti europei per settore



Fonte: EVCA, Yearbook 2013

Grafico 1.8: Distribuzione investimenti negli Stati Uniti per settore



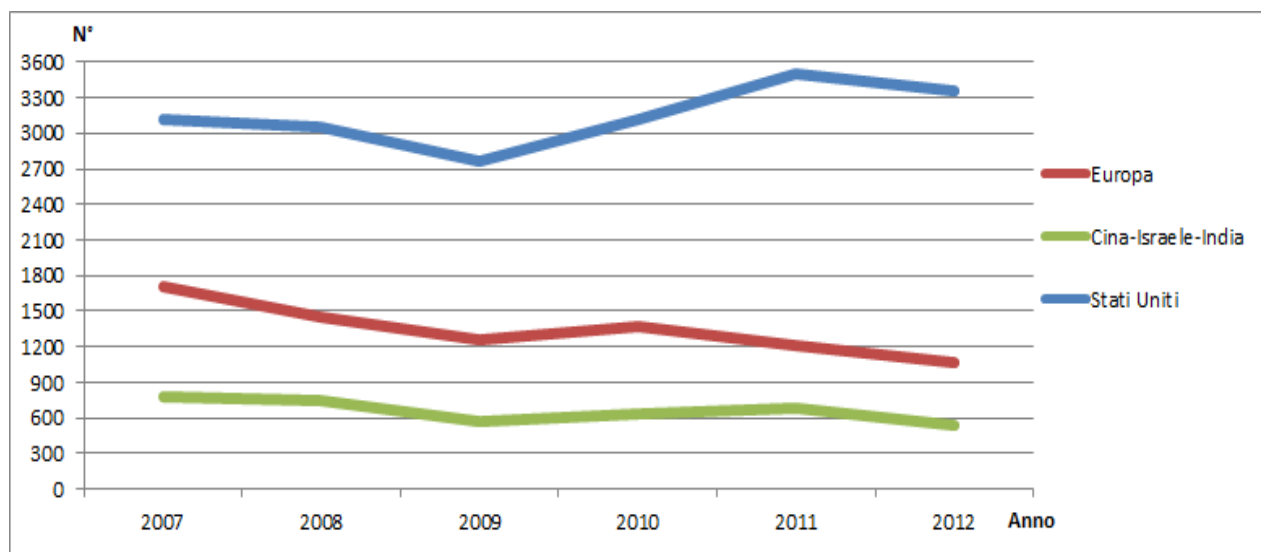
Fonte: NVCA, Yearbook 2013

I grafici 1.8 e 1.9 riportano la distribuzione degli investimenti per settore in Europa e negli Stati Uniti: mentre nel vecchio continente si può notare la varietà della distribuzione, dove il settore con più investimenti risulta essere il *consumer goods & retail* con il 15% degli investimenti totali; negli Stati Uniti c'è il dominio del settore *Software*, che con il 31% degli investimenti totali guida la classifica. Il settore biotecnologico è secondo con il 15,35% degli investimenti totali.

1.2.3 OVERVIEW DEI FINANZIAMENTI DELLE START-UP A LIVELLO GLOBALE

Nel 2012 vi è stata una diffusa incertezza economica globale in tutti i Paesi e questo si è tradotto in investimenti minori, con il valore dell'ammontare investito più basso dal 2009. Rispetto all'anno passato c'è stato un decremento del 20% degli investimenti e dell'8% sul numero di *round* di investimento effettuati; peggioramento che si registra su tutti i mercati, con l'Europa che non migliora il proprio dato dal 2010.

Grafico 1.9: Distribuzione *round* di finanziamento per geografia



Fonte: Ernst&Young, *Turning the corner – Global venture capital insights and trends 2013*

Grafico 1.10: Distribuzione investimenti per geografia



Fonte: Ernst&Young, *Turning the corner – Global venture capital insights and trends 2013*

Gli Stati Uniti e l'Europa sono ancora i protagonisti principali degli investimenti di *venture capital*, rappresentando l'85% degli investimenti globali, anche se l'andamento del mercato è stato inevitabilmente influenzato dalla scarsa crescita economica globale. Il rallentamento del tasso di crescita del PIL della Cina ha portato ad un calo degli investimenti di oltre il 40% sia sul numero di

round che di valore totale. Tuttavia, la recente situazione economica cinese permette di avere una visione ottimistica per il 2013.

Rispecchiando la tendenza degli investimenti, pure il numero di fondi di *venture capital* mostrava una leggera ripresa, salvo invertire il trend nel 2012 con un calo del 13%: si è passati dai 323 del 2011 ai 280 del 2012. Il calo dei fondi di *venture capital* è stato più pronunciato nell'area asiatica, dove sono stati creati più fondi per investimenti in *early-stage* piuttosto che in *later-stage*²⁸.

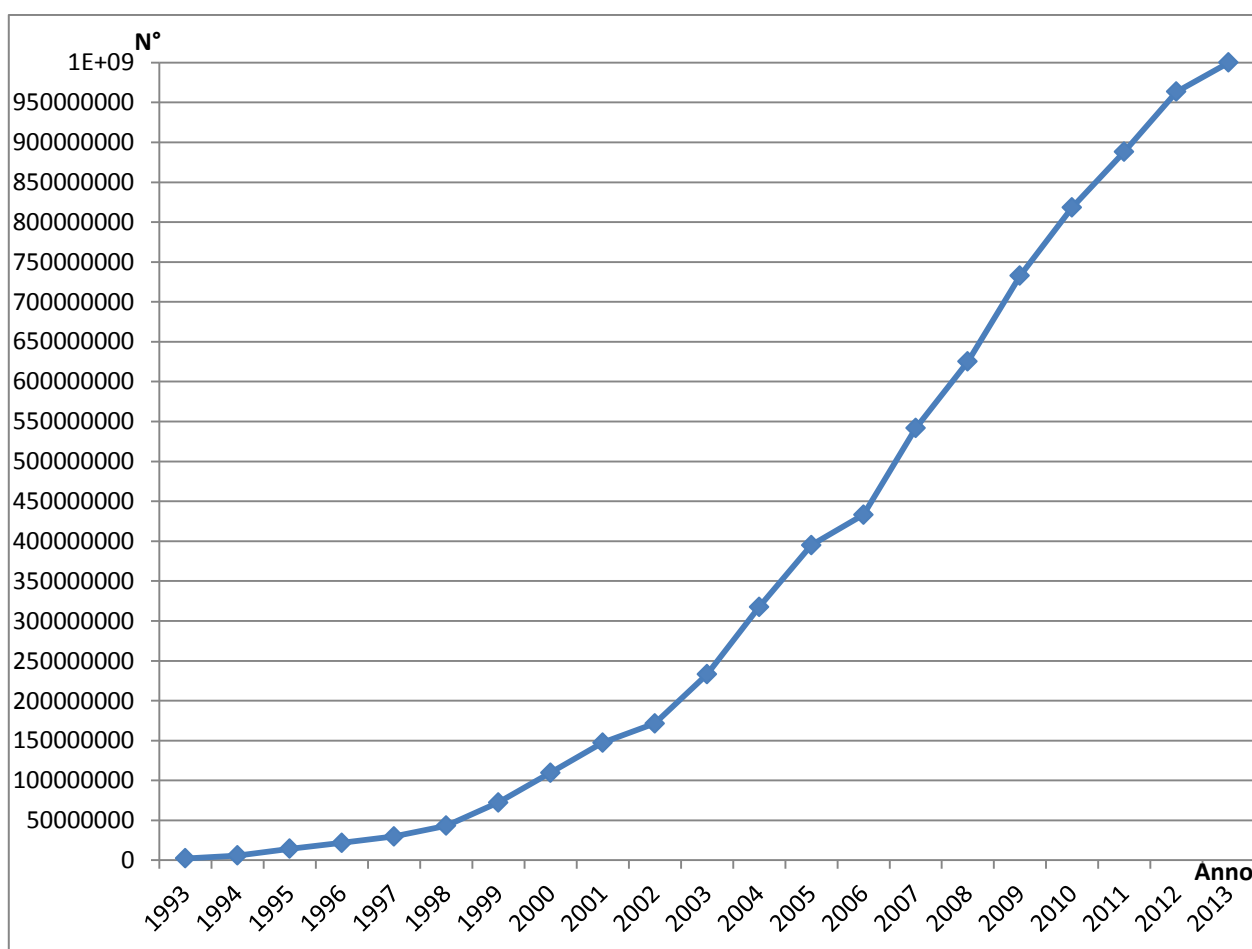
²⁸ Ernst&Young (2013), *Turning the corner – Global venture capital insights and trends 2013*

1.3 FOCUS SUL SETTORE INTERNET

Risulta adeguato a questo punto, dopo il quadro generale di tutti i finanziamenti ricevuti, osservare ed approfondire l'effetto "Internet" ed il suo impatto significativo sia dal punto di vista economico che finanziario. Aspetto importante da sottolineare è che la sua costante crescita in questi 33 anni di sviluppo è stata inarrestabile ed esponenziale, come risulta dalla statistica di *Internet Domain Survey*²⁹.

Nel grafico 1.11 si può notare la crescita del numero di *host* internet nel confronto storico dal 1993 al 2013, il cui dato finale di settembre e arrotondato è di un miliardo di *host*.

Grafico 1.11: Numero di *host* totali per anno



Fonte: *Internet Domain Survey*

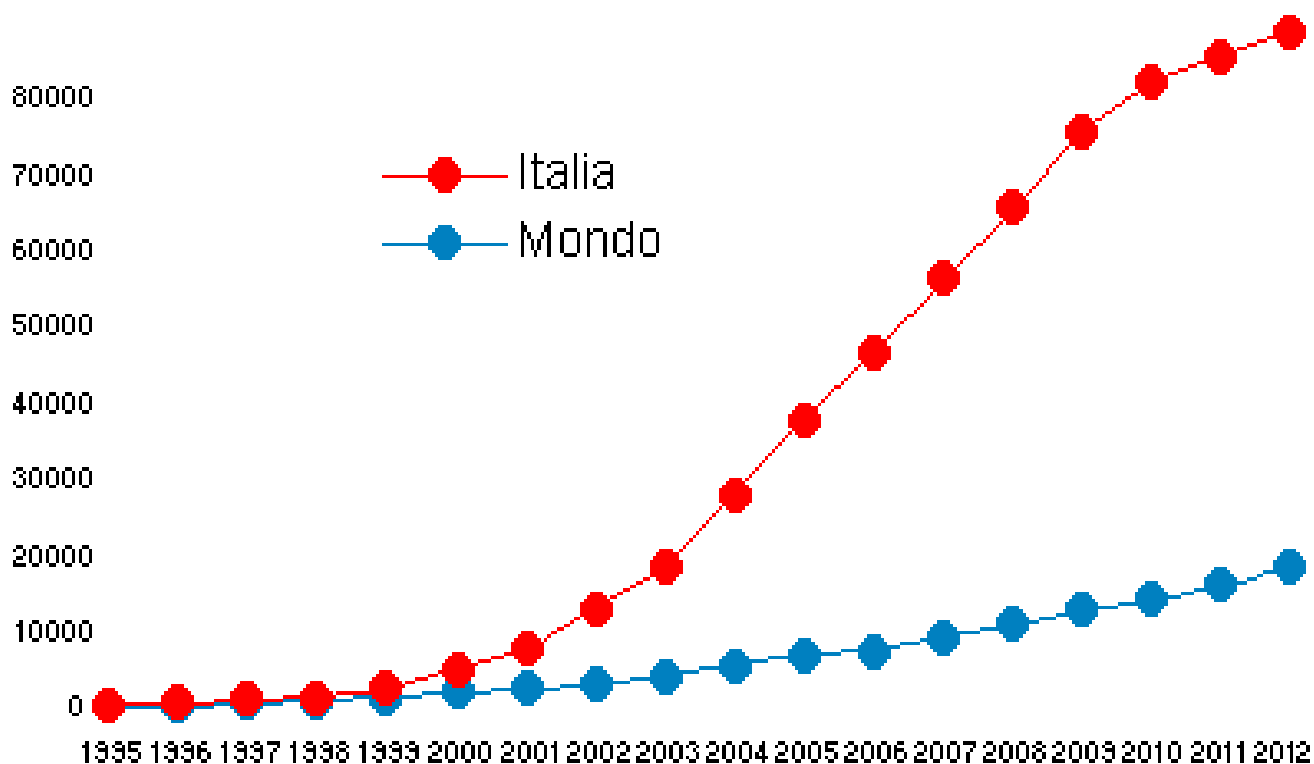
²⁹ <http://www.isc.org>

Con il termine *hostcount* si vuole intendere il calcolo del numero di *host* internet, di “indirizzi IP” permanenti e attivi, quindi di nodi connessi alla rete, suddivisi per paese di appartenenza, che viene determinato da dove è registrata la proprietà del *domain* e non dalla collocazione fisica del “server”.

Fra il numero di *host* e il numero di persone collegate alla rete in ciascun paese non risulta alcuna correlazione diretta, ma il dato di *hostcount* è un indice rilevante del livello di attività nell'uso dell'internet.

Si può dunque affermare che in questo pur breve periodo di tempo la crescita è rapida ed esponenziale, infatti la dimensione complessiva delle attività nell'internet risulta decuplicata in tredici anni e raddoppiata negli ultimi sei.

Grafico 1.12: Paragone evoluzione *host* in Italia e nel mondo (n°)



Fonte: Dati sull'internet nel mondo, Giancarlo Livraghi, 2013

Confrontando l'andamento di crescita dell'*hostcount* italiano e quello mondiale dal 1995 al 2012 risulta visibile che dal 1999-2000 c'è stato un cambio di tendenza, come emerge grafico 1.12. Prima del 1995 la crescita in Italia era più lenta della media mondiale. L'evoluzione di Internet nel mondo è ricavabile dalla tabella 1.1, dove vengono riportati i primi diciotto Paesi con più *host*:

Tabella 1.1: Numero di *host* per Paese

Paese	N° Host
Stati Uniti	498.378.000
Giappone	74.461.142
Germania	34.904.481
Brasile	33.691.951
Gran Bretagna	30.000.000
Francia	28.000.000
Canada	26.364.473
Cina	26.000.000
India	19.976.554
Australia	19.000.000
Messico	17.752.660
Spagna	17.658.991
Russia	17.000.000
Olanda	15.430.799
Polonia	13.535.863
Argentina	13.335.042
Corea del Sud	13.000.000
Turchia	7.149.979

Fonte: *Dati sull'internet nel mondo*, Giancarlo Livraghi, 2013

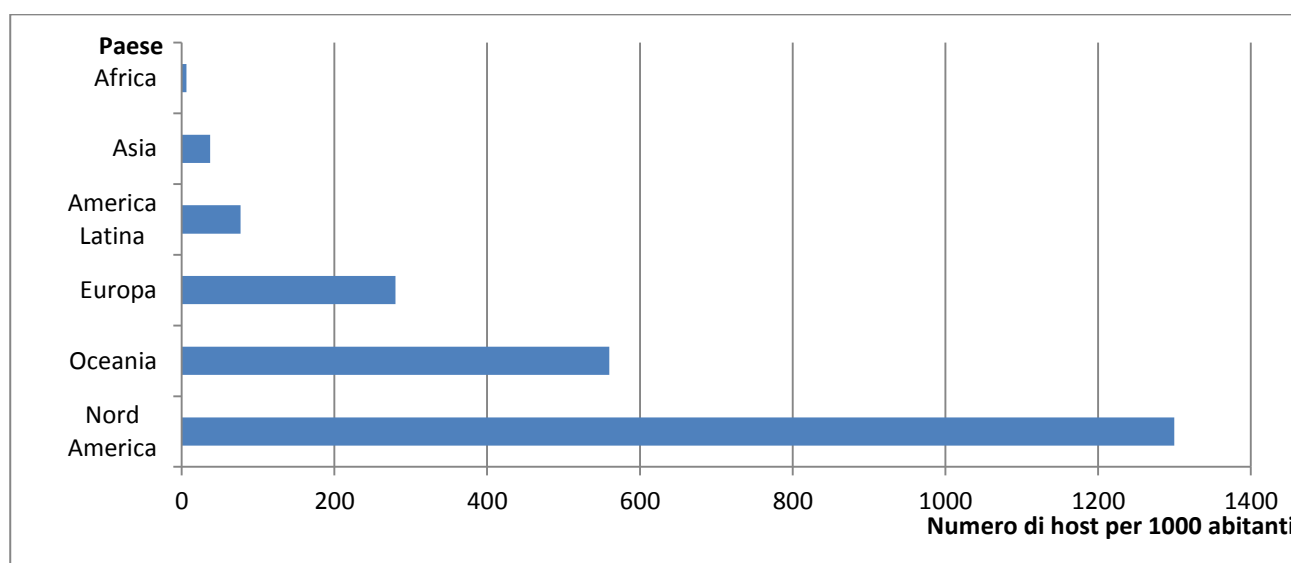
In base alla tabella 1.1 è interessante fare alcune considerazioni: il Brasile è cresciuto velocemente e, dopo aver superato Gran Bretagna, Francia e Italia è molto probabile che fra un anno superi la Germania e si collochi direttamente al terzo posto dopo gli Stati Uniti e il Giappone.

La Turchia ha raddoppiato nel giro di un anno (2011-2012) il suo *hostcount*, "sorpassando" nove paesi. Altre notevoli variazioni sono state registrate dalla Francia, che nel 2004 aveva superato l'Australia e nel 2006 anche l'Olanda, la Polonia e la Russia. Anche nell'America Latina e in alcuni paesi dell'Asia vi è un notevole incremento nell'utilizzo di Internet.

Nel 1999 c'erano sei paesi nel mondo con più di un milione di *host* internet (di cui due in Europa). Nel 2000 erano dieci, nel 2001 tredici, nel 2002 diciassette. Nel 2003 sono saliti a venti, nel 2005 a ventisei, nel 2007 a trentasette, nel 2009 a quarantuno, nel 2013 a quarantanove, di cui ventisei in Europa, dieci nelle Americhe, dieci in Asia, due in Oceania e uno in Africa.

Vi è una grande sproporzione con il Nord America e l'Europa, che con solo con il 19 % della popolazione detengono il 73% dell'attività in rete, mentre una grande parte del mondo ne è quasi sprovvista.

Grafico 1.13: Numero di *host* per Paese ogni 1000 abitanti

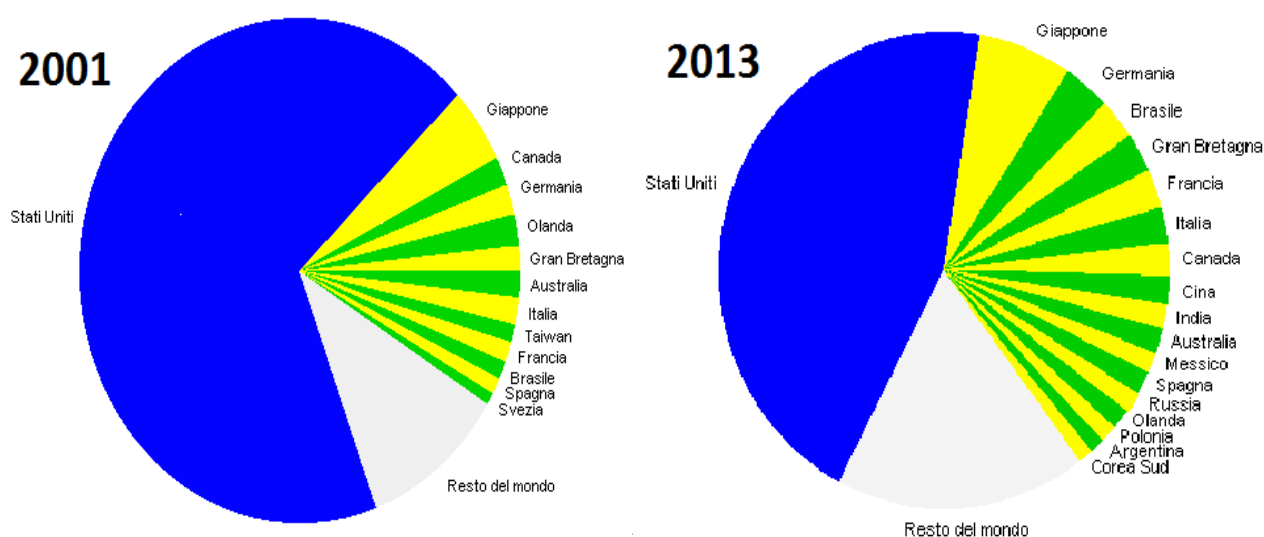


Fonte: Dati sull'internet nel mondo, Giancarlo Livraghi, 2013

Il continente (al di fuori del Nord America) con la densità più alta rispetto alla popolazione è l'Oceania, che ha 560 *host* internet per 1000 abitanti. La media in Europa è 280. Nell'America latina è pari a 77 (per la prima volta nel 2006 aveva superato la media mondiale). In Asia è 37 e in Africa è 6: rispettivamente poco più di un ottavo e di un cinquantesimo del livello europeo.

In ciascuna zona geografica, comunque, ci sono forti concentrazioni. Il 95% della rete nel Nord America è negli Stati Uniti; Australia e Nuova Zelanda detengono il 99% dell'Oceania. Il Giappone ha quasi la metà dell'internet dell'Asia come l'80% dell'Africa è in Sudafrica e l'80% dell'America centro-meridionale è in Brasile e Argentina. Solo in Europa nessun paese ha più del 18% del totale di *host*.

Grafico 1.14: Evoluzione Paesi con più di un milione di *host*



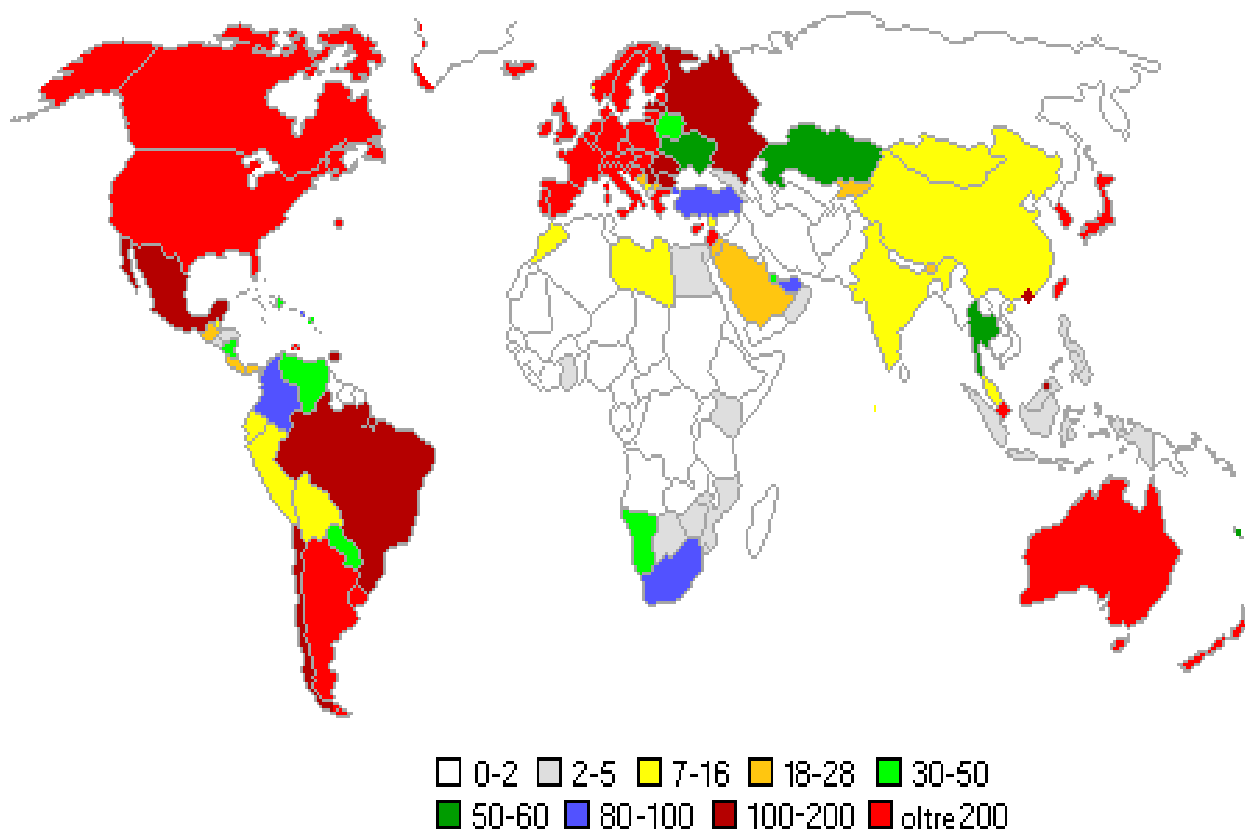
Fonte: Dati sull'internet nel mondo, Giancarlo Livraghi, 2013

La situazione è in continuo cambiamento e per sottolineare questo aspetto è interessante analizzare il grafico 1.14, che paragona la situazione di dodici anni fa dei paesi che avevano più di un milione di *host* internet rispetto alla situazione attuale. Si passa da 13 Paesi con più di un milione di *host* nel 2001 a 18 Paesi nel 2013.

Nel 2001 L'Italia compare per la prima volta collocandosi fra i primi dieci paesi del mondo, con un notevole predominio statunitense. Pur essendo una situazione in continua evoluzione, la

concentrazione di attività negli Stati Uniti è leggermente calata oggi, a favore di altri paesi che hanno aumentato la loro attività in internet, tra cui proprio l'Italia.

Grafico 1.15: Densità di *host* per 1000 abitanti



Fonte: *Dati sull'internet nel mondo*, Giancarlo Livraghi, 2013

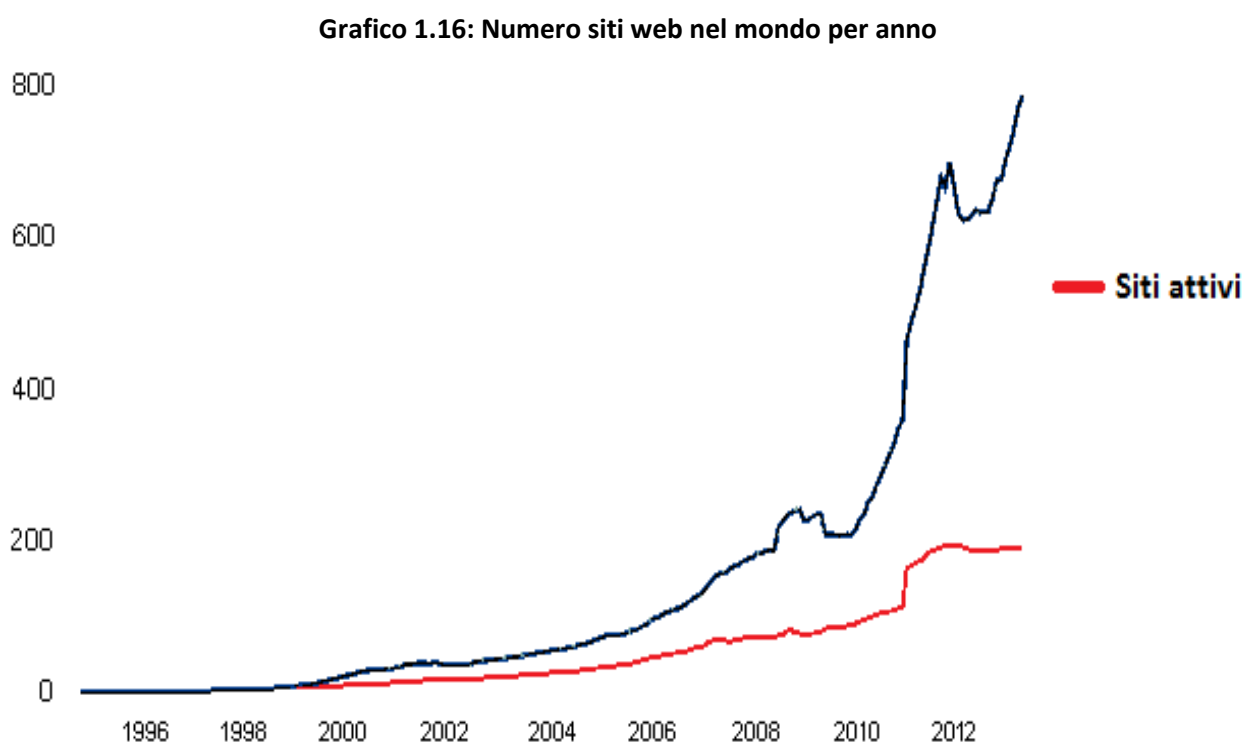
Nel grafico 1.15 l'area di densità è estesa solo a una parte della federazione russa, poiché è ragionevole pensare che l'attività *online* sia concentrata soprattutto nella Russia europea.

La densità del grafico 1.15 è cambiata rispetto agli anni precedenti: per esempio oggi ci sono più di quaranta paesi con oltre 200 *host* internet per mille abitanti (fra cui l'Italia dal 2006). Nel 2002 erano solo tre: Stati Uniti, Finlandia e Islanda.

Ma il quadro generale è sempre lo stesso. La "globalità" di internet è limitata a una parte del globo. Il più forte uso della rete rimane concentrato sulle due sponde dell'Atlantico settentrionale e in alcune parti dell'Oceania, dell'Asia orientale e del Medio Oriente.

C'è una notevole evoluzione in molti paesi dell'America Latina – anche se non ha ancora raggiunto i livelli degli Stati Uniti e dell'Europa. Il resto del mondo è in gran parte escluso.

Per avere una panoramica più generale e attendibile sull'effetto *internet* è importante prendere in esame anche il dato che riguarda i siti web. A questo proposito *Netcraft*³⁰ ha pubblicato una valutazione credibile, pur con qualche problema, come rileva il grafico 1.16:



Fonte: *Dati sull'internet nel mondo*, Giancarlo Livraghi, 2013

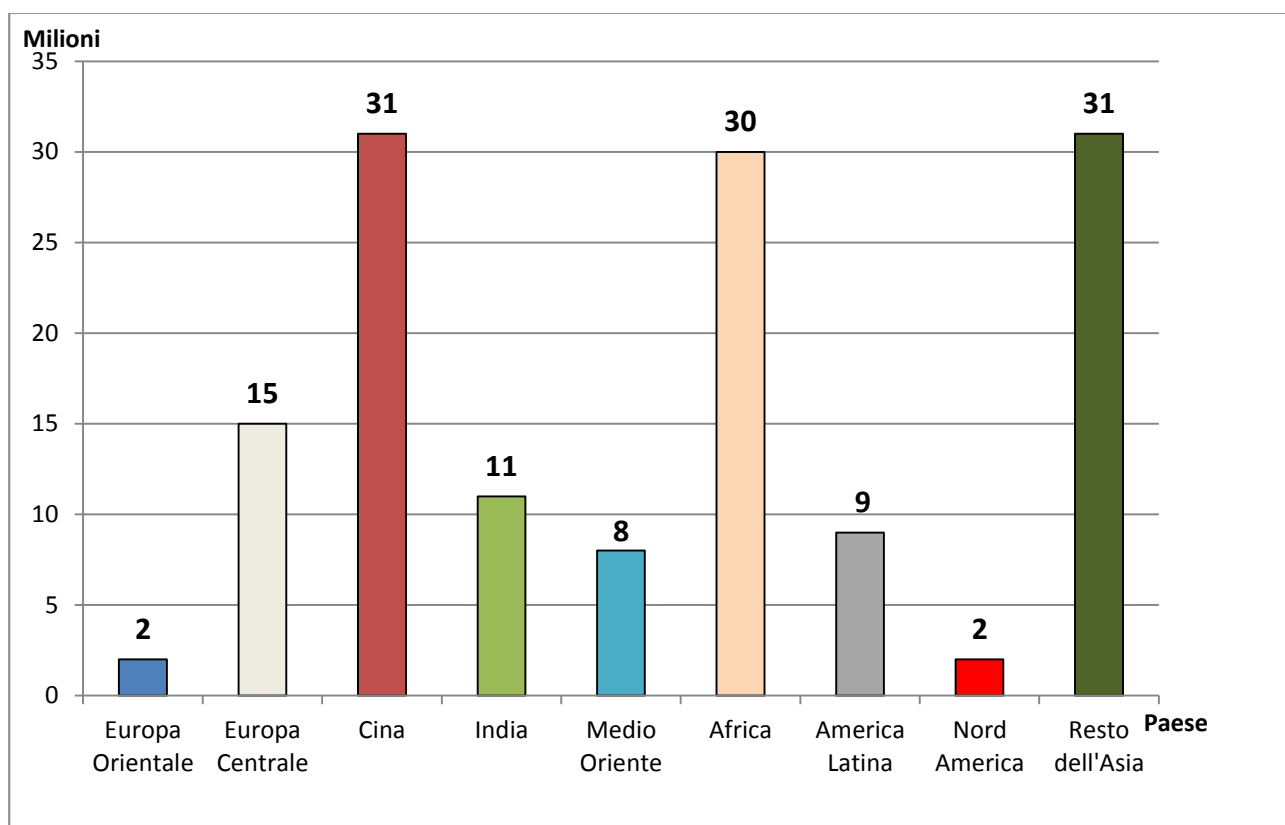
Il dato finale si avvicina a 800 milioni ed il numero è decuplicato negli ultimi sette anni, ma il problema è l'aumento anche dei siti che risultano "non attivi" o che comunque alle volte risultano essere siti provvisori, incompleti, trascurati o scarsi di contenuti. La previsione di *Netcraft* è che il numero totale di siti web arriverà a un miliardo nel 2015.

³⁰ <http://www.news.netcraft.com>

1.4 FOCUS SUL SETTORE *MOBILE*

Dopo aver fatto una panoramica sulla crescita del settore internet e visto che il lavoro si concentra soprattutto sul settore *mobile*, una delle categorie che compongono il mondo digitale, in questo paragrafo si vuole dare una visione sull'evoluzione in corso in questo ambito.

Grafico 1.17: Crescita netta di sottoscrizioni alla banda larga *mobile* per geografia

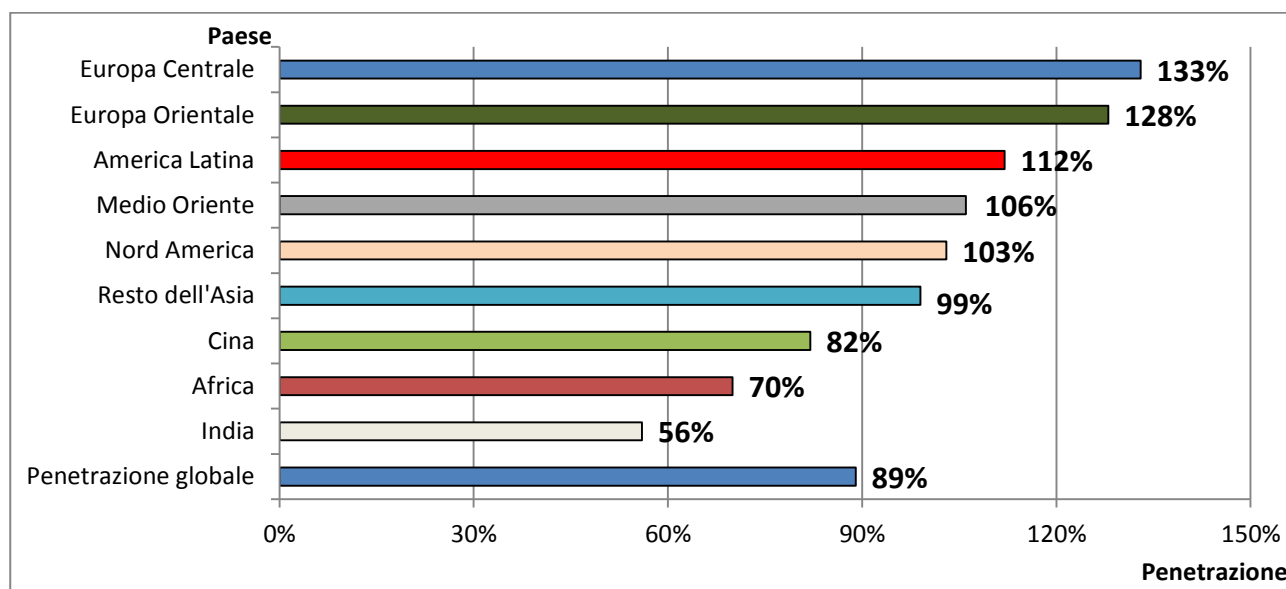


Fonte: Ericsson Mobility Report, 2013

Il grafico 1.17 mostra la crescita netta delle sottoscrizioni di utilizzo della banda larga per dispositivi *mobile*. Si può notare come la crescita sia positiva ma in valore assoluto bassa per economie già sviluppate come il Nord America e l'Europa Orientale, dove il mercato *mobile* è conosciuto già da parecchi anni.

Per le geografie che, al contrario, sono da poco attive su questo mercato il grafico dimostra che la crescita è molto elevata, ben quindici volte rispetto al Nord America e all'Europa, segno che anche in queste geografie piano piano il settore *mobile* sta per prendere il sopravvento.

Grafico 1.18: Percentuale di penetrazione della telefonia *mobile* per geografia



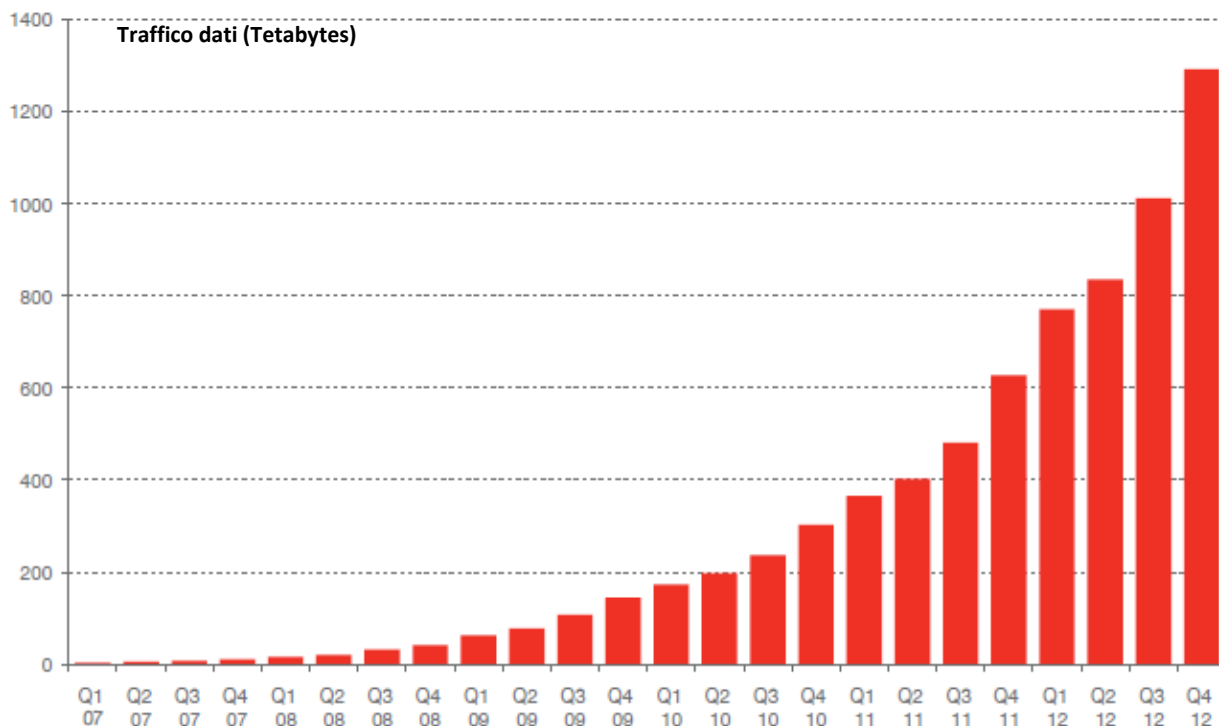
Fonte: Ericsson Mobility Report, 2013

La penetrazione globale della telefonia *mobile* mondiale ha raggiunto l'89% a fine 2012, registrando come dato per gli abbonamenti *mobile* un valore pari a 6,3 miliardi di euro, anche se il numero di abbonati effettivi è inferiore, cioè circa 4,4 miliardi, ma questo perché ci sono persone che dispongono di più abbonamenti.

La Cina, da sola, ha rappresentato il 22% della crescita netta totale, con 30 milioni di sottoscrizioni nette in più. Anche la Russia con 11 milioni, il Bangladesh con 9 milioni, l'India con 8 milioni e la Nigeria con 5 milioni hanno registrato ottimi valori. La crescita delle sottoscrizioni *mobile* nel 2012 è stata di circa il 9%.

C'è stata una forte crescita per quanto riguarda gli *smartphone* in tutti i Paesi: circa il 40% dei cellulari venduti nel 2012 erano rappresentati da questa categoria che, nel 2011, arrivava a neanche il 30%.

Grafico 1.19: Crescita globale del traffico dati tramite dispositivi *mobile*



Fonte: Ericsson Mobility Report, 2013

Il grafico 1.19 mostra i dati totali di traffico *mobile* per quadrimestre, che presentano una crescita stabile con qualche variazione dovuta alla stagionalità. Visti i grafici in precedenza, che presentavano la crescita degli abbonamenti *mobile*, di conseguenza è normale che anche il traffico dati generato sia aumentato con la stessa intensità.

In particolare il valore è raddoppiato dalla fine del 2011 alla fine del 2012, con una crescita nell'ultimo quadrimestre del 2012 pari al 28%: visto l'andamento è facile presupporre che questi dati siano in aumento anche per il 2013 e questo dimostra quanto il settore *mobile* stia acquisendo di giorno in giorno sempre più importanza.

2. PANORAMICA DEI FINANZIAMENTI DI START-UP IN ITALIA

Nel successivo capitolo viene fatta una analisi degli attori che possono finanziare il progetto di una start-up: dai fondi di *venture capital*, ai *family office*, ai *business angels* e alle aziende private, basando la ricerca sui dati forniti da AIFI e VEM.

Successivamente vengono valutate le diverse metodologie adottate dai due centri di ricerca VEM e AIFI e vengono ponderati i diversi risultati ottenuti riguardo ai finanziamenti delle start-up in Italia. Particolare riguardo verrà riservato all'evoluzione negli anni di tali investimenti, alle varie tipologie e relative variazioni nelle quantità e nelle composizioni.

Un'ulteriore indagine viene fatta in merito alle acquisizioni/cessioni delle quote di maggioranza delle start-up e sulla distribuzione geografica delle start-up finanziate, evidenziando i livelli di concentrazione del mercato italiano e le differenze relativamente all'attività dei *business angels* e dei *venture capitalist* sul profilo medio dell'investimento e sulle dimensioni del fatturato.

Motivo di ricerca è stata anche la valutazione della distribuzione degli investimenti in relazione ai settori di riferimento: analizzando la metodologia di indagine vengono illustrati i risultati dell'analisi VEM focalizzando l'attenzione sui settori catalizzatori dei maggiori investimenti e sulle previsioni riguardo a possibili sviluppi futuri.

Vengono anche esaminate le dinamiche dei disinvestimenti, valutandone le variazioni in base agli obiettivi dei *venture capitalist* riguardo alla consistenza della partecipazione e alla durata; inoltre viene posto anche l'accento sulle modalità con cui tali disinvestimenti possono avvenire.

L'ultimo paragrafo presenta un focus sul settore *mobile*: la situazione viene esposta attraverso l'interpretazione di grafici che evidenziano la rapida diffusione degli *smartphone*, la proliferazione delle applicazioni e dei siti *mobile* e lo sviluppo delle reti cellulari di nuova generazione (LTE) che

stanno creando un nuovo incredibile ecosistema di business chiamata *Mobile Economy*, settore che può dare nuova linfa allo sviluppo economico del nostro paese.

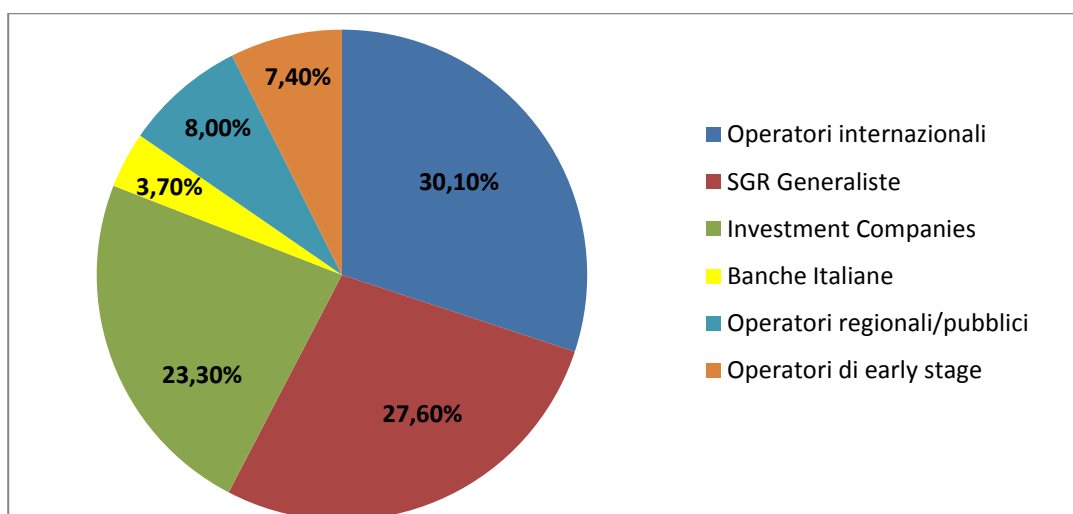
Un'attenta disamina verrà fatta su quelle che sono state le dinamiche che il mercato del *mobile* ha vissuto negli ultimi anni, sulle sue caratteristiche e sul "peso" delle singole componenti. Si è cercato poi di valutare i principali *trend* in atto e di ipotizzare gli scenari futuri ponendo l'attenzione sui molti i fattori che possono impattare sulle dinamiche di crescita di questo mercato nei prossimi anni, cercando di riportare quelli che possono rappresentare gli snodi principali.

2.1 ANALISI DELLE FONTI DI VENTURE CAPITAL

2.1.1 EVOLUZIONE STORICA DELLA RACCOLTA DI CAPITALE

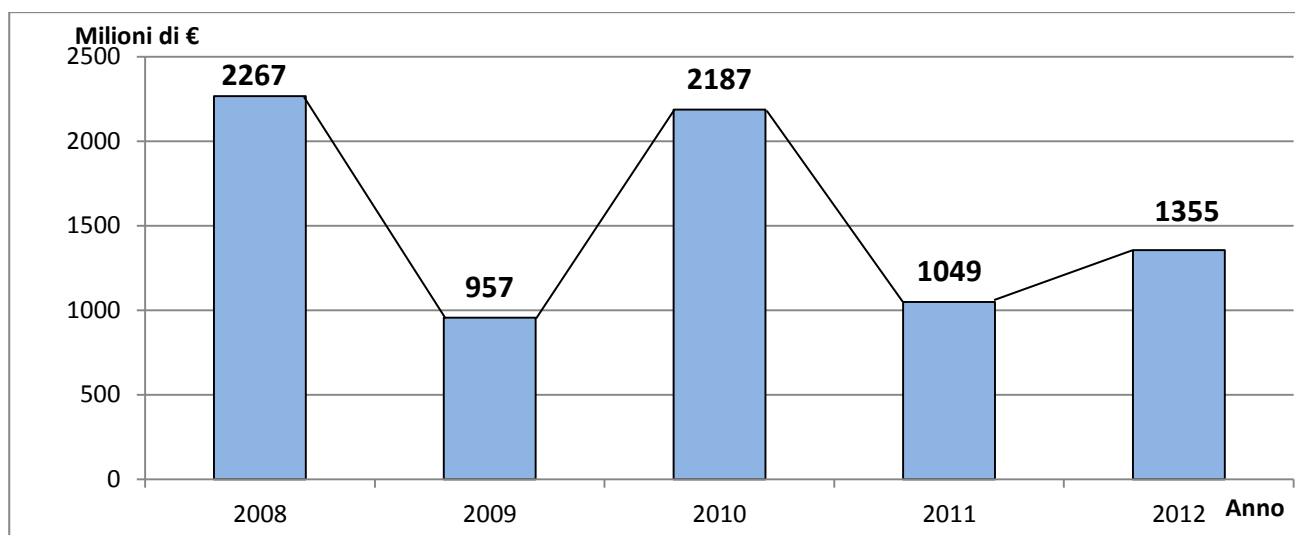
Ci sono diversi attori che possono finanziare il progetto di una start-up: dai fondi di *venture capital*, ai *family office*, ai *business angels* e alle aziende private. AIFI³¹, nel 2012, ha monitorato le seguenti tipologie di attori:

Grafico 2.1: Distribuzione operatori monitorati nel 2012



Fonte: AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2012*

Grafico 2.2: Evoluzione raccolta di capitale in Italia



Fonte: AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2012*

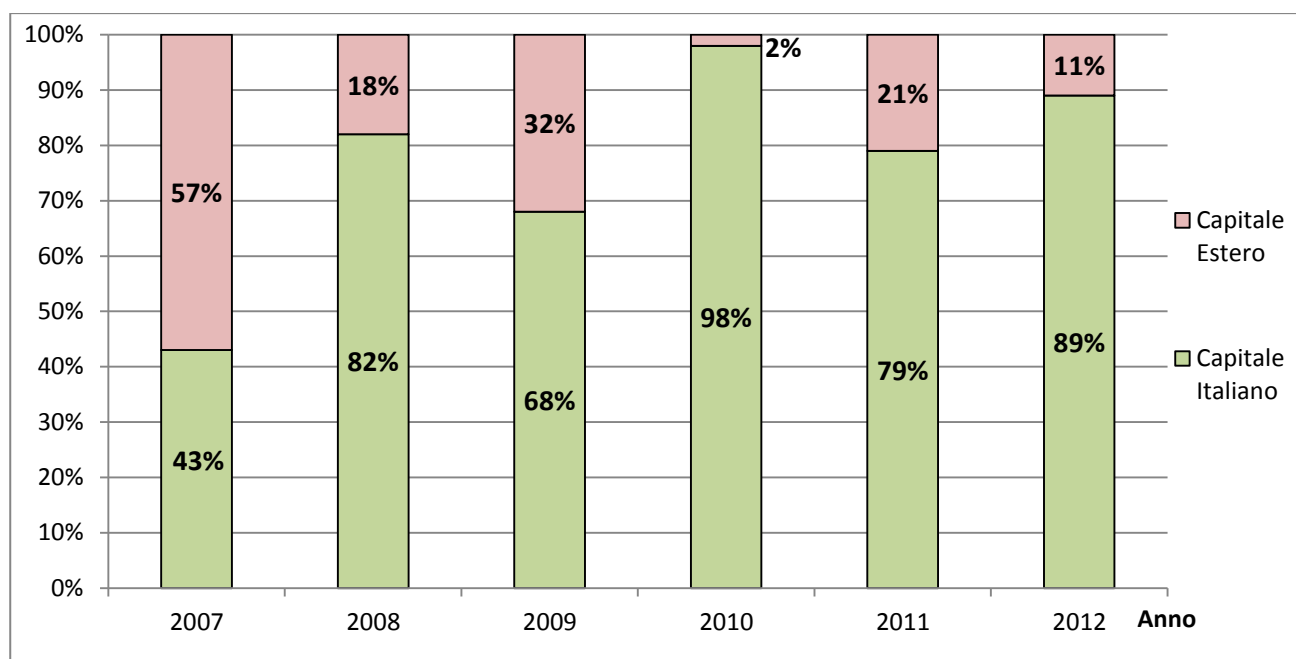
³¹ AIFI (2012), *Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2012*

Il grafico 2.2 mostra l'andamento alternato che si verifica in Italia, dove ogni anno si verifica nella raccolta di capitale un *trend* inverso rispetto a quanto accaduto l'anno precedente: la raccolta di capitale è aumentata del 29% rispetto al 2011 ma ciò nonostante i valori registrati nel 2008 e nel 2010 sono ben lontani dall'essere raggiunti (-38% rispetto al 2010).

La scarsa raccolta di capitale effettuata nel 2009 è imputabile alla crisi economica che ha interessato tutto il mondo, nel 2011 il peggioramento è stato dettato dalla poca fiducia e dall'incertezza che gli operatori avevano nei confronti delle start-up italiane a fronte dell'instabilità economica che ha attraversato il Paese: il miglioramento del 2012 sembra affermare che le preoccupazioni siano ormai alle spalle.

La fiducia è venuta meno dai fondi esteri che, come si evince dal grafico 1.22, hanno ridotto considerevolmente la loro incidenza sulla raccolta di capitale: se nel 2007 rappresentavano ben il 57% del capitale raccolto, nel 2012 la loro quota è scesa all'11%, segnale che tuttora l'Italia non risulta appetibile come lo era prima della crisi.

Grafico 2.3: Origine del capitale raccolto negli ultimi anni



Fonte: AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2012*

2.2 OVERVIEW DEI FINANZIAMENTI DELLE START-UP IN ITALIA

Prima di presentare i risultati delle ricerche di VEM e AIFI è necessaria una piccola premessa sulla metodologia adottata dai due centri di ricerca, perché i risultati differiscono tra di loro.

Nell'analisi di AIFI vengono considerati tutti gli attori che effettuano investimenti, siano essi pubblici o privati, quindi gli investimenti tracciati da AIFI non sono solo quelli *initial*, che fanno riferimento al primo investimento che riceve una start-up; ma anche quelli *follow on*, cioè quelli successivi al primo e che possono essere molteplici. VEM³², nella sua analisi, considera solo gli investimenti di tipo *initial* effettuati da investitori istituzionali nel capitale di rischio di matrice privata. Questo significa che nel *report* di VEM non vengono mappati:

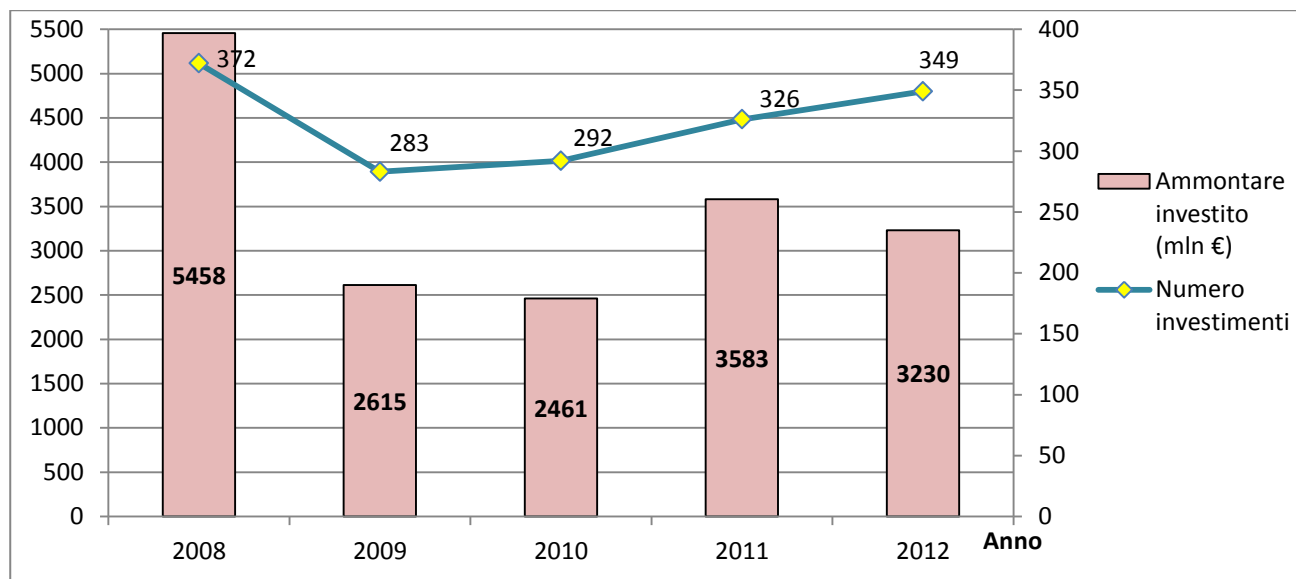
- gli investimenti effettuati esclusivamente da veicoli di partecipazione di matrice pubblica (eccetto quelli realizzati attraverso SGR);
- gli investimenti di *later stage financing*, finalizzati cioè allo sviluppo di società già attive, operanti in settori ormai consolidati;
- i reinvestimenti in società già partecipate dall'operatore indicato (*follow on*).

Nei successivi paragrafi verranno presentati i risultati di entrambe le ricerche per poter fornire una visione completa degli investimenti totali effettuati in Italia.

³²VEM (2013), *Rapporto Italia 2012*

2.2.1 EVOLUZIONE DEGLI INVESTIMENTI

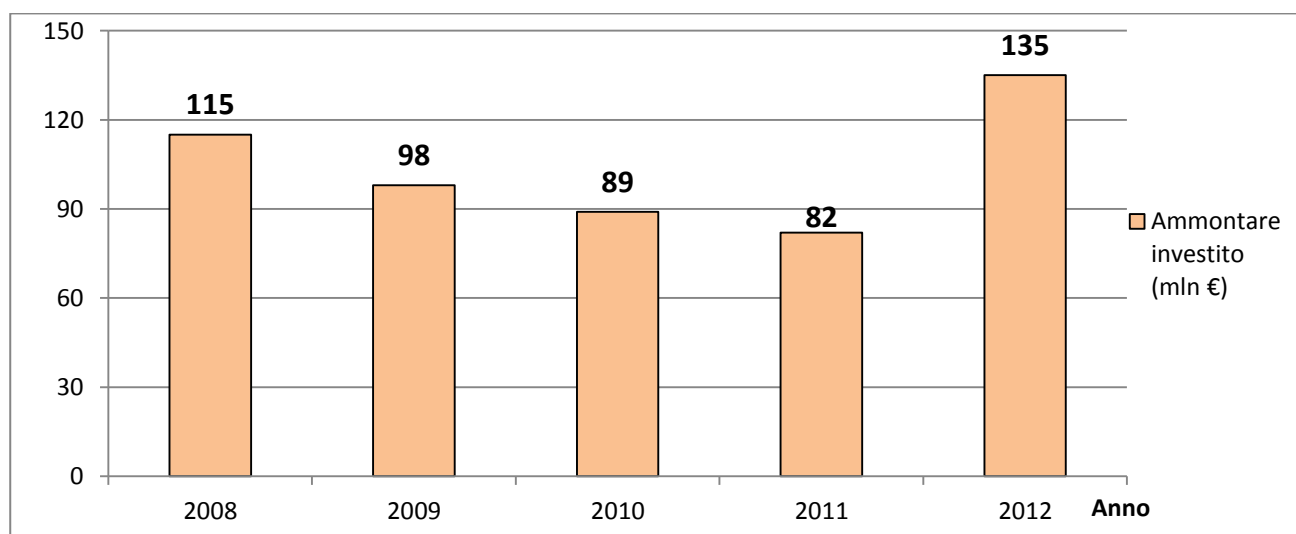
Grafico 2.4: Evoluzione degli investimenti totali in Italia



Fonte: AIFI, Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2012

Il valore totale degli investimenti nel 2012 è peggiorato rispetto all'anno precedente, nonostante il numero di investimenti effettuati siano stati maggiori, questo però è un dato che si riferisce a tutte le fasi di investimento (*Buy-out, Expansion, Seed, Replacement, Turnaround*). Il grafico 2.5 mostra nel dettaglio l'evoluzione degli investimenti in fase di *early stage*.

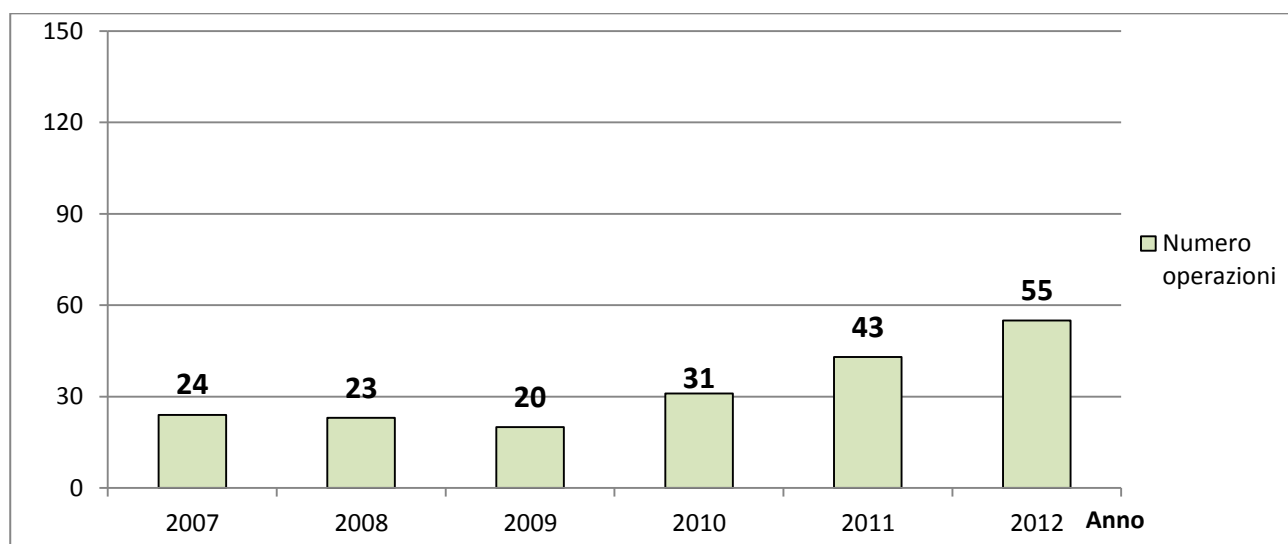
Grafico 2.5: Evoluzione degli investimenti totali in Italia in *early stage*



Fonte: AIFI, Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2012

Gli investimenti ricevuti dalle start-up italiane nella fase di *early stage* registrano il valore più alto degli ultimi cinque anni, dimostrando una controtendenza rispetto a quello che emergeva dalla raccolta di capitale (paragrafo 2.1.1.). Nel corso del 2012 161 start-up hanno ricevuto un finanziamento per un totale di 206 *round* di investimenti.

Grafico 2.6: Nuove operazioni di *early stage*, *follow on* esclusi



Fonte: VEM, Rapporto Italia 2012

Passiamo ora ad analizzare gli investimenti di tipo *initial*. L'ammontare degli investimenti complessivi nel mercato dell'*early stage* si attesta a circa 80 milioni di Euro, escludendo *follow on* ed operatori pubblici. Nella fattispecie, circa 50 milioni di Euro sono riconducibili a investitori istituzionali, mentre IBAN ha attratto investimenti per circa 30 milioni di Euro.

Tabella 2.1: Totale ammontare investito per attore, *follow on* esclusi

Attore	Ammontare investito
Venture Capitalist	50.000.000 €
Business Angel	30.000.000 €

Fonte: *Early Stage in Italia – Rapporto 2013*

L'ammontare investito medio dai *venture capitalist* è diminuito negli ultimi anni, passando dal milione di euro del 2011 agli 800.000 euro nel 2012. I *business angels*, al contrario, registrano un

sostanziale raddoppio dell'investimento medio, che nel 2012 è mediamente pari a 360.000 euro. Nel complesso, il mondo dell'*early stage* italiano esprime un dato di ammontare medio pari a 650.000 Euro investiti.

Tabella 2.2: Investimento medio per anno per attore, *follow on* esclusi

Attore	2010	2011	2012
Venture Capitalist	2.700.000 €	1.000.000 €	800.000 €
Business Angel	<i>n.d.</i>	182.900 €	350.000 €

Fonte: *Early Stage in Italia – Rapporto 2013; VEM, Rapporto Italia 2012*

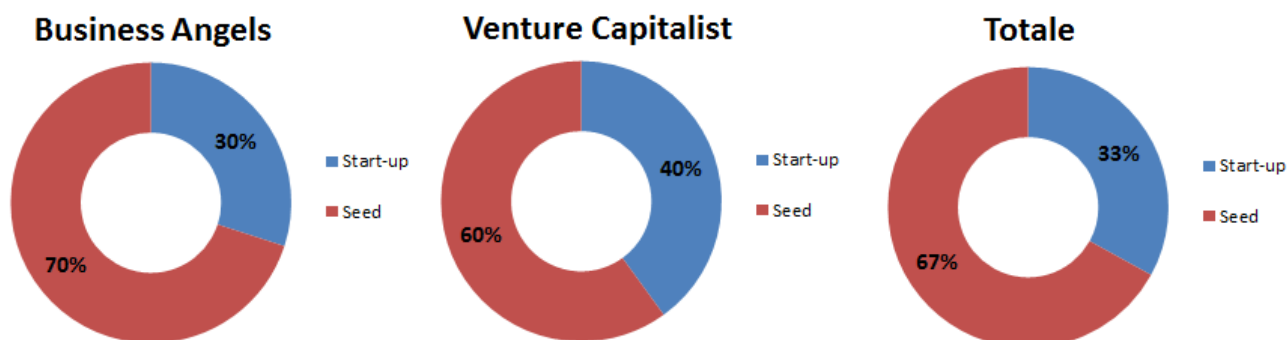
Confrontando il profilo medio dell'investimento dei *venture capitalist* nel 2012 rispetto agli anni precedenti, si nota una riduzione della dimensione media delle aziende partecipate, dato che testimonia la crescita dell'attenzione nell'investire in fase *seed*.

2.2.2 TIPOLOGIE DI INVESTIMENTO

Per quanto riguarda la tipologia d'investimento, il mercato dell'*early stage* si divide tra operazioni di *seed capital* (67%) e *start-up* (33%). Su base annua, quindi, i *seed* hanno evidenziato una ulteriore crescita del 60% rispetto al 2011.

Analizzando la situazione nel dettaglio, l'incremento è dovuto esclusivamente ad una maggior propensione rispetto al passato dei fondi istituzionali a porre in essere operazioni di *seed capital* (prova ne è anche la riduzione dell'investimento medio, dato che investire in queste fasi comporta un rischio maggiore), mentre l'universo dei *business angels* rimane stabile su una ripartizione 70%/30%.

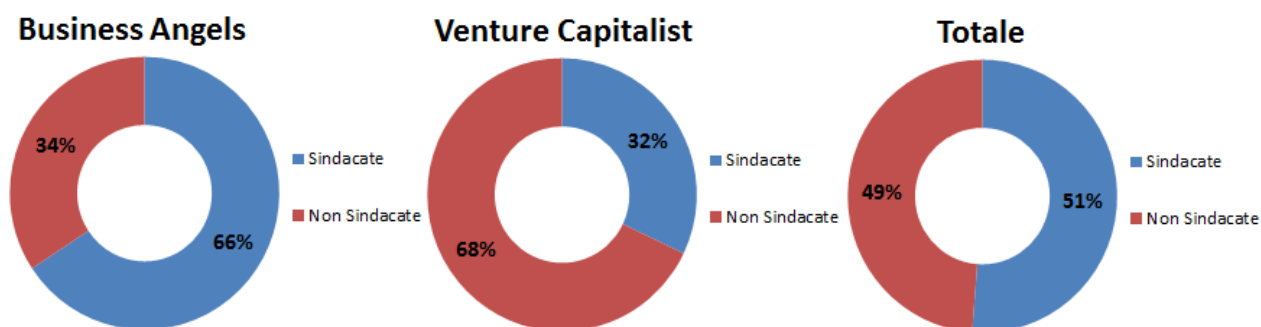
Grafico 2.7: Tipologia investimenti in *early stage, follow on* esclusi



Fonte: *Early Stage in Italia – Rapporto 2013*

Se si analizza la sindacazione, ovvero la diversificazione del rischio da parte degli investitori, quindi la contestuale partecipazione di due o più investitori nella medesima *target*, non si registrano nuovi scenari rispetto al passato: 2/3 delle operazioni condotte dai *business angels* risultano sindacate, anche per via dell'aumento dei club di investimento, mentre dal lato dei fondi il dato si attesta a un terzo del mercato. Le operazioni sindacate sono state caratterizzate dalla presenza media di 3 operatori.

Grafico 2.8: Operazioni sindacate in *early stage, follow on* esclusi



Fonte: *Early Stage in Italia – Rapporto 2013*

La crescita di interazione tra *venture capitalist* e *business angels* è la notizia importante emersa nel 2012: si riscontrano ben 14 operazioni di co-investimento in imprese *target*, pari all'11% del totale. Questo dato è in controtendenza rispetto al 2011, quando i due attori hanno investito in compartecipazione solo 9 volte. Il numero, inoltre, passa invece a 24 se si prendono in considerazione le *target* già nel portafoglio di un soggetto investitore prima del 2012 e nella cui compagine societaria è avvenuto l'ingresso di ulteriori *business angels* o fondi.

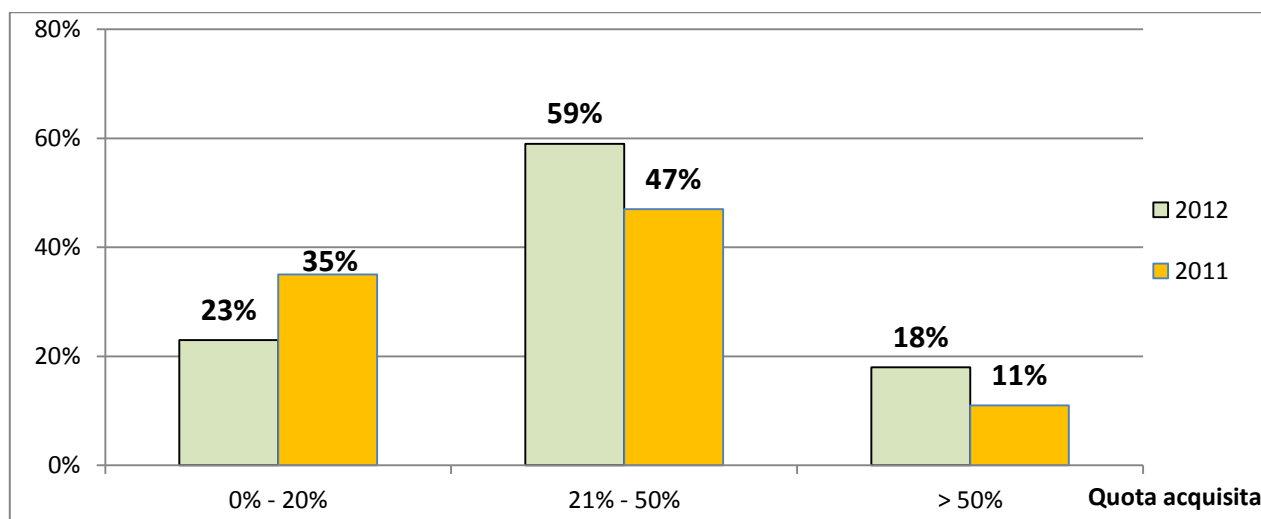
2.2.3 ACQUISIZIONE DELLE QUOTE

Come già sottolineato nelle definizioni, il *venture capital* investe capitale nelle start-up in cambio di una quota percentuale dell'*equity* dell'impresa con l'obiettivo di ottenere un ritorno positivo al momento della cessione della stessa una volta che l'azienda viene valutata e venduta ad altri soggetti investitori o imprese, oppure quando viene quotata sul mercato borsistico.

Facendo riferimento alla ricerca VEM si può notare (grafico 2.9) che nel 2012 più della metà delle start-up ha ceduto una quota nominale che oscilla tra il 20% e 50% e che la cessione delle quote di maggioranza è in aumento rispetto all'anno precedente.

La quota di partecipazione acquisita media per i *venture capital* è stata pari al 30%, in diminuzione rispetto al 40% di quota acquisita media registrato nel 2011; mentre per i *business angels* il valore medio è rimasto costante, cioè attorno al 22%, nonostante la crescita dell'investimento medio effettuato.

Grafico 2.9: Distribuzione delle operazioni a seconda della quota acquisita, *follow on* esclusi



Fonte: VEM, Rapporto Italia 2012

La contrattazione della quota da destinare al *venture capital* è una fase molto delicata del processo di investimento: una richiesta di quota troppo elevata potrebbe portare il fondatore

dell'impresa *target* a rifiutare il finanziamento, rischiando di compromettere la crescita della propria start-up. La decisione, tuttavia, è completamente in mano al fondatore e alla sua propensione al rischio: conviene accontentarsi di una fetta più piccola di un'impresa che in futuro potrà valere molto oppure è meglio detenere la maggioranza (o la totalità) delle azioni di un'impresa che però avrà una crescita contenuta?

Secondo quanto emerge dalla ricerca VEM, a fronte di un investimento medio di 800.000 euro i *venture capital* hanno acquisito una quota media pari al 30%, tuttavia è interessante notare che questa linearità non viene sempre rispettata:

Tabella 2.3: Quota acquisita nel 2012 dai *venture capital* a fronte dell'ammontare investito

Start-up finanziata	Settore	Finanziamento (mln €)	Quota acquisita
4wMarketplace	Marketing/Advertising	2.500.000	62%
6sicuro	Utility	2.500.000	14%
Alga Energy	Energy	3.000.000	32%
Altilia	Business	2.100.000	35%
Beintoo	Soluzioni per Sviluppatori	4.000.000	16%
Canvace	Entertainment	30.000	10%
Ciceroos	Utility	100.000	20%
DeRev	Social	1.250.000	15%
Docebo	Business	2.400.000	11%
Grow The Planet	Social	400.000	25%
Itsworld Sicilia	Energy	2.000.000	14%

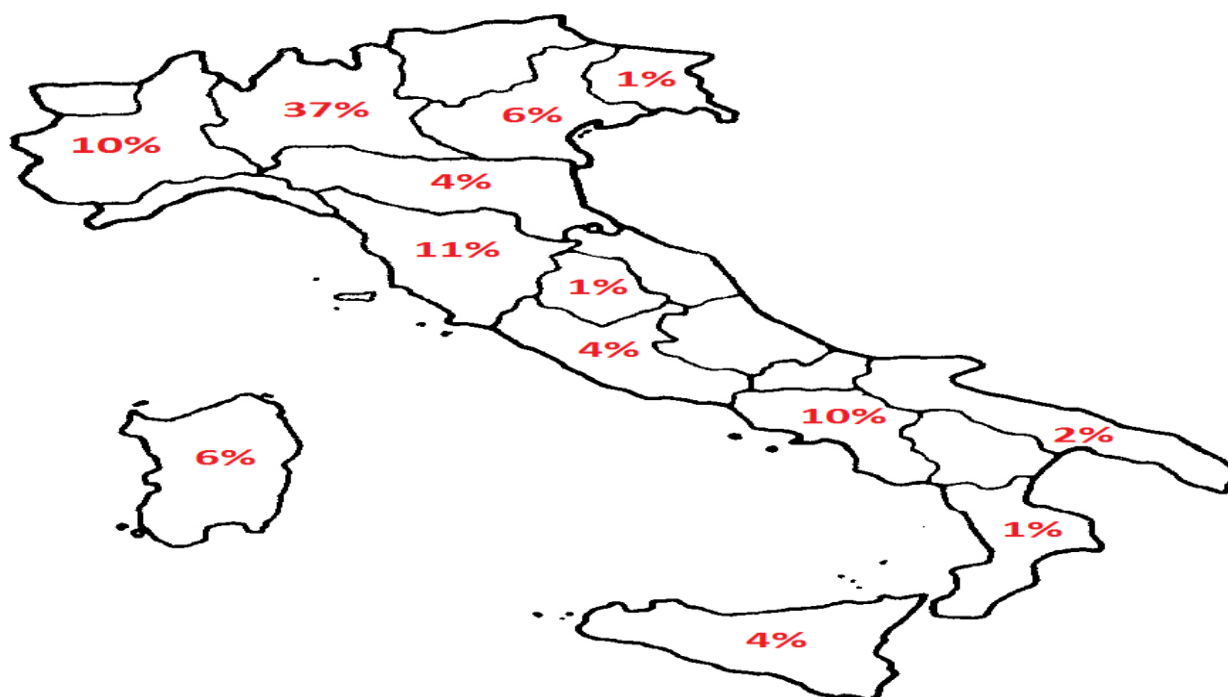
2.2.4 DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DELLE START-UP FINANZIATE

Sul fronte geografico, a livello aggregato ed in linea con quanto registrato nel 2011, non si evidenziano particolari inversioni di tendenza. La Lombardia è ancora la regione leader in start-up con il 33% totale di concentrazione del mercato italiano, mentre il Sud Italia rappresenta circa un quinto dello stesso. Lombardia e Piemonte rappresentano quasi la metà del mercato totale italiano (47%).

Tuttavia i due mondi presentano delle differenze tra di loro: l'attività dei *business angels* è pressoché assente al Sud, preferendo come start-up oggetto di investimento le regioni che per tradizione rappresentano il loro bacino *target*, cioè Lombardia, Piemonte e Toscana.

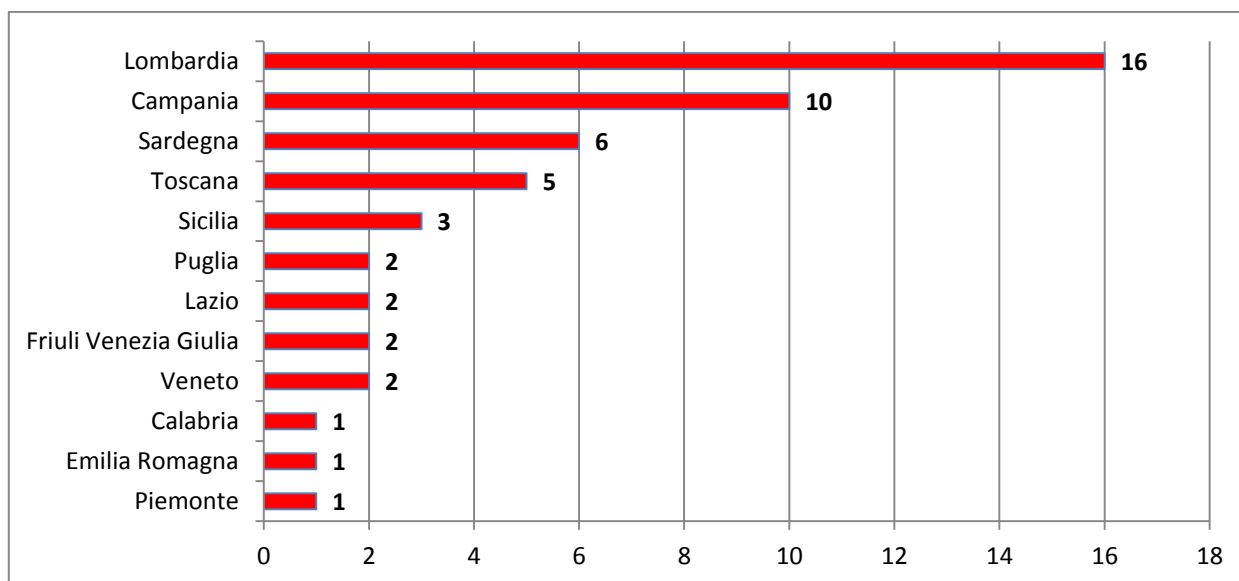
L'attività dei *venture capitalist*, dall'altro lato, guarda al Sud Italia con maggior interesse poiché ha, nel corso del 2012, finanziato in quelle regioni circa il 35% degli investimenti totali realizzati.

Grafico 2.10: Distribuzione geografica totale delle start-up partecipate



Fonte: Early Stage in Italia – Rapporto 2013

Grafico 2.11: Distribuzione geografica start-up finanziate nel 2012, *follow on* esclusi



Fonte: VEM, Rapporto Italia 2012

Il grafico 2.11 mostra come le start-up del Sud Italia stiano acquisendo di anno in anno sempre più importanza: delle 51 start-up finanziate come *initial* nel 2012 ben 24 hanno sede al Sud, isole comprese (47%). Il Nord Italia segue con il 43% delle start-up, mentre il Centro Italia è il fanalino di coda con il 10% del totale delle start-up finanziate.

La Lombardia è ancora in testa alla classifica con 16 start-up finanziate (l'anno scorso 12), ma al secondo posto si trova ora la Campania con 10 (nel 2011 a quota 4), che ha superato Sicilia (passata da 5 a 3 start-up finanziate) e Toscana (da 9 start-up del 2011 a 5 nel 2012).

Riportando i dati della ricerca congiunta di AIFI e VEM è possibile avere una panoramica sul profilo medio dell'investimento tipo effettuato nel 2012. La Lombardia si riconferma l'area più virtuosa per l'*early stage*: le *target* sono infatti prevalentemente localizzate a Milano ed operano in settori strettamente connessi con l'ICT (*Web and mobile application*).

Con riferimento al fatturato, invece, la dimensione media delle *target* partecipate da investitori informali rimane perlopiù costante rispetto al 2011, mentre si riduce per i *venture*

capitalist. In riferimento alla tipologia di investimento, entrambe le tipologie di operatori si sono concentrate su operazioni di *seed capital*.

Tabella 2.4: Profilo medio dell'investimento per attore nel 2012

PROFILO MEDIO DELL'INVESTIMENTO	IBAN	VEM
Ammontare investito (€)	360.000	800.000
Quota acquisita (%)	21%	30%
Anzianità della <i>target</i> (anni)	1	1
Tipologia di investimento	<i>Seed capital</i>	<i>Seed capital</i>
Regione	Lombardia	Lombardia
Provincia	Milano	Milano
Settore più attraente	ICT (Web App)	ICT (Web App)
Forma giuridica	S.r.l.	S.r.l.
Volume dei ricavi (€)	<100.000	1.000.000
Dipendenti	3	7

Fonte: *Early Stage in Italia – Rapporto 2013*

2.2.5 DISTRIBUZIONE DEGLI INVESTIMENTI IN RELAZIONE AI SETTORI DI RIFERIMENTO

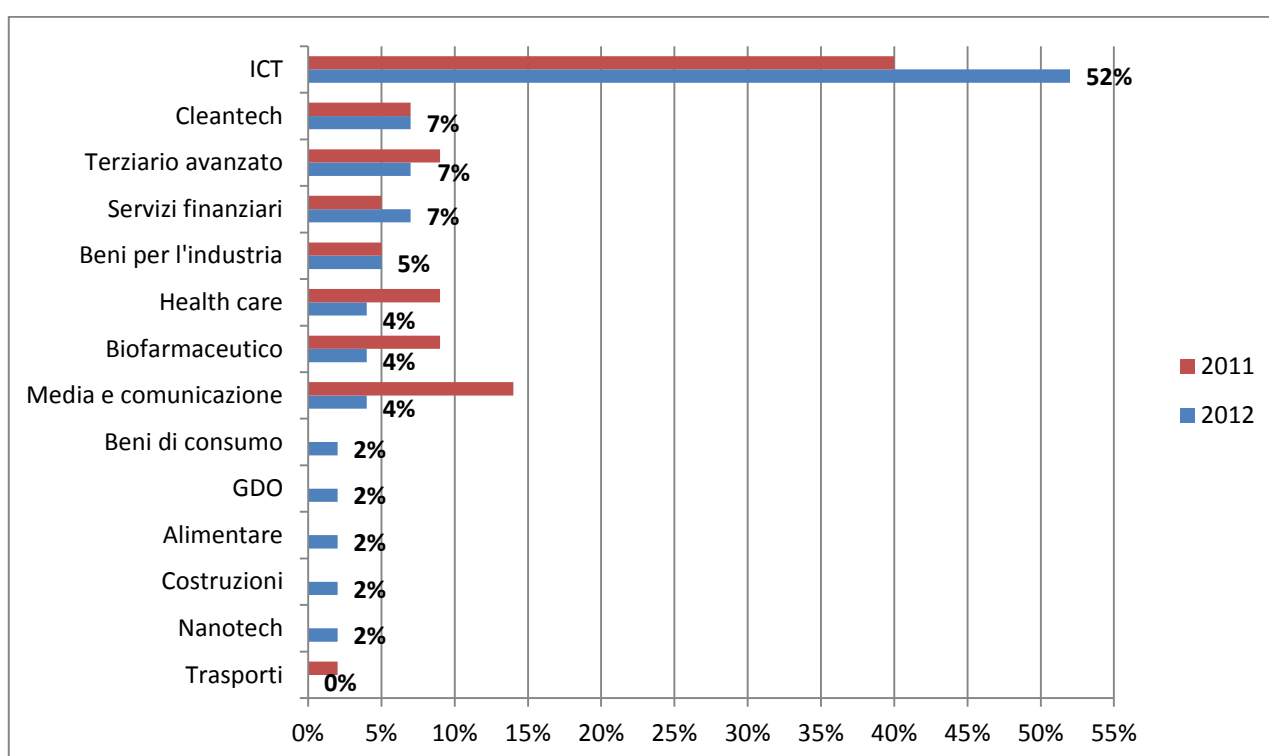
L'analisi che VEM effettua mappando i settori in cui operano le start-up finanziate permette di comprendere se sono in atto cambiamenti nell'attenzione che i *venture capitalist* hanno verso i diversi settori. Il risultato più importante che emerge dai dati del 2012 è che il settore ICT risulta ancora essere quello più importante, catalizzando su di sé il 52% degli investimenti totali, in netto aumento rispetto al 40% dell'anno prima, dove anche in quel caso dominava ampiamente la scena.

Tuttavia, nonostante questa concentrazione nel comparto ICT, nel complesso il resto del mercato presenta un'interessante dispersione settoriale: risultano essere in crescita le iniziative in

ambito finanziario (7% contro il 5% del 2011), che offrono prevalentemente soluzioni di comparazione assicurativa e confronto di mutui.

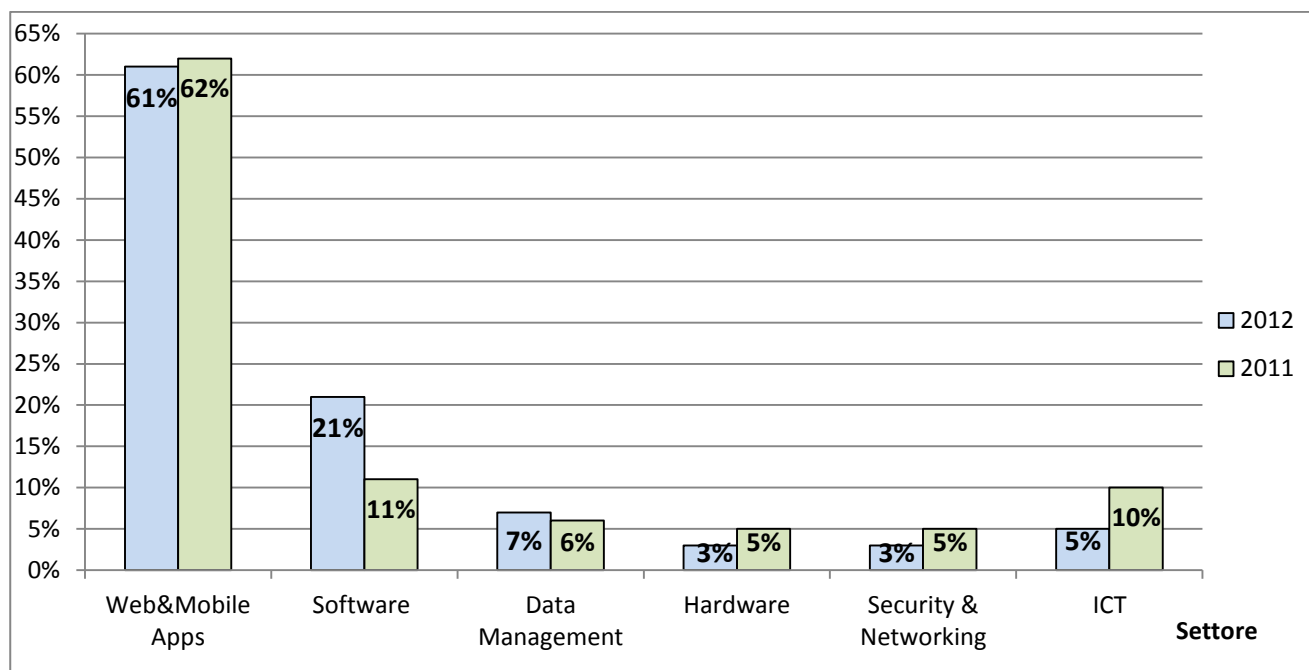
A seguire, con la stessa quota, ci sono il settore *cleantech* (invariato rispetto all'anno precedente) e terziario (leggermente peggiorato se confrontato a 12 mesi prima). Estendendo l'analisi anche agli altri settori d'investimento, rispetto al 2011 si denota un calo del 10% delle iniziative legate al mondo delle comunicazioni (dal 14% al 4%) e anche di quelle relative al settore biofarmaceutico e *healthcare*, che registrano un decremento del 5% ciascuno.

Grafico 2.12: Distribuzione start-up finanziate in base al settore di riferimento



Fonte: VEM, Rapporto Italia 2012

Data l'importanza che il settore ICT sta assumendo nel contesto italiano è possibile scorporare questo mondo nelle sue sottocategorie e poter analizzare la situazione che ogni ambito presenta.

Grafico 2.13: Approfondimento distribuzione start-up finanziate in ambito ICT

Fonte: VEM, Rapporto Italia 2012

All'interno del mondo ICT si segnala la diffusione delle applicazioni *web & mobile*, principalmente riconducibili ad *app* innovative per gli *smartphones*. Tutti i settori sono rimasti tendenzialmente in linea con l'anno precedente, ad eccezione dell'area dei *software*, che ha visto all'incirca raddoppiare gli investimenti nel proprio settore.

2.2.6 DINAMICHE DEI DISINVESTIMENTI

Il *venture capitalist* è un socio temporaneo di una start-up: investe in essa con lo scopo di realizzare un *capital gain* una volta che il valore della partecipazione si è adeguatamente incrementato. Il disinvestimento della partecipazione da parte del *venture capitalist* rappresenta, dunque, il momento conclusivo del rapporto tra quest'ultimo e l'impresa finanziata: è una fase molto delicata sia per l'investitore istituzionale, che potrà realizzare o meno il guadagno atteso, sia per la start-up e per il suo futuro.

Tendenzialmente il disinvestimento della partecipazione è totale, anche se in alcuni casi il *venture capitalist* può conservare una piccola partecipazione nell'impresa. Il momento del

disinvestimento, inoltre, non è predeterminato, ma coincide con quello nel quale la società ha raggiunto il livello di sviluppo previsto. Se, invece, gli obiettivi prefissati non sono stati raggiunti il disinvestimento avviene quando si ritiene che la situazione di crisi sia irrisolvibile.

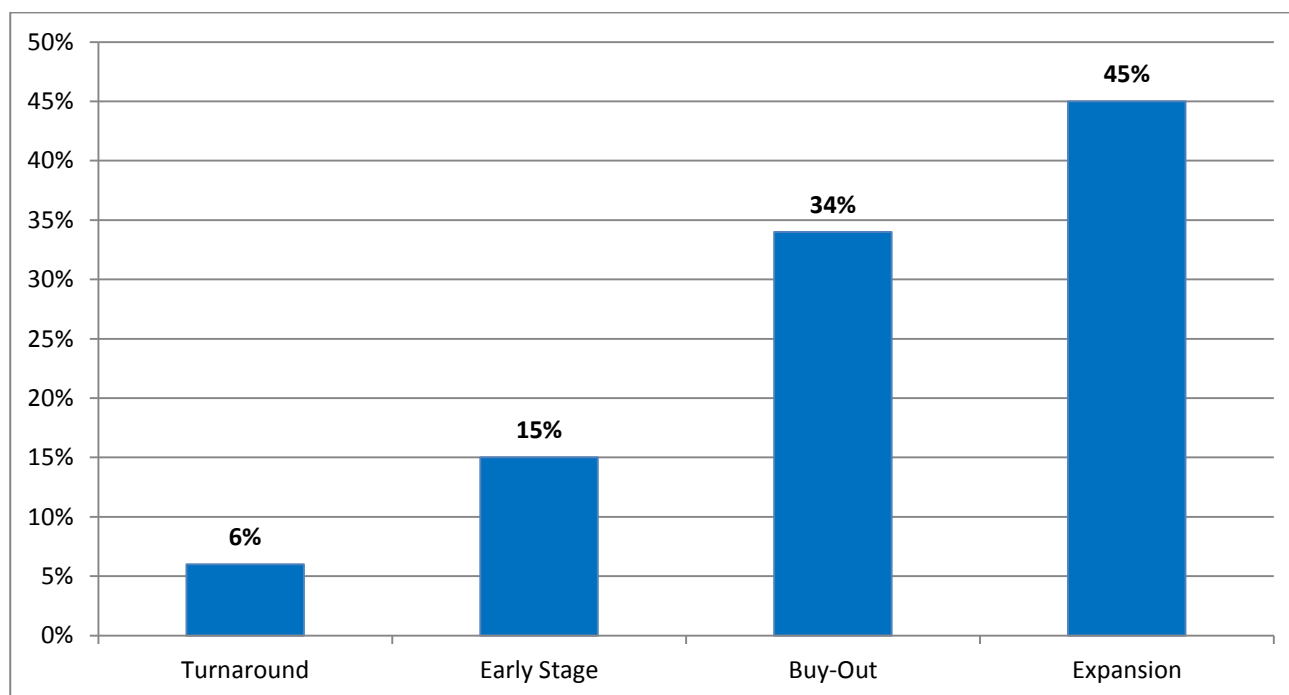
La durata della partecipazione che un *venture capital* detiene dura, in genere, da un minimo di 2/3 anni ad un massimo di 7/8: periodi di permanenza superiori si possono avere nel caso in cui il disinvestimento presenti delle difficoltà. Il disinvestimento della partecipazione può avvenire in quattro modi diversi:

1. Con la quotazione in Borsa dei titoli della società dove, una volta avvenuta la quotazione, l'investitore istituzionale cede la propria. Si parla, in questo caso di IPO (*Initial Public Offering*), cioè un'offerta pubblica di vendita di titoli di una società che per la prima volta viene ammessa alle negoziazioni di borsa;
2. La partecipazione posseduta dal *venture capitalist* viene ceduta mediante una trattativa privata ad un'altra impresa industriale (*trade-sale*);
3. La partecipazione posseduta dal *venture capitalist* viene ceduta ad un altro operatore di *private equity* o *venture capital* (*replacement* e *secondary buy out*);
4. La partecipazione posseduta dal *venture capitalist* è ceduta al socio imprenditore (*buy-back*). Questa alternativa è percorribile se la società non risulta essere appetibile per altri eventuali investitori;
5. L'azzeramento della partecipazione a seguito di fallimento (*write-off*).

La scelta del canale di disinvestimento, seppur indicativamente già definita al momento della negoziazione, deriva da una serie di fattori legati alla tipologia dell'impresa *target* (dimensioni, settore di attività, caratteristiche organizzative ecc.), ai risultati raggiunti attraverso la collaborazione tra investitore e imprenditore, a elementi congiunturali, nonché alle specifiche volontà e preferenze di tutti gli *shareholders*.

Come si evince dal grafico 2.14, la quota percentuale degli *exit* relativi ad un investimento di origine di tipo *early stage* ammonta al 15% del totale mercato dei disinvestimenti, con quasi la metà degli *exit* che sono relativi ad operazioni iniziali di *expansion*.

Grafico 2.14: Distribuzione delle operazioni di *exit* in relazione alla tipologia di investimento di origine



Fonte: VEM, Rapporto Italia 2012

2.3 FOCUS SUL SETTORE *MOBILE*

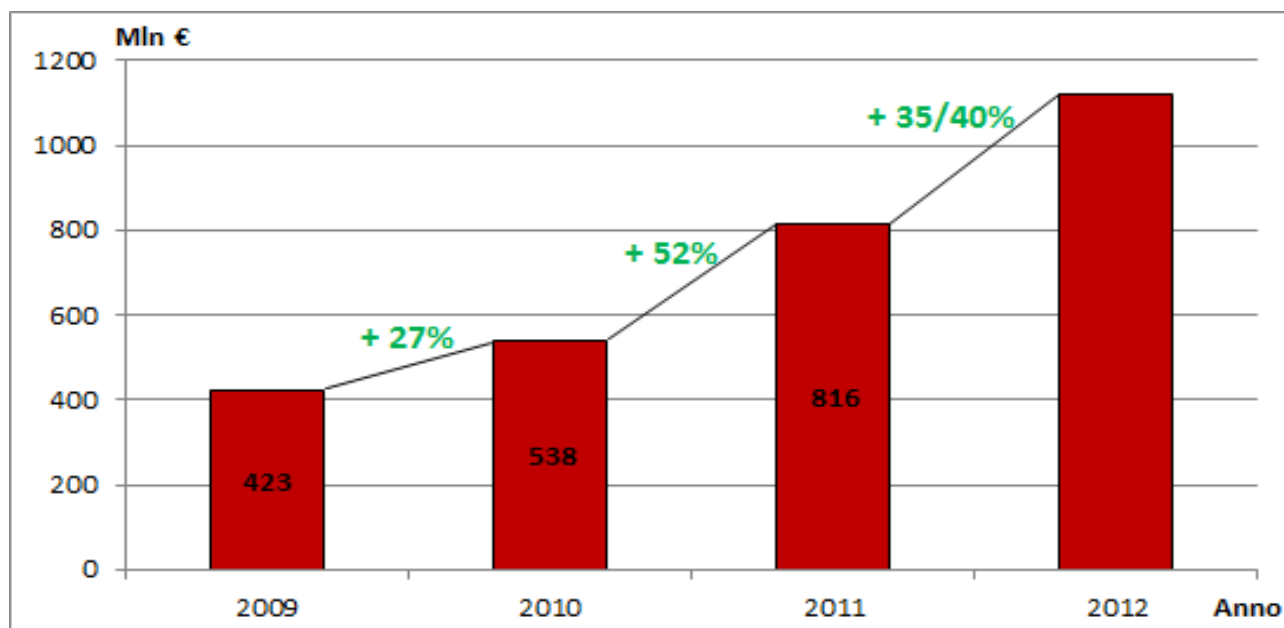
La rapida diffusione degli *Smartphone*, la proliferazione delle applicazioni e dei siti *Mobile* e lo sviluppo delle reti cellulari di nuova generazione (LTE), stanno creando un nuovo incredibile ecosistema di business chiamata *Mobile Economy*. Anche in Italia questo settore sta crescendo e può dare nuova linfa allo sviluppo economico del nostro paese:

- a livello infrastrutturale, infatti, gli investimenti per la rete cellulare di nuova generazione possono avere un impatto positivo sulla crescita del PIL che è stato stimato compreso tra lo 0,2% e lo 0,4%, anche se devono essere affiancati da adeguati investimenti sulla rete fissa (*Next Generation Network*);
- a livello di business, l'ecosistema *Mobile* – creando un nuovo potente canale di relazione tra aziende, pubbliche amministrazioni e consumatori/utenti – sta spingendo un'ampia gamma di nuovi mercati: *Mobile Internet, Content & Apps, Marketing, Service, Commerce, Payment*;
- a livello imprenditoriale, assistiamo anche in Italia alla nascita di molteplici nuove imprese (Start-up) in ambito *Mobile* e ad un nuovo impulso ad operazioni di acquisizione e fusione³³.

Analizziamo ora più approfonditamente quelle che sono state le dinamiche che il mercato del *mobile* ha vissuto negli ultimi anni: nel 2011 il mercato del *Mobile Internet* (grafico 2.15) registra un decisa "impennata" (+52%), superando quota 800 milioni di euro.

³³ Osservatorio Mobile Internet Content & Apps (2012), *Mobile Internet & Apps: è boom. Opportunità per tutti: Start-up e grandi imprese, Telco e Over the Top*

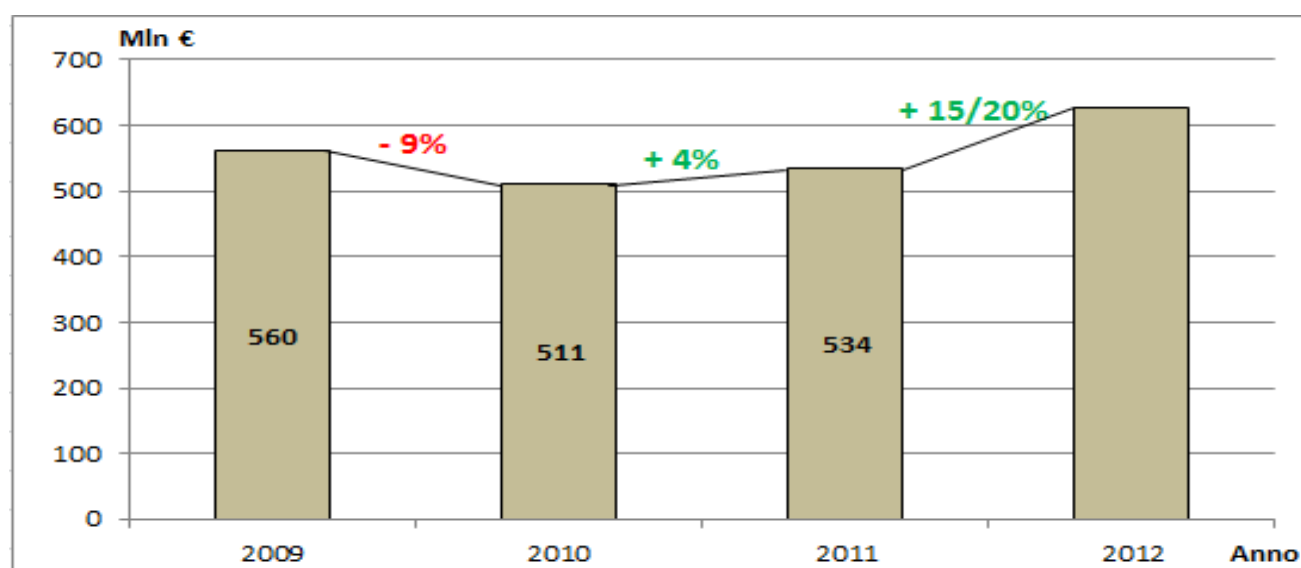
Grafico 2.15: Dinamica mercato *mobile internet* in Italia



Fonte: Osservatorio Mobile Internet, Content & Apps. 2012

Per quanto riguarda il mercato dei *Mobile Content & Apps* (Pay e Advertising) possiamo dire (riferendoci ai medesimi anni di analisi 2009-2012) che torna a crescere, dopo alcuni anni di contrazione dovuta al cambiamento di paradigma dai canali tradizionali di erogazione dei contenuti (*wap portal, sms premium, ecc.*) ai nuovi canali basati sul *Mobile Internet* e sugli *Application Store*.

Grafico 2.16: Dinamica mercato *mobile Content & Apps* in Italia



Fonte: Osservatorio Mobile Internet, Content & Apps. 2012

Il mercato, infatti, è cresciuto nel 2011 del 4% (grafico 2.16) arrivando a quota 534 milioni di euro ed ancor maggiore è stato l'aumento del 2012 (superiore al 15%). E' un mercato ancora principalmente *Pay* (a differenza di quel che accade nel mondo Internet tradizionale, Pc-centrico): quasi il 90%, infatti, deriva dalla vendita di *Mobile Content & Apps* al consumatore finale e il restante 10% dalla pubblicità che finanzia i contenuti free³⁴ (grafico 2.17).

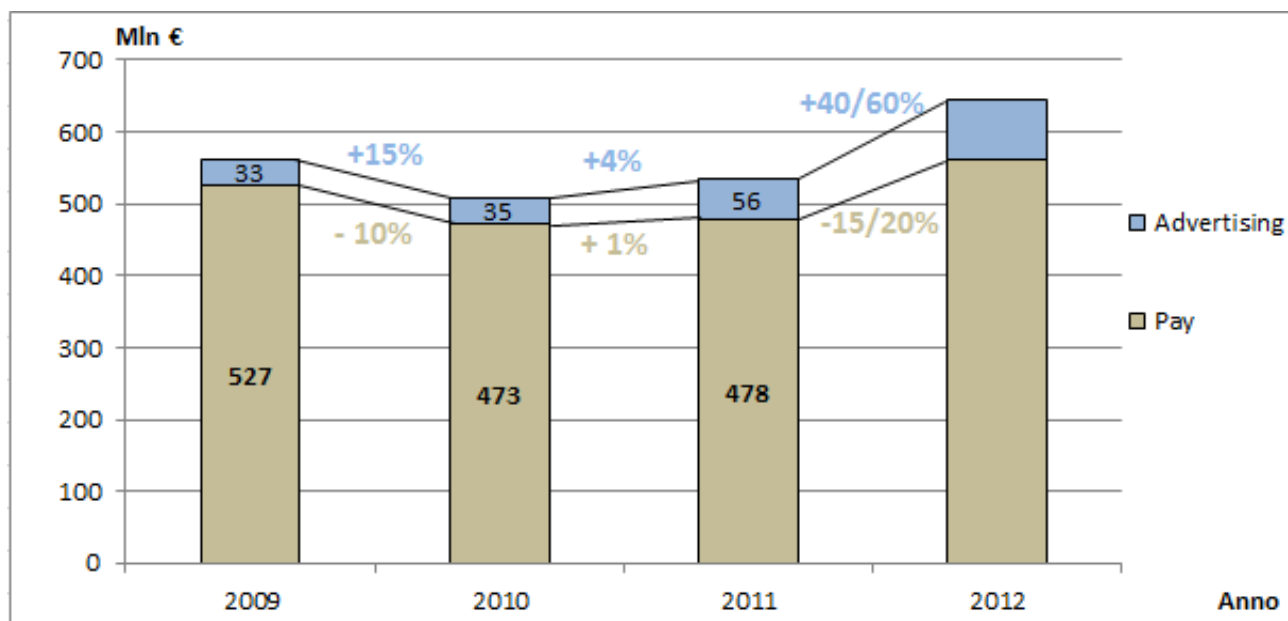
Andando a suddividere il totale mercato (*Pay* e *Adv*) per le macro piattaforme tecnologiche – messaggistica (Sms e Mms), mobile web (diviso tra *smartphone* e *feature phone*) e *application store* – emergono subito alcune significative evidenze:

- i servizi basati su messaggistica (in particolare Sms) rimangono una componente rilevante del mercato (oltre un terzo), nonostante la continua riduzione anno su anno;
- la componente relativa agli *application store* sta crescendo a tassi molto elevati (nel 2011 è raddoppiata in valore);
- la quota parte di ricavi generati su *mobile web* da utenti che possiedono uno *smartphone* (ad esempio *download* di contenuti, *streaming* di video, accesso a contenuti a pagamento in *browsing*) è già nel 2011 più consistente dei ricavi generati dagli *application store*;
- in calo, invece, i ricavi generati su *mobile web* dagli utenti che hanno in mano un *feature phone*³⁵.

Nella stragrande maggioranza (circa l'85%) sono ricavi *Pay*, tra cui si registra un ruolo in forte crescita dei ricavi da *in-app billing*.

³⁴ vd. nota 33

³⁵ *ibid*

Grafico 2.17: Peso ricavi Pay e Advertising nel mercato *mobile content & Apps* in Italia

Fonte: Osservatorio Mobile Internet, Content & Apps. 2012

Volendo ora analizzare i principali *trend* in atto e ipotizzare gli scenari futuri, possiamo affermare che sono molti i fattori che possono impattare sulle dinamiche di crescita di questo mercato nei prossimi anni. Cerchiamo di riportare quelli che possono rappresentare gli snodi principali:

- Il modello di distribuzione e di fruizione dei contenuti:** un primo importante snodo riguarda il peso dei diversi canali di distribuzione dei *Mobile Content & Apps*. A questo riguardo ci sono diversi fattori che potrebbero svolgere un ruolo importante. Innanzitutto, la velocità di diffusione dell'HTML5 e delle *Web App*. Sono nati, da parte dei *Mobile Content&Service* provider italiani, nuovi servizi in HTML5 basati su modelli a *subscription* e caratterizzati da cataloghi di prodotti; tali contenuti hanno iniziato a raggiungere risultati significativi e contribuiranno in maniera importante alla crescita dei ricavi su *Mobile Web* da parte di utenti *smartphone*. Il secondo snodo è il grado di diffusione e l'efficacia degli ambienti di programmazione *cross-platform*. Un terzo aspetto riguarda lo sviluppo in Italia di nuovi *marketplace*, quali, ad esempio, lo store di Amazon negli USA o quello da facebook (*App Center*).

- **Il ruolo dei sistemi di pagamento basati sul conto telefonico:** strettamente connesso al precedente, un secondo fattore chiave che condiziona lo sviluppo del mercato nei prossimi anni è legato al peso che i sistemi di pagamento basati sul credito telefonico saranno in grado di raggiungere, a livello sia di *mobile site* (e ancor più di *web app* in HTML5) che di *application store*. In questo ambito un ruolo chiave è svolto da *mobile pay*, l'iniziativa lanciata da tutti gli operatori di telefonia mobile italiani che offre, mediante un unico *brand*, un nuovo canale di pagamento basato su credito telefonico per tutti i contenuti digitali (non solo *mobile* ma anche Internet). Altrettanto importante è la possibilità di giungere ad accordi con gli *owner* dei principali *application store* (a partire da Google Play) per l'utilizzo del conto telefonico come modalità di pagamento aggiuntiva per il consumatore.
- **Il ruolo dei diversi sistemi operativi:** un altro fattore di incertezza riguarda i pesi dei diversi sistemi operativi, con particolare attenzione al ruolo che Microsoft e Nokia dimostreranno di poter giocare, a fianco di Apple e Google.
- **Le regole del mercato:** giocherà un ruolo importante la regolamentazione del mercato da parte del legislatore e delle *authority* in termini di tutela del consumatore: si pensi, ad esempio a nuove regole sulla gestione della *privacy*, sulle opportunità di geo-localizzazione dell'utente o sulla gestione dei *big data* e/o a interventi sulla trasparenza e chiarezza nelle comunicazioni ai consumatori.
- **La competizione *multi-device*:** un ultimo punto di attenzione riguarda il ruolo che i *tablet* svolgeranno in alternativa a cellulari e *smartphone* per la fruizione di *mobile Content* e *mobile apps*: nella complessiva competizione per *share of wallet* e lo *share of time* del consumatore. Tale competizione potrebbe cannibalizzare la crescita dei ricavi legati al canale *mobile*, anche a seguito della maggior diffusione di offerte "*in cloud*", che consentono di fruire di un medesimo contenuto su più *device* (senza necessità di replicare l'acquisto per ogni terminale posseduto)³⁶.

³⁶vd. nota 33

3. LA SITUAZIONE IN AMBITO DIGITALE DEL *VENTURE CAPITAL* IN ITALIA

Nella prima parte di questa sezione si vuole analizzare l'inquadramento del contesto italiano in termini di attori di *venture capital*, con particolare attenzione allo sviluppo del mercato del *venture capital* e alle sue debolezze.

Successivamente viene effettuata una panoramica dei principali *players* attivi nel mondo del *venture capital* italiano, cominciando con lo sviluppare il ruolo svolto dai *business angels* nell'ecosistema del capitale di rischio, sintetizzandone l'attività.

In seguito vengono presentate le principali forme di fondi *venture capital*, distinguendo l'accezione europea da quella del mondo americano, con particolare attenzione ai *venture capital* italiani, con cenni storici e funzioni, descrivendone le diverse tipologie, e analizzandone le principali caratteristiche in quanto in base alla struttura che presentano rientrano in categorie particolari.

Infine verranno trattati gli incubatori d'impresa più attivi in Italia verificandone i principali obiettivi, che mirano a promuovere lo sviluppo economico e la creazione di lavoro integrando talenti, tecnologie, *know-how* e capitale all'interno di una rete che favorisce la crescita di una nuova impresa.

3.1 ANALISI DEGLI ATTORI DI VENTURE CAPITAL

Lo sviluppo del mercato del *venture capital* in Italia è relativamente recente se comparato con mercati maturi come quelli anglosassoni, il *venture capital* italiano ha avuto avvio infatti con la nascita dei primi fondi istituzionali di *venture capital* in Italia alla fine degli anni 90. Nel 2001, a seguito dello scoppio della “bolla internet” a livello globale, il mercato del *venture capital* in Italia ha subito una rilevante contrazione con conseguente scomparsa di gran parte dei principali gestori ed una maggior ritrosia da parte degli investitori nei confronti di tale tipologia di investimento.

Nel rapporto “*The Global Venture Capital and Private Equity Attractiveness Index 2009-10*”, realizzato dalla IESE Business School in collaborazione con Ernst&Young, l’Italia è collocata al ventinovesimo posto nella classifica mondiale per attrattività del suo sistema economico nei confronti di tali forme di investimento.

Secondo questo studio la principale minaccia per il mercato del capitale di rischio nei prossimi anni consiste nel limitato ruolo dei *venture capital* nel supportare l’attività di ricerca e sviluppo e l’*early stage* financing in attività veramente innovative. Questo fattore è legato alle tradizionali debolezze del contesto italiano: tassazione eccessiva, peso rilevante dei settori maturi esposti alla concorrenza internazionale, struttura inefficiente del mercato del lavoro, basso livello di investimento e ridotta penetrazione di Internet. Si tratta di elementi che hanno un impatto al di là degli operatori specializzati e dei soggetti coinvolti direttamente: il legame tra *venture capital* e sviluppo economico è molto chiaro ed è stato identificato da diverse fonti.

In Italia, le società di *venture capital* sono generalmente di piccole dimensioni e in esse operano specialisti che hanno esperienza nella conduzione aziendale, conoscenza del business, attitudine a operare in maniera rapida, flessibile e professionale. Tradizionalmente tali operatori si dividono in investitori istituzionali e non istituzionali: i primi svolgono con continuità l’attività di investimento, i secondi investono in maniera discontinua in piccole imprese non quotate per

diversificare il portafoglio delle proprie attività finanziarie e per aumentarne la redditività, tra questi si distinguono i *business angel*³⁷.

Gli operatori istituzionali comprendono società indipendenti, sussidiarie di imprese, banche, compagnie di assicurazione e operatori quasi pubblici. Le società indipendenti si caratterizzano per la struttura che è caratterizzata dalla presenza di uno o più *general partner* (i *venture capitalist*), responsabili delle decisioni di investimento e della loro gestione, e da numerosi *limited partners*, soci passivi che forniscono le risorse finanziarie all'intermediario.

Nonostante l'attenzione al mondo delle *start-up* recentemente mostrata dal governo attraverso la definizione dei disegni di legge per accrescere l'innovazione e favorire la nascita di nuove iniziative imprenditoriali, ad oggi il mercato è significativamente in ritardo rispetto agli altri paesi europei ed agli USA sia in termini di attori operanti nel settore che conseguentemente per quanto riguarda i capitali disponibili ed impiegati nello stesso.

Il *fundraising* per i fondi di *venture capital* italiani resta infatti particolarmente complesso a causa del difficile contesto di mercato, a cui si aggiungono:

- le caratteristiche peculiari e di elevato rischio degli investimenti in *venture capital*;
- la poca dimestichezza degli investitori italiani con tale *asset class* dato lo scarso numero di investitori istituzionali che professionalmente investono in *venture capital*;
- la quasi totale assenza di investitori internazionali sul mercato italiano;
- l'assenza di un mercato borsistico specializzato che permetta di intravedere possibilità di *exit* anche nelle fasi di sviluppo delle aziende (come ad esempio il Nasdaq negli USA).

³⁷ Osservatorio Filas, 2004, *La finanza innovativa nelle regioni italiane ed europee – Gli strumenti di attuazione ed i principali risultati*

Inoltre, l'attività di *venture capital* rispetto all'attività di *private equity* focalizzata sulle PMI, si contraddistingue in particolare per:

- ritorni polarizzati: gli investimenti in *venture capital* hanno generalmente aspettative di ritorno polarizzate con un numero significativo atteso di *write-off* ed un numero ridotto di investimenti ad alto ritorno che generalmente compensano le perdite sugli altri investimenti;
- necessità di molteplici *follow-on* e *round* di investimento: tipicamente gli investimenti in *venture capital* richiedono la capacità degli investitori di fare fronte a un numero di significativo di *follow-on* con la conseguente gestione della diluizione della propria percentuale azionaria;
- necessità di specializzazione settoriale ed esperienza/*network* internazionale dei team di gestione: il successo degli investimenti in *venture capital* richiede una chiara conoscenza del settore di investimento (ICT, *biotech*, *medtech*, ecc) soprattutto data la vicinanza ancor più marcata tra investitori ed imprenditori e l'apertura ai / la conoscenza dei mercati di sviluppo e dei capitali internazionali;
- dimensione dei fondi più contenuta rispetto ai fondi di PMI: la mancanza di investitori istituzionali, il mercato relativamente poco maturo e la più ridotta necessità di capitale, hanno come conseguenza che la dimensione dei fondi italiani di *venture capital* sia relativamente contenuta;
- *track record* relativamente limitato dei gestori di fondi italiani: il numero di gestori italiani strutturati con una base di investitori diversificata è limitato e taluni settori non presentano team con esperienza e capacità di raccolta sufficiente per l'implementazione della strategia di investimento (ad esempio: *biotech*)³⁸.

Il nuovo ambiente competitivo sarà molto differente dagli anni passati, essendo segnato dal trauma della crisi economica mondiale, dal cambiamento profondo della dinamica di alcuni settori della finanza, dalle nuove forme di regolazione pubblica adottate in molti paesi e dal cambiamento

³⁸ Guido Corbetta (2013), *Fondi di fondi di venture capital*

dell'equilibrio di potere globale, all'interno del quale i paesi asiatici hanno un peso molto maggiore. In questo nuovo scenario, gli operatori del *venture capital* sperimenteranno un processo di adattamento che porterà alcuni di essi a sopravvivere, mantenendo vivo il motore dell'innovazione con caratteristiche diverse rispetto al passato³⁹.

³⁹ Massimiliano Magrini, Raffaele Mauro (2010), *Il ruolo del venture capital in Italia: comparazione internazionale e opportunità di sviluppo*

3.2 PANORAMICA DEI PRINCIPALI *PLAYERS* ATTIVI NEL MONDO DEL *VENTURE CAPITAL* ITALIANO

3.2.1 *BUSINESS ANGEL*

Un *business angel* è un investitore privato (spesso un ex *startupper* o imprenditore, oppure *manager* attivi o in pensione) non istituzionale che decide di investire una parte delle sue risorse patrimoniali nel finanziamento del capitale di rischio di una nuova impresa.

Nel mondo, la media che un *business angel* investe varia dai 30 ai 500 mila euro; in Italia questa cifra diminuisce: di solito tra i 30 e i 50 mila euro. Ciò mostra come di *super angel* ne esistano ben pochi. L'obiettivo dei *business angels* è quello di contribuire alla riuscita economica di un'azienda ed alla creazione di nuova occupazione⁴⁰.

Il ruolo svolto dal *business angel* nell'ecosistema del capitale di rischio è essenziale, perché colma il vuoto fra il *seed capital* (capitale messo insieme ricorrendo a familiari e amici) e il *venture capital* (capitale messo a disposizione dagli investitori professionali).

In Italia gli *angels* dispongono di un'associazione di categoria nota come IBAN (*Italian business angel network*), ma esistono anche gruppi di *business angels*, il più grande dei quali è l'*Italian Angels for Growth*, che può vantare più di 100 soci e capitali per circa 20 milioni di euro.

L'*Italian business angel network* viene costituita nel 15 marzo 1999 a seguito della nascita dell'*European Business Angels Network*, a cui l'associazione italiana aderisce, ed ha l'obiettivo di fornire capitale di rischio e strumenti concreti a imprenditori e investitori per costruire imprese vincenti.

⁴⁰ <http://www.iban.it>

L'attività svolta è sintetizzabile nei seguenti punti:

- sviluppare e coordinare l'attività di investimento nel capitale di rischio in Italia e in Europa da parte degli investitori informali;
- incoraggiare lo scambio di esperienze tra i *Business Angels Network*;
- promuovere il riconoscimento dei *business angels* e dei *Business Angels Network* come soggetti di politica economica;
- promuovere l'incontro dei *business angels*, degli imprenditori, dei neo-imprenditori e delle aziende;
- contribuire alla realizzazione di programmi locali/nazionali/comunitari finalizzati alla creazione e allo sviluppo di un ambiente favorevole all'attività degli investitori informali;
- mantenere gli opportuni contatti con le organizzazioni internazionali e non, per la realizzazione dei sopra citati obiettivi⁴¹.

Italian Angels for Growth nasce nel 2007 dalla volontà di nove soci fondatori: Luigi Amati, Marco Asquini, Luigi Capello, Enrico Castellano, Lorenzo Franchini, Andrea Mandel Mantello, Francesco Marini Clarelli, Antonio Sfiligoj e Marco Villa.

I nove imprenditori-manager vengono coinvolti nel programma *Partnership for Growth*, promosso dall'Ambasciatore Ronald Spogli e nato con l'intento di promuovere la creazione di un nuovo ecosistema che favorisca lo sviluppo del capitale di rischio in Italia. Nell'autunno 2007 i fondatori visitarono la Fondazione Kaufmann di Kansas City e dopo essere stati a Milwaukee per incontrare i rappresentanti del più grande *network* di *business angels* americano legato alle Università, al ritorno in Italia, hanno dato vita a *Italian Angels for Growth*. I soci di IAG - imprenditori, manager e professionisti - cercano start up con un potenziale di crescita elevato, un'innovazione proprietaria e un vantaggio sostenibile nel tempo, requisiti fondamentali per poter ricevere un finanziamento.

⁴¹ vd. nota 40

Le aziende oggetto di analisi devono essere giovani (da 0 a 2 milioni di euro di fatturato in entrata) e devono avere un elevatissimo potenziale di crescita e scalabilità, che permetta loro di arrivare almeno attorno ai 5-10 milioni di euro di fatturato al terzo-quinto anno e quindi all'exit per gli *angels*. L'investimento, che varia da 300.000 agli 800.000 €, si concretizza una volta che la fase di *seed* è stata superata.

Gli organi dell'Associazione sono:

- l'Assemblea (costituita da tutte le categorie di soci);
- il Consiglio Direttivo, composto da: Francesco Marini Clarelli – Presidente, Marco Villa – Managing Director e Vice Presidente, Lorenzo Franchini – Managing Director, Antonio Leone – Director, Valerio Caracciolo – Director, Federico Tonelli – Director, Franco Bocchini – Director, Roberto Scibetta – Director;
- il Comitato Esecutivo composto da: Francesco Marini Clarelli – Presidente, Marco Villa – Managing Director e Vice Presidente, Lorenzo Franchini – Managing Director⁴².

Dal 2008 ad oggi IAG ha investito un totale di € 9.061.000 in 19 società (29 round di finanziamento) ed in portafoglio presenta le seguenti startup: Musement, Angiodroid, ProxToMe, Margherita Inventions, Sedicidodici, Agroils Technology, Stereomood, Wireless Integrated Network, On-Sun Systems, Ohikia, Nomesia, Spreaker, Eugea, Trumedia, S5Tech, Biogenera, Passpack.

⁴² <http://www.italianangels.net>

3.2.2 VENTURE CAPITALIST

I fondi di *venture capital*, nell'accezione europea, sono complementari a quelli di *Private Equity* e si focalizzano esclusivamente sul finanziamento delle fasi di avvio e sviluppo di una nuova impresa. Per il mondo americano, invece, il *venture capital* forma, insieme alle operazioni di *buy-out*, i fondi di *Private Equity*.

Le due tipologie di fondo sono molto legate l'una all'altra ma differiscono leggermente: l'attività di *venture capital*, in particolare, presenta una forte specializzazione nel finanziamento di imprese con profilo di rischio elevato, assumendo rischi che altri operatori finanziari non sono disposti a correre.

Prima di analizzare i principali fondi di *venture capital* italiani è necessario descrivere le diverse tipologie di fondi, che in base alla struttura che presentano rientrano in una particolare categoria.

I fondi comuni di investimento sono istituti di intermediazione finanziaria che hanno lo scopo di investire i capitali raccolti dai risparmiatori. Il fine è quello di creare valore, attraverso la gestione di una serie di *asset*, per i gestori del fondo e per i risparmiatori che vi hanno investito⁴³.

Sono un patrimonio a sé stante, costituito dal denaro dei risparmiatori e gestito da una SGR (Società di gestione del risparmio): il patrimonio è diviso in quote di partecipazione e ogni risparmiatore detiene un certo numero di quote, il cui valore può cambiare ogni giorno in relazione all'andamento dei titoli nei quali il fondo investe. Tutti gli investitori hanno pari diritti, partecipando agli utili ed alle perdite in proporzione alle quote possedute.

⁴³<http://www.borsaitaliana.it>

Le Sicav (Società di investimento a capitale variabile) si differenziano dai fondi comuni soprattutto per il fatto che i risparmiatori non acquistano quote di partecipazione, ma azioni della società, per cui sono soci, ed hanno la possibilità di esercitare il diritto di voto. I partecipanti di una Sicav hanno poteri più ampi rispetto ai partecipanti di un fondo comune, e pertanto possono intervenire sulle politiche di investimento della società attraverso, appunto, il voto. Un'altra differenza tecnica è costituita dalla ritenuta fiscale del 12,50%.

Nei fondi le tasse vengono pagate direttamente dal fondo, nelle Sicav, invece, l'imposta è la stessa, ma viene applicata sull'effettivo guadagno realizzato dal sottoscrittore al momento del riscatto. La differenza è importante, perché nei fondi le tasse si pagano giorno per giorno, nelle Sicav si pagano al momento del riscatto e quindi sono differite nel tempo⁴⁴.

Le società d'investimento a capitale di rischio (SICAR) si differenziano leggermente dalle Sicav in quanto non conoscono norme di diversificazione del proprio portafoglio, il che si traduce nella possibilità di investire anche unicamente in un unico *asset*, quindi senza diversificare il rischio (vincolo obbligatorio nelle Sicav). La caratteristica principale di un fondo chiuso è quella secondo cui le quote di partecipazione e il numero di partecipanti è prestabilito al momento della sua costituzione e non sono variabili nel tempo. La scelta dei fondi chiusi implica, sostanzialmente, un investimento di lungo periodo a causa dell'inevitabile attesa delle date di scadenza per la suddivisione degli utili.

Nei fondi aperti, invece, gli investitori possono uscire ed entrare in qualsiasi momento perché sono a capitale variabile: il patrimonio varia continuamente (sia nella composizione che nel valore) in relazione agli acquisti e alle vendite realizzate sul mercato a opera dei gestori del fondo, e all'andamento del saldo netto tra nuova raccolta e riscatti chiesti dai partecipanti. I partecipanti al fondo aperto hanno diritto di chiedere, in qualsiasi tempo, il rimborso delle quote secondo le modalità previste dalle regole di funzionamento del fondo⁴⁵.

⁴⁴ <http://www.investireinformati.com>

⁴⁵ Definizione decreto del Ministero del Tesoro n. 228/99

1. Principia SGR

Principia SGR, istituita nel 2002, è uno dei principali operatori italiani di *venture capital*. Attualmente la SGR gestisce due fondi d'investimento, denominati Principia Fund e Principia II, i quali hanno globalmente realizzato oltre 30 investimenti in operazioni di *start-up capital* ed *expansion capital* (cd. *early stage private equity*).

Principia Fund ha completato il proprio periodo d'investimento ed ha avviato il processo di dismissione del portafoglio, che risulta ad oggi composto da 3 investimenti residui, mentre Principia II ha appena completato il periodo di investimento.

Il fondo Principia II ha una strategia di investimento focalizzata sul digitale e per ragioni di *public policy* (co-investitore al 50% è il DIT-Digitalia) investe su progetti localizzati nelle regioni del Centro-Sud Italia.

Principia SGR supporta gli imprenditori nel tempo, mettendo a loro disposizione relazioni, competenze di business e, ovviamente, capitali, avendo sempre chiare priorità quali:

- l'attenzione ai giovani talenti;
- l'integrazione e interconnessione con il mondo della ricerca e dell'università, con il settore del "digitale" e con la comunità finanziaria;
- il focus sul territorio e sulle specificità nazionali in termini di risorse e competenze che possano ambire a un efficace e sostenuto sviluppo internazionale.

L'attività di gestione dei fondi è qualificata dalle esperienze e dalle relazioni dei soci istituzionali e di quelli privati, che si concentrano sulla selezione di iniziative imprenditoriali connotate da tecnologia, innovazione e, soprattutto, dalla capacità di raggiungere i risultati.

La strategia di investimento dei Fondi Principia segue un approccio industriale qualificato dalla condivisione e dal trasferimento di esperienze operative e volto a sostenere lo sviluppo delle iniziative in cui investono i Fondi.

Le aree su cui Principia si concentra per selezionare le opportunità d'investimento con il Fondo Principia II sono:

- applicazioni e soluzioni per la mobilità per il mercato consumer e business, in sintesi *going mobile*;
- *E-commerce* ed *E-Service*, in sintesi *going Internet*;
- sviluppo di contenuti e di nuove forme di *entertainment* digitale;
- tecnologie "*hard&soft*" trasversali alla fruizione digitale e in mobilità, con particolare attenzione alle interfacce (*going touch*) e alle interazioni sociali (*going crowd*).

Come già anticipato in precedenza, Principia gestisce due fondi: Principia Fund, fondo chiuso di diritto italiano dedicato esclusivamente a società non quotate che hanno come missione attività di ricerca e di utilizzazione industriale della ricerca stessa nell'ambito di nuove iniziative economiche ad alto contenuto tecnologico. Le risorse attualmente gestite (comprese anticipazioni ex I.388/00) sono pari a 25 milioni di Euro. Il Fondo Principia è in fase di disinvestimento e valorizzazione del portafoglio.

Principia II è un fondo chiuso di diritto italiano dedicato ad imprese innovative localizzate nelle aree del Centro-Sud Italia (ad esclusione del Lazio). Gli investimenti del Fondo si concentrano su innovazioni di processo o di prodotto mediante tecnologie digitali. Le risorse attualmente gestite sono pari a 63,1 milioni di Euro, il cui 50% è stato investito dal Fondo di Fondi High Tech Sud (HT Sud) promosso dal DIT (Dipartimento per la Digitalizzazione e l'Innovazione Tecnologica del Ministero per la Pubblica Amministrazione e l'Innovazione): il fondo è in corso di investimento.

Il consiglio di amministrazione di Principia SGR è composto da: Roberto Mazzei – Presidente, Michele Costabile – Vice Presidente non Esecutivo, Antonio Falcone – Vice Presidente Esecutivo, Fabio Filocamo – Consigliere, Fernando Fucinese – Consigliere, Francesco Galletti – Consigliere, Raffaele Oriani – Consigliere⁴⁶.

Nel portafoglio di Principia sono presenti 32 startup: Banzai, Eos S.p.A., Pharmeste, Crowengineering, Citynews, Docebo, Neodata Group, 6sicuro, X2tv, Applix, Vivocha, 4wMarketplace, Moneyfarm, DoveConviene, Eco4cloud, Altilia, Games App Studios, Ciceroos, Zoorate, Affardelgiorno, Sounday, Smplicissimus Book Farm, Eximia, Itsworld Sicilia, D-share, Bangbite, Jusp, Tacati, im3D Clinic, Rysto, Weekend Company, Bibutek.

Nel 2012 l'ammontare investito è stato pari a 24.485.000 milioni di euro, nel 2013 di 19.245.000 milioni di euro (dato registrato ad Ottobre 2013).

2. Innogest SGR

Innogest SGR SpA è stata costituita nel gennaio 2005 come azienda specializzata nella promozione e gestione di fondi caratterizzati dall'innovazione. Nel luglio 2005 Innogest SGR ha ottenuto l'autorizzazione da parte della Banca d'Italia di fornire servizi di gestione del risparmio.

Il primo fondo di Innogest SGR, Innogest Capital, è focalizzato su imprese altamente innovative e, con i suoi 80.000.000 € di capitale impegnato, è attualmente il più grande fondo italiano nelle fasi di *seed* ed *early stage venture capital*. Sono presenti attualmente tre sedi in Italia: Torino, Milano e Padova.

La missione di Innogest SGR è quella di generare rendimenti di alto livello per i propri investitori trasformando l'imprenditorialità e la tecnologia italiana in società di successo e a crescita rapida.

⁴⁶<http://www.principiasgr.it>

A comporre l'*Advisory Board* ci sono Ronald Spogli come presidente e Michele Appendino, Teresio Barioglio, Gianni Borghi, Giampio Bracchi, Umberto Bussolati, Enrico Casini, Mario Costantini, Gianfranco Favaro, Simone Fubini, Roberto Galimberti, Michael Gera, Michel Guillet, Marco Landi, Marco Lavazza, Francesco Loredan, Paolo Mulassano, Fernando Napolitano, Pasquale Pistorio, Umberto Rosa, Alberto Sangiovanni Vicentenelli, Roberto Saro, Bjorn Tremmerie.

Innogest investe in imprese giovani (in genere con meno di cinque anni dalla creazione) solo attraverso una partecipazione diretta nel loro capitale (ad esempio attraverso l'aumento del capitale sociale emesso da Innogest Capital). Una società che può risultare appetibile per Innogest deve dimostrare le seguenti caratteristiche:

- elevato potenziale di crescita;
- team con *skills*, onesto, esperto e di natura imprenditoriale;
- volontà di crescere, portando a bordo nuovi *partner* e modificando il proprio assetto societario se necessario;
- tecnologia difendibile;
- prodotti o servizi offerti a mercati in crescita;
- ambizione di raggiungere espansione globale.

Successivamente all'investimento Innogest sostiene le società in portafoglio per un lungo periodo di tempo (il periodo medio previsto è di cinque anni), per accompagnarle verso il loro pieno sviluppo⁴⁷. In portafoglio sono presenti attualmente le seguenti start-up: Silicon Biosystems, The Blog TV, Hacking Team, Intelligence Focus, SingularID, TwoF, Mobango, Adriacell, Igea, Authix, Erydel, Cascaad, Noodles, BeeTV, MBooster, Savelli, Stereomood, Beintoo, Agroils Technology, 40 South Energy.

⁴⁷ <http://www.innogest.it>

3. Vertis SGR

Vertis è una società di gestione del risparmio napoletana indipendente e dotata di un capitale sociale di euro 1,8 mln. Il Consiglio di Amministrazione è composto da:

- Sergio Beretta – Presidente
- Marco Agostini – Vice-presidente
- Amedeo Giurazza – Amministratore Delegato
- Renato Vannucci – Consigliere Delegato
- Arturo Capasso – Consigliere
- Rocco Corigliano – Consigliere
- Gualtiero de Felice – Consigliere
- Giancarlo di Luggo – Consigliere
- Antonello Marzolla – Consigliere

Ad accompagnare il C.d.A. ci sono gli *investment manager*: Antonio De Blasio ed Alfonso Riccardi e gli *analyst* Nello D'Auria, Rita Verderosa e Chiara Andolfo.

Vertis gestisce due fondi chiusi, uno di *private equity* e l'altro di *venture capital*, entrambi specializzati nell'assunzione di partecipazioni in piccole e medie imprese localizzate nelle regioni del Sud Italia. Attraverso questi due fondi, quindi, Vertis accompagna le aziende in tutte le fasi della loro vita, sia in quella iniziale (*start-up*) che in quelle di crescita e di maturità (*expansion e buy-out*).

Il fondo di *venture capital* è dotata di un patrimonio di 25 mln di euro, mentre l'investimento in una start-up può variare dai 500.000 euro ai 2.500.000 euro. Nel 2012 Vertis ha effettuato investimenti singoli per 7.900.000 euro in 8 start-up, nel 2013 ha finanziato 3 start-up per un totale di 3.500.000 euro⁴⁸.

⁴⁸<http://www.vertis.it>

Il portafoglio di Vertis è formato da: Titano, Che dovunque, Jusp, Appsbuilder, Cogisen, Fluidotecnica Sanseverino, Vivocha, Karalit, Linkpass, DeRev, +Plugg, Blooming, Promoqui, AutoXY, BioUniversa, Glomeria Therapeutics, Mosaicoon e Personal Factory.

4. Dpixel

Dpixel è formato da un gruppo di imprenditori e *manager* che hanno una vasta esperienza internazionale nel settore. E' stato fondato da Gianluca Dettori e attualmente nel team fanno parte i seguenti attori: Franco Gonella, Antonio Concolino, Michaela Carboni, Alessio Rocchi, Antonello Bartiromo, Ron Guerriero, Lisa di Sevo, Loris Lanzellotti, Niccolò Sanarico e Giovanna Perrone⁴⁹.

Nel corso della sua storia Dpixel ha avuto 4 *exit* (Viamente, Vivaticket, Kiver, Seola) e 2 solo *write-off* (Glomera e Ibrii), mentre l'attuale portafoglio è composto da: Sounday, SmartRM, Iubenda, Cortilia, CrowdEngineering, Ciceroos, Mangatar, Sardex.net, Affaredelgiorno ed Eco4Cloud.

5. IMI Fondi chiusi SGR

IMI Fondi Chiusi SGR S.p.A. è la società di gestione del risparmio che gestisce Fondi Chiusi Riservati specializzati nell'attività di *private equity (later stage)* e di *venture capital*.

L'attività della SGR è rivolta unicamente all'investimento nel capitale di rischio delle piccole e medie imprese, a supporto del loro sviluppo, della loro aggregazione e riorganizzazione, con l'obiettivo di fornire costantemente all'imprenditore competenze specialistiche sui temi di consulenza strategica e finanziaria, affiancandolo nell'evoluzione della sua impresa. La società ha sede a Bologna ed uffici operativi anche a Milano, Roma e Napoli; è membro AIFI (Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel Capitale di Rischio) e EVCA (*European Private Equity e Venture Capital Association*).

⁴⁹<http://www.dpixel.it>

Gli investimenti nel *venture capital* sono effettuati attraverso tre fondi⁵⁰:

- **Atlante Ventures:** investe nel capitale di rischio di imprese innovative ancora di ridotte dimensioni ma ad alto potenziale di crescita, con particolare attenzione a quelle attive in settori ad alta tecnologia. Le PMI oggetto di investimento ricevono da parte del fondo i capitali necessari per la crescita, le competenze di business e le grandi potenzialità di *network* con il mondo delle aziende, delle Università e dei centri di ricerca a disposizione del gruppo Intesa Sanpaolo. L'ammontare di capitale raccolto da Atlante Ventures è di 25 milioni di euro e tendenzialmente l'investimento in un'impresa è pari al 20% del valore del fondo. Nel 2013 ha investito 1 milione di euro ed in portafoglio presenta le seguenti start-up: Admantx, Newlisi, Yogitech, Tethis, Silicon Biosystems e IGEA.
- **Atlante Ventures Mezzogiorno:** fondo di 25 milioni di euro che investe in PMI ad elevato potenziale di crescita nel settore delle tecnologie digitali. La tipologia d'investimento tipica è in fase di *early stage* con un investimento massimo di 2.500.000 euro. Nel 2012 ha investito 1.300.000 euro in due start-up ed attualmente ha in portafoglio: iCoolhunt, Personal Factory, Mosaicon, Remocean, SpinVector, Pantea, Samares e Admantx.
- **Atlante Seed:** investe nel capitale di rischio di imprese innovative con dimensioni ancora ridotte ma ad alto potenziale di crescita, con particolare attenzione alle realtà operanti nei settori ad alta tecnologia. Accanto a questa attività (investimenti diretti), il Fondo investe anche in selezionati incubatori o acceleratori d'impresa specializzati in specifici settori (investimenti indiretti). Questo fondo è il più piccolo dei tre come capitale a disposizione (10 milioni di euro) ed anche l'investimento massimo, 500.000 euro, risulta essere il più basso: questa è una causa diretta e logica della fase in cui investe questo fondo, cioè quella di *seed*, dove il rischio è più elevato e la probabilità di registrare un fallimento è molto probabile. Il portafoglio start-up comprende: Milkyway, Urlist, Timbuktu e Responsa.

⁵⁰ <http://www.imiinvestimenti.it/fondi-chiusi-it>

6. 360° Capital Partners

360° Capital Partners nasce nel 1997 e già allora comincia a proporre attività di raccolta del capitale, interfacciandosi con investitori privati ed istituzionali e gestisce diversi tipi di fondi. E' dunque una società di *venture capital* che investe in Europa e in particolare in Francia e in Italia.

La società ha investito oltre 300 milioni di Euro negli ultimi 15 anni ed è gestita da un *team* consolidato, caratterizzato da più di 60 anni di esperienza di investimenti in *venture capital*. Quello che 360° Capital Partners offre alle proprie start-up è:

- impegno di investimento a lungo termine
- supporto strategico per lo sviluppo aziendale
- rete internazionale di contatti finanziari ed industriali
- supporto per una strategia di *exit* ottimale

360° Capital Partners ha uffici in Lussemburgo, Parigi, Milano e Monaco di Baviera; è membro della EVCA (*European Private Equity e Venture Capital Association*), AFIC (*French Private Equity and Venture Capital Association*), di France Digital ed Italia Startup⁵¹.

Il portafoglio è composto dalle seguenti start-up italiane: Bmyeye, Newlisi, NSEIndustry, Yoox, Thereson, Bemyeye e Eataly.net.

⁵¹<http://www.360capitalpartners.com>

3.2.3 FAMILY OFFICE

In Italia sono due i *family office* più conosciuti e più attivi nel mondo ICT: Francesco Micheli Associati e Idooo. Esiste anche un'associazione di riferimento, l'AIFO, Associazione Italiana Family Officer, che si propone come punto d'incontro tra i propri associati e le migliori figure professionali internazionali.

AIFO è stata costituita nel 2006 da Patrizia Misciattelli delle Ripe, punto di riferimento professionale nella diffusione della cultura e dei metodi a supporto di chi opera nelle aree del *family office* e del *family business* in Italia⁵².

Micheli Associati è la holding della famiglia Micheli che si occupa di investimenti con particolare enfasi su società dal contenuto innovativo.

iDoo ICT Investments, società controllata da una famiglia di imprenditori di consolidata esperienza, nasce da un'idea di Alessandro Vannucci e dalla sua volontà di investire in partecipazioni di aziende con alto potenziale di sviluppo e forte interesse per la gestione reale del business.

Agli albori IDoo nasce come *venture capital* nel mondo digitale e successivamente cambia la propria strategia decidendo di porsi come un *angel investor* che si concentra solo su startup già avviate e dotate già di un buon *know-how*, con il target di investimento che rimane sempre su aziende tecnologiche.

La *mission* di Idooo è quella di sostenere lo sviluppo imprenditoriale di società in fase di start-up ed *early stage* attraverso l'apporto di risorse finanziarie e competenze manageriali acquisite con l'esperienza dei suoi soci ed un metodo di gestione conosciuto come "*hands-on*"⁵³.

⁵² <http://www.familyofficer.it>

⁵³ <http://www.idooo.it>

La sua strategia si articola in quattro fasi: nella prima si analizzano i punti di forza della start-up e le opportunità di crescita nel futuro; nella seconda fase si comincia con l'acquisto di una partecipazione di maggioranza in società già dotate di *background* e con un buon posizionamento competitivo, anche se l'impresa oggetto di investimento deve rispettare dei vincoli precisi: fatturato non inferiore a 2 milioni di euro, *cash flow* positivo e l'offerta di un servizio che sia, oltre che innovativo, anche scalabile.

Nella terza fase c'è l'acquisizione di partecipazioni in società che possano, tramite gli *asset* a disposizione, poter formare *partnership* con società già partecipate; ma c'è anche la ridefinizione del *business plan* per cercare di massimizzare la redditività della start-up. Nella quarta ed ultima fase c'è la valutazione per l'exit tramite la quotazione in borsa, oppure la cessione ad un altro soggetto.

Idoo detiene attualmente quattro startup in portafoglio: Bangbite, Kiver, Modomodo e Pixope.

3.2.4 INVESTMENT COMPANY

L'*investment company* è una società finanziaria che investe in titoli emessi da altre società ed emette in nome proprio quote di partecipazione o azioni che colloca presso gli investitori⁵⁴.

Le principali società di investimento italiane sono tre: Zernike Meta Ventures, United Ventures e Club Italia Investimenti.

1. Zernike Meta Ventures

Zernike Meta Ventures è una *holding* specializzata in finanziamenti per l'innovazione e la creazione di nuove imprese frutto di una *joint venture* italo-olandese tra il Gruppo Zernike e META Group, entrambi con decenni di esperienza nel finanziamento in *early stage*.

Dal 1987 Zernike e META hanno gestito più di 200 milioni di euro per il *seed* e il *start-up financing*, investendo tra 200.000 e 1.000.000 € in più di 250 aziende e ottenendo rendimenti superiori alla media del settore europeo con 180 *exits*.

In Italia, i fondi gestiti da Zernike Meta Ventures sono: Ingenium Emilia Romagna II, con un capitale a disposizione di 14 milioni di euro; Ingenium Sardegna, con un capitale pari a 34 milioni di euro; e Ingenium Catania⁵⁵.

Le start-up italiane detenute attualmente in portafoglio sono: S5 Tech, Paperlit, Biogenera, Risparmio Super e Pharmeste.

⁵⁴ <http://www.borsaflash.it>

⁵⁵ <http://www.zernikemetaventures.com>

2. United Ventures

United Ventures è una società di *venture capital* incentrata sulla forza dirompente della tecnologia, fondata da un *team* di professionisti qualificati con lunga esperienza a livello di *top management*. La sua missione è quella di sostenere gli imprenditori in ogni fase della loro attività per fornire loro gli strumenti per espandersi fino a livello globale.

United Ventures riunisce le competenze e l'esperienza di Annapurna Ventures, fondata da Massimiliano Magrini nel 2009 e specializzata in investimenti *seed* in tecnologia, e Jupiter Venture Capital, fondata da Paolo Gesess nel 1999 e specializzata in investimenti nelle fasi di *early stage* e *late stage*.

Insieme a Massimiliano Magrini e Paolo Gesess, la squadra di United Ventures include professionisti altamente qualificati con una conoscenza approfondita del mercato delle tecnologie digitali, come Mario Mariani (fondatore dell'incubatore TheNetValue ed ex *partner* di Annapurna Ventures), e Sergio Zocchi (ex *partner* di Jupiter Venture), entrambi da lungo tempo con una consolidata esperienza imprenditoriale e manageriale⁵⁶.

Il portafoglio di United Ventures è composta da: 20lin.es, Windows on Europe, LoveTheSign, Moneyfarm, Onlinesim.it, ObjectWay, Energit, MutuiOnline, Pharmawizard, Spreaker, VideoOMG, Appsbuilder e Paperlit.

3. Club Italia Investimenti

Club Italia Investimenti è una società di investimento particolare, perché il suo processo di investimento si chiude in meno di una settimana e dunque velocizza l'accesso al capitale di rischio da parte delle startup italiane.

⁵⁶ <http://www.unitedventures.it>

Lavora a stretto contatto con gli acceleratori (Nanabianca, H-Farm, Polihub, I3P, VEGAINCUBE), con i quali ha stretto un accordo dove le startup scelte per il percorso di accelerazione, una volta analizzate le potenzialità, vengono acquisite al 10% con un investimento di 25.000 euro, il cui obiettivo è di poter permettere all'azienda di lanciare il prodotto/servizio sul mercato e cominciare a farsi conoscere sul mercato.

Una volta entrato nel capitale, Cii2 affianca la startup nella ricerca di capitali di *seed*, tipicamente tra 150.000 e 500.000 euro, aiutandola a presentarsi con progetto credibile.

Club Italia Investimenti non fa selezione diretta ma si affida alla capacità di scelta degli acceleratori: l'obiettivo è quello di affiancare gli acceleratori nelle scelte e di dotarli di capitale aggiuntivo per aiutare le start up a raggiungere il grado di maturità necessario per presentarsi alla raccolta di capitale da investitori istituzionali⁵⁷.

Negli ultimi due anni la società ha investito in 26 società, di cui ben 22 finanziate nel 2013, per un ammontare totale dichiarato di € 1.760.000: Risparmio Super, Styloola, Cortilia, Fun Go Studios, Shakechat, Zing, Domee, Corso12, Scloby, RiparAutOnline, Bringme, MisterMario, Tiragiu, Hairdresser, Appydrink, Pinevent, youmove.me, self, Sconto Digitale, Primoround, EzDriver, Pathflow, 20lin.es, Zuffle, buru buru e Viralize.

⁵⁷ <http://www.cii2.com>

3.2.5 INCUBATORI

Secondo la definizione data dalla Commissione Europea, un incubatore d'impresa "è un'organizzazione che accelera e rende sistematico il processo di creazione di nuove imprese fornendo loro una vasta gamma di servizi di supporto integrati che includono gli spazi fisici dell'incubatore, i servizi di supporto allo sviluppo del business e le opportunità di integrazione e *networking*".

Gli incubatori d'impresa mirano a promuovere lo sviluppo economico e la creazione di lavoro integrando talenti, tecnologie, *know-how* e capitale all'interno di una rete che favorisce la crescita di nuova impresa.

Si possono, infatti, riconoscere tre generazioni di supporto alla nascita di nuova imprenditoria.

- **Incubatori di prima generazione:** caratterizzati dall'offerta di spazi di lavoro e servizi in comune. I clienti sono le piccole imprese e la locazione degli immobili rappresenta la fonte di finanziamento per l'incubatore stesso. Questa prima generazione ha raggiunto un grado di maturità soprattutto nell'Europa Occidentale e negli USA. Il valore creato è soprattutto di tipo immobiliare e del relativo sfruttamento commerciale.
- **Incubatori di seconda generazione:** completano l'offerta degli incubatori di prima generazione con l'offerta di servizi di incubazione. I clienti sono le neo-imprese e gli *spin-off* ed il business è finalizzato a supportare lo sviluppo economico a livello locale e regionale. Questi incubatori al valore immobiliare aggiungono il valore economico sociale raggiunto nella comunità di riferimento. Questa generazione di incubatori sta raggiungendo il livello di maturità iniziale nell'Europa occidentale e negli USA.
- **Incubatori di terza generazione:** caratterizzati dalla specializzazione dei servizi di supporto all'accesso al mercato e ai clienti, di supporto alla cooperazione nell'ambito di *cluster* e *network* e nell'acquisizione di uno stile di gestione imprenditoriale. I clienti sono imprese neonate, *spin-off* e imprese mature. Questi incubatori sono focalizzati a supportare la nascita e lo sviluppo di imprese tecnologiche e innovative, generando valore in termini di

valore immobiliare, valore derivante dal suo sfruttamento, valore economico-sociale raggiunto nell'ambito delle comunità e valore delle imprese supportate.

Da un punto di vista specificamente finanziario, un incubatore procura in taluni casi ai potenziali nuovi imprenditori il cosiddetto *seed money*, ossia il capitale essenziale per far nascere l'attività imprenditoriale e consentirle i primi passi: si tratta, dunque, di investimenti in fase di *early stage*.

Gli incubatori sono in grado di porre a disposizione diversi servizi:

- guida nella definizione ultima del progetto di attività d'impresa;
- accesso a risorse fisiche: spazi ed infrastrutture;
- consulenza in ambiti diversi, da quella legale a quella amministrativo/finanziaria, di marketing, di creazione di efficienti sistemi informativi;
- aiuto nella ricerca di risorse umane adeguate al tipo di attività e al contesto d'impresa;
- accesso ai *networks*, dove si possono trovare individui o interlocutori che possono risultare
- fattori-chiave per il successo delle imprese incubate;
- accesso a risorse finanziarie, tramite esborso di *seed capital*, vale a dire del capitale necessario a sostenere la nuova iniziativa imprenditoriale sino a quando questa non sarà in grado di generare autonomamente risorse finanziarie sufficienti.

Quest'ultima, al contrario delle precedenti, non è una caratteristica tipica dell'attività di incubazione, in quanto non sempre il supporto nella progettazione e nell'avvio dell'attività è accompagnato dalla componente finanziaria. L'accesso a risorse finanziarie può avvenire, per il nuovo potenziale imprenditore, tramite fondi propri dell'incubatore oppure tramite fondi creati con i contributi di investitori esterni⁵⁸.

⁵⁸ Francesca Lazzeri (2010), *Il ruolo degli incubatori d'impresa*

A seguire verranno analizzati i principali incubatori italiani che investono in *equity*: consistono in soggetti, per lo più di natura privata, che sono indirizzati nelle loro iniziative da un'ottica prettamente economica: questa condiziona sia le scelte realizzate in termini di sostegno ai nuovi potenziali imprenditori (in termini concreti, vengono promossi e favoriti unicamente quei progetti che sono ritenuti in grado di generare un ritorno sufficiente per fornire una controprestazione adeguata alle attività svolte dall'incubatore) che le modalità concrete di attuazione di tali scelte.

A fronte dei servizi messi a disposizione alle imprese in fase di *start-up*, l'incubatore che investe in equity richiede una *fee* o, spesso, una partecipazione azionaria, in modo tale da non sovraccaricare in maniera eccessiva i *cash flows* iniziali.

1. H-FARM

H-FARM è un *venture incubator* che opera a livello internazionale in ambito Web, Digital e New Media, favorendo lo sviluppo di start-up basate su innovativi modelli di business.

H-FARM si propone al mercato con il doppio ruolo di incubatore e investitore: da un lato fornisce alla start-up il capitale necessario al suo avvio (*seed capital*), dall'altro affianca il team con un approccio imprenditoriale, attraverso la fornitura di un *range* di servizi amministrativi, finanziari e commerciali.

L'anima "*venture capital*" è tesa alla massimizzazione del valore del portafoglio; l'anima "*incubatore*" segue e accelera lo sviluppo dell'iniziativa, remunerata dai canoni mensili percepiti per i servizi alle start-up.

L'incubatore è presente a livello internazionale con uffici situati in 4 Paesi: Cà Tron (Italia), Seattle (USA), Londra (Regno Unito) e Mumbai (India). L'esposizione internazionale, oltre a dare autorevolezza e credibilità alla struttura, consente di avere accesso a mercati in grado di valorizzare maggiormente le iniziative (USA in primis) e di guadagnare visibilità su un piano

mediatico, anche grazie alle numerose visite che si ricevono da parte di giornalisti, personalità di spicco appartenenti al mondo politico e imprenditoriale, potenziali clienti e investitori. Nel *board of directors* fanno parte: Riccardo Donadon (fondatore), Maurizio Rossi, Thomas Panto, Luca Marzotto, Nicola Riello, Stefania Baruffato e Stefano Rosso⁵⁹. Da quando è nata, H-FARM ha incubato 47 start-up digitali, con 7 exit e 7 operazioni di *write-off* (abbandono). Nel ultimi due anni ha investito € 1.530.000.

In portafoglio ha le seguenti start-up: Big Rock, Wifi.com, New, Shado, Zooppa, BrandPotion, Getbazza, 1ring, Splitgigs, Tiltap, Corso12, Responsa, Grow the Planet, Misiedo, Depop, Desall, 20lin.es, Pubcoder, Timbuktu, Self, Pathflow, Tykli, Henable.me, Kunerango, Moku, Zing, Wote , Xyze, Fun Go Studios, LIFE, Eyeonplay, Stylenda, Fannabee.

2. LUISS Enlabs

Enlabs viene fondata nel 2010 da Maurizio Capello, *business angel* con diverse esperienze nella Silicon Valley, con l'obiettivo di aiutare la crescita e lo sviluppo delle start-up per trasformarle in imprese di successo. E' l'incubatore di LVenture, fondo di *venture capital* che effettua investimenti in start-up sia in fase di *micro seed* (fino a a 50.000 €) sia di *seed*, dove l'investimento varia da 200.000 a 500.000 euro⁶⁰.

Nel 2013 forma una *joint venture* con l'Università LUISS di Roma (in collaborazione con l'azienda telefonica Wind) e diventa LUISS Enlabs, spazio di oltre 1500 metri quadrati, dotato di 120 postazioni di lavoro, dove più di 50 start-up possono avviare le loro attività beneficiando della contaminazione positiva facilitata proprio dalla vicinanza offerta dall'incubatore, in una *location* strategica, architettonicamente pregiata e perfettamente attrezzata dal punto di vista tecnologico.

⁵⁹ <http://www.h-farmventures.com>

⁶⁰ <http://www.luissenlabs.com>

Il programma di incubazione si svolge in tre *step*: nel primo, quello di preparazione, si vuole formare culturalmente gli imprenditori; in quello di accelerazione, il secondo, si cerca di valutare in quale possibile mercato si potrebbe collocare la start-up; infine nel terzo, detto di "*revenue*", la start-up comincia ad entrare sul mercato con il proprio prodotto/servizio ed è pronta, se l'idea è di successo, a nuovi round di finanziamento da parte dei *venture capital*. Attualmente LUISS Enlabs presenta in portafoglio le seguenti start-up: Gamepix, Pubster, Interactive Project, Le Cicogne, Maison Academia, Canvace, Bulsara Advertising, Atooma, Codemotion, Qurami, Urlist, RisparmioSuper, Soundreef, Cocontest, Mindigno, Appsbuilder.

3. TheNetValue

TheNetValue viene fondato a Cagliari nel 2009 da Mario Mariani. E' un *venture incubator*, una struttura che supporta le start-up del settore ICT & New Media nel loro difficile processo di crescita con l'ambizione di giocare un ruolo di primo piano nel supporto allo sviluppo di queste start-up digitali e contemporaneamente svolge attività di consulenza strategica per le imprese tradizionali che vogliono affrontare progetti digitali complessi.

All'interno di The Net Value sono ospitate due tipologie di start-up: la prima è quella di aziende che hanno un'aspettativa di crescita lineare, ossia aziende che forniscono servizi all'interno ed all'esterno dell'ecosistema dell'incubatore; la seconda è relativa a quelle aziende che hanno un'aspettativa di crescita esponenziale. The Net Value ospita le prime ma investe nel capitale di rischio solo delle seconde: l'obiettivo è quello di rivendere le quote di partecipazione alla fine del percorso di crescita⁶¹.

Delle 20 startup presenti in portafoglio, Movigo, lulive.net, Sitòfono e OneGratis sono solo ospitate; mentre MyChildWorld, Zoorate, Soundtracker Radio, Eximia, MoneyFarm, Paperlit, What's more alive than you, Ketogo, Marinanow.com, Mad for comix, Blomming, +Plugg, DaoNews, Sounday, Appsbuilder e A job for you sono anche partecipate.

⁶¹<http://www.thenetvalue.com/>

4. Superpartes

Superpartes è stata costituita nel maggio del 2009 da Gianfausto Ferrari, Marino Piotti e Fulvio Primatesta, già fondatori nel 1994 di Onion Spa, una delle prime società italiane a offrire servizi business per Internet e confluita a inizio 2009 in un importante gruppo internazionale.

L'evoluzione della tecnologia *mobile* sta aprendo una nuova era nel campo dell'innovazione ICT grazie alla possibilità di soddisfare nuovi e crescenti bisogni di informazione e interazione *mobile* (business, information, entertainment, sport, social networking, gaming, etc).

Superpartes nasce per essere protagonista nel campo della tecnologia mobile e internet realizzando applicazioni e periferiche innovative per le più avanzate piattaforme operative (iPhone, iPad, Android, MeeGo, Adobe Air, Web 2.0).

Attraverso il Superpartes Innovation Campus incuba e sviluppa progetti ad alto contenuto innovativo. Ad affiancare i tre co-fondatori nel *management* della società ci sono pure Francesco Beraldi, Marco Streparava e Davide Felappi⁶².

Il portafoglio di Superpartes è costituito da RetAPPs, Nincircle, J'eco, Cappery e Checkapp.

5. DigitalMagics

Digital Magics nasce come *investment company* nel 2004, fondata da Enrico Gasperini con l'aiuto di Alberto Fioravanti, Gabriele Ronchini e Gabriele Gresta, professionisti con una grande esperienza nel mercato internet. Dal 2008 Digital Magics opera come incubatore di startup innovative digitali, che propongono contenuti e prodotti ad alto contenuto tecnologico. Nel 2013 si quota all'AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale dedicato alle piccole e medie imprese gestito dalla Borsa Italiana.

⁶²<http://www.superpartes.biz>

La società è un *venture incubator*, ovvero fonda e costruisce internet start-up, investendo anche capitale proprio. Parte dai talenti e dalle idee, trasformandole in business *disruptive* e di successo ben integrati nella *digital economy* italiana e internazionale. L'incubatore promuove la cultura dell'imprenditorialità e del rischio, contribuendo alla crescita economica e all'occupazione per i giovani.

Il modello Digital Magics si basa sul Digital Magics LAB: il team che identifica, analizza e lancia le nuove iniziative, fornendo alle start-up innovative servizi di *mentorship*, finanziari, amministrativi, strategici, logistici, tecnologici e di marketing e comunicazione, oltre a un supporto di business *management* in grado di accelerare il processo di crescita dell'impresa.

Sono circa dieci le iniziative che il LAB identifica ogni anno e che Digital Magics poi sostiene utilizzando i fondi derivanti dagli exit e collaborando con gli operatori della filiera. A fare parte del Board, oltre ai quattro soci fondatori, ci sono pure Alessandro Malacart, Massimiliano Benci, Edmondo Sparano, Giandomenico Sica, Luca Fabio Giacometti e Michele Novelli⁶³.

Intertwine, Buzzoole, Prestiamoci, Plannify, YOU-ng, Skillme, Growish, Jumpin, Wazzap,Lx, Singring, 4w Marketplace, Quite People, Sinapsi, Easybaby, Profeeling, Parole di Cotone, Emotional Target e Sharide costituiscono il portafoglio; mentre Telecom Design, The Blog TV, Sodo, il Canocchiale e Bipop sono state oggetto di Exit.

6. M31

M31 è un incubatore di nuove imprese *high-tech*, nelle quali investe direttamente condividendo il rischio con i fondatori per sostenere la crescita delle loro imprese nel mercato globale. Finora M31 ha diversificato i propri investimenti, effettuandoli in diversi settori: dal biomedicale alle telecomunicazioni, dai sistemi elettronici di elaborazione a microprocessori a tecnologie *software*.

⁶³ <http://www.digitalmagics.com>

Le peculiarità dell'incubatore M31 sono⁶⁴:

- l'individuazione di opportunità di business, in particolare, nei laboratori universitari e centri di ricerca;
- la selezione e la formazione del personale delle nuove imprese;
- l'individuazione di partner finanziari e / o industriali;
- l'organizzazione della catena di approvvigionamento;
- lo sviluppo del business internazionale.

La sede principale è a Padova ma dal 2013 è presente una succursale a Santa Clara, in California, nel cuore della Silicon Valley. Le start-up presenti nel portafoglio sono 6: Centervue, Adant, Adaptica, Si14, Zond e Uqido.

⁶⁴ <http://www.m31.com>

PARTE 2: ANALISI EMPIRICA

4. METODOLOGIA DI RICERCA

Nel seguente capitolo viene presentata la metodologia utilizzata per la ricerca empirica delle start-up nel mondo dell'*Information & Communication Technology* (ICT), con particolare focus sul settore *mobile*.

La ricerca è stata dapprima svolta su scala globale e, successivamente, è stata effettuata una analisi dettagliata del mercato italiano.

Per le start-up nel mondo le ricerche sono state svolte attraverso la valutazione dei rispettivi obiettivi e l'esame dei relativi risultati. Particolare attenzione è stata rivolta all'attività di censimento dei finanziamenti con l'obiettivo di individuare uno schema preciso per catalogare le informazioni individuate per ogni start-up analizzata.

Come già detto, la seconda parte dell'analisi invece ha come obiettivo le start-up digitali italiane, per le quali la mappatura è stata svolta in maniera approfondita per tutte le aziende che hanno ricevuto un investimento. In tale indagine l'attività di censimento dei finanziamenti è stata svolta utilizzando diverse fonti mentre lo schema di analisi utilizzato non varia in base al settore dell'azienda, come invece è stato fatto per le start-up non italiane (paragrafo 4.1.3), ma è uniforme per tutte.

L'esame dei risultati dell'indagine porta alla conclusione che le caratteristiche mappate sono molto simili a quelle adottate per le start-up non italiane, tuttavia differiscono in qualche aspetto, che è stato opportunamente evidenziato.

4.1 STUDIO DELLE START-UP DIGITALI FINANZIATE NEL MONDO

4.1.1 OBIETTIVI

La prima parte dell'analisi consiste nell'identificare ed analizzare le start-up finanziate in ambito digitale a livello globale. Vengono considerate tutte le start-up finanziate ed appartenenti al settore ICT con particolare interesse ed un maggior grado di dettaglio dell'analisi per le *mobile* start-up, con il vincolo di esser state create appositamente per il mercato *mobile*.

L'analisi ha permesso di:

- avere una panoramica del numero di finanziamenti e del capitale investito in ambito digitale nel mondo negli ultimi due anni con un approfondimento sul mercato *mobile*;
- disporre di una distribuzione geografica degli investimenti globali in start-up digitali;
- cogliere differenze di investimento in termini di entità e stadio nei diversi Paesi;

4.1.2 CENSIMENTO

L'attività di censimento dei finanziamenti è stata svolta utilizzando fonti secondarie, come siti web specializzati nel riportare notizie sulle start-up finanziate oppure articoli di testate giornalistiche che citavano l'investimento.

Il campione di riferimento per analizzare gli investimenti è stato scelto in base alle seguenti variabili:

- ambito di business: sono state considerate solo le start-up che operano in ambito digitale;
- finanziamento: tutte le start-up oggetto di finanziamento, di qualsiasi entità e tipologia, sono state incluse nella ricerca;
- temporale: sono state oggetto della ricerca le start-up che hanno ricevuto un finanziamento tra gennaio 2012 e ottobre 2013;

4.1.3 SCHEMA DI ANALISI

Le informazioni individuate, per ogni start-up analizzata, sono state organizzate secondo uno schema preciso. Per le startup digitali non *mobile*, quindi solo ICT, sono state mappate le seguenti caratteristiche:

- ragione Sociale della start-up;
- anno di fondazione della start-up;
- paese in cui l'azienda ha la sede legale;
- categorie di soggetti che hanno investito nella start-up, divisi in:
 - *venture capital*
 - incubatore/acceleratore
 - *angel*
 - fondi
 - aziende
- descrizione del prodotto/servizio offerto dalla start-up;
- distinzione del settore in cui la start-up offre il proprio servizio, ovvero se è rivolto ad altre imprese (*Business To Business, B2B*) oppure al consumatore finale (*Business To Consumer, B2C*);
- tipologia di *round* di finanziamento ottenuto, distinto nelle seguenti categorie:
 - finanziamento di tipo *seed*;
 - finanziamento ottenuto in *round* di Serie A;
 - finanziamento ottenuto in *round* di Serie B;
 - finanziamento ottenuto in *round* di Serie C;
 - finanziamento ottenuto in *round* di Serie D;
 - finanziamento ottenuto in *round* di Serie E;
 - finanziamento ottenuto in *round* di Serie F;
 - finanziamento ottenuto in *round* di Serie G;

- Finanziamento ottenuto sotto forma di *Venture Round*;
- tipologia del finanziamento ottenuto non dichiarata;
- entità del finanziamento ricevuto, categorizzato nel seguente modo:
 - somma totale del capitale percepito inferiore a 500.000 dollari;
 - somma totale del capitale percepito maggiore di 500.000 dollari e minore o uguale a 1 milione di dollari;
 - somma totale del capitale percepito maggiore di 1 milione di dollari e minore o uguale a 3 milioni di dollari;
 - somma totale del capitale percepito maggiore di 3 milioni di dollari e minore o uguale a 10 milioni di dollari;
 - somma totale del capitale percepito maggiore di 10 milioni di dollari e minore o uguale a 20 milioni di dollari;
 - somma totale del capitale percepito maggiore di 20 milioni di dollari e minore o uguale a 50 milioni di dollari;
 - somma totale del capitale percepito maggiore di 50 milioni di dollari;
- anno in cui è stato ottenuto il finanziamento.

Per le start-up facenti parte del mercato *mobile*, invece, oltre alle caratteristiche elencate sopra, sono state riportate anche le seguenti informazioni:

- Settore *mobile* di riferimento, inteso come ambito in cui la start-up offre il proprio prodotto/servizio (per la descrizione delle categorie si rimanda al prossimo paragrafo);
- fondatore della start-up, inteso come colui che l'ha fondata senza considerare il ruolo che eventualmente ricopre;
- profilo del fondatore, facendo riferimento all'esperienza pregressa; distinguendo tra due tipologie di profilo:
 - tecnico: profilo prettamente legato allo sviluppo in ambito *mobile*;
 - business: *background* di natura manageriale;

- età del fondatore della start-up, divisa in tre categorie:
 - Meno di 30 anni: rientrano in questa categoria tutti i fondatori che hanno un'età inferiore o uguale ai 30 anni compiuti;
 - Tra i 30 anni e i 40 anni;
 - Maggiore di 40 anni;
- nome degli attori che hanno effettuato l'investimento.

Per quanto riguarda il settore *mobile* di riferimento, in base a quale mercato la start-up offre il proprio prodotto/servizio, sono state create diverse categorie. Per le start-up in ambito B2B sono state mappate le seguenti categorie:

- **Misurazione delle performance/*Analytics***, ovvero l'insieme di dati che permettono di analizzare l'andamento del proprio prodotto/servizio offerto, quindi uno strumento per quantificare, valutare e segmentare gli utenti che fruiscono della piattaforma. Le *analytics* possono fare riferimento ad applicazioni specifiche oppure alla diffusione di una particolare pubblicità.
- ***Mobile Marketing***, cioè l'insieme di servizi che consentono alle imprese di comunicare e confrontarsi con i propri clienti in modo interattivo attraverso un qualsiasi dispositivo *mobile*. Rientrano in questa categoria le startup che offrono:
 - servizi di *mobile advertising*, compresi i servizi di *cross-promotion* o di acquisto di visibilità;
 - servizi di *promotion&loyalty*, intese servizi di *couponing*, di promozione di particolare offerte oppure soluzioni per cercare di aumentare la fedeltà del proprio cliente nei confronti dell'impresa con carte fedeltà e servizi al cliente.
- ***Mobile Business***, quindi l'insieme di soluzioni volte a supportare le aziende lungo i processi aziendali *core* e di supporto, come possono essere:
 - piattaforme di *cloud computing* volte alla memorizzazione e gestione delle applicazioni aziendali;

- servizi per la gestione dei dati;
- strumenti per la gestione dei dispositivi *mobile* aziendali, come ad esempio la configurazione dei dispositivi o la sincronizzazione dei contenuti;
- servizi di *Software as a Service*, strumenti di gestione della forza lavoro e delle *operations*, etc.
- **Soluzioni per sviluppatori**, ovvero gli strumenti e piattaforme volte alla gestione delle applicazioni *mobile*, quali:
 - soluzioni di monetizzazione che permettono allo sviluppatore di integrare all'interno dell'applicazione logiche di *rewarding* o di moneta virtuale;
 - piattaforme di *cloud computing* volti alla gestione delle piattaforme di sviluppo e delle applicazioni *mobile* in *cloud*;
 - *marketplace* di SDK dove gli sviluppatori possono acquistare o vendere parti di codice sviluppato da integrare all'interno delle applicazioni.
- **Sviluppo app mobile**, come le piattaforme "*Do It Yourself*", che permettono a chiunque di costruire, senza la necessità di particolari competenze di sviluppo, applicazioni *mobile*.

Le start-up che offrono il proprio prodotto/servizio in ambito B2C, invece, sono state mappate con le seguenti categorie:

- **Social**; applicazioni e servizi *mobile* che permettono ai consumatori di mettersi in contatto con altri utenti creando delle reti sociali attraverso le quali vengono condivisi opinioni e contenuti, quindi:
 - *social network* puri;
 - *social network* volti a fornire servizi di incontri;
 - *social network* di utenti volti alla creazione di *user generated content*;
 - *network* di utenti volti a fornire valutazioni e opinioni sui vari servizi.

- **Entertainment**, ovvero tutte le applicazioni e servizi fruibili attraverso i dispositivi mobili volti ad intrattenere il consumatore finale. Data la grande varietà di servizi di intrattenimento sono state create diverse sottocategorie:
 - giochi, applicazioni di qualsiasi tipo a scopo ludico;
 - musica, applicazioni che permettono l'ascolto della musica;
 - foto, applicazioni che consentono la possibilità di fare fotografie;
 - TV/film/sport, applicazioni legate all'intrattenimento televisivo;
 - video, applicazioni che permettono la fruizione di video, sia *on demand* e *user-generated*, sia contenuti trasmessi dai canali televisivi web;
 - *Family apps*, applicazioni per le famiglie per facilitare la comunicazione, la collaborazione e la condivisione dei compiti sfruttando logiche di intrattenimento.
- **Instant messaging/Voip**; applicazioni che permettono ai consumatori di scambiare messaggi di testo, messaggi vocali e video attraverso il proprio dispositivo *mobile*.
- **Mobile commerce**, applicazioni che permettono al consumatore di acquistare prodotti e servizi *online*.
- **Utility**, soluzioni *mobile* per aiutare i consumatori nella vita quotidiana, ad esempio:
 - servizi di prenotazione, che permettono al consumatore di ottenere informazioni, prenotare e pagare i servizi di ristorazione, taxi, trasporto aereo, alberghieri, etc
 - servizi di navigazione, applicazioni che forniscono informazioni sui luoghi di interesse e soluzioni per raggiungerli
 - servizi di informazione, di qualsiasi tipologia (*news*, servizi di *Question&Answer*, di *content sharing*, etc).

Infine, ci sono quattro categorie che possono fare riferimento sia alle imprese sia ai consumatori finali:

- **Mobile Payment & Banking:** per il *payment* rientrano in questa categoria i servizi che abilitano il consumatore ad effettuare pagamenti attraverso il dispositivo *mobile* ma anche le piattaforme e soluzioni fornite alle aziende in modo tale da permettere l'accettazione di pagamenti attraverso gli stessi dispositivi, come ad esempio le soluzioni di NFC; per il *banking* si fa riferimento ai servizi che abilitano il consumatore a gestire i propri conti correnti attraverso il dispositivo *mobile* e, per le imprese, alle piattaforme e soluzioni fornite alle aziende in modo da consentire loro di fornire servizi di *mobile banking* ai propri clienti.
- **Sicurezza e Autenticazione:** soluzioni riguardanti la sicurezza dei dispositivi mobili oppure i contenuti e l'autenticazione degli utenti nell'utilizzo di quest'ultimi.
- **Edutainment:** l'insieme di applicazioni di intrattenimento che hanno come fine ultimo l'educazione.
- **Health & Wellness:** soluzioni che supportano i processi all'interno delle strutture ospedaliere oppure che permettono agli utenti di monitorare la propria condizione fisica attraverso applicazioni di misurazione di alcuni parametri fisici.

4.2 STUDIO DELLE START-UP DIGITALI FINANZIATE IN ITALIA

4.2.1 OBIETTIVI

La seconda parte dell'analisi si focalizza sulle start-up digitali italiane che hanno ricevuto finanziamenti, per le quali la mappatura è stata svolta in maniera approfondita per tutte le aziende che hanno ricevuto un investimento.

Per lo studio di queste start-up sono stati esaminati i portafogli degli attori italiani più attivi in quest'ambito, già presentati nel capitolo precedente. L'analisi ha permesso di:

- avere una panoramica del numero di finanziamenti e del capitale investito in ambito digitale in start-up italiane;
- disporre di una distribuzione geografica all'interno del territorio italiano degli investimenti in questo settore;
- comprendere le dinamiche degli investimenti del capitale di rischio in Italia in termini di tipologia di investimento (singolo o co-investimento) e numero di investitori partecipanti per *round* di finanziamento;
- analizzare la situazione italiana e poterla confrontare con quella degli altri Paesi del mondo.

4.2.2 CENSIMENTO

L'attività di censimento dei finanziamenti è stata svolta utilizzando principalmente tre canali:

- fonti primarie, come la ricerca delle informazioni esaminando i siti web degli attori analizzati nel capitolo 3;
- fonti primarie, contattando direttamente le start-up finanziate via email oppure telefonicamente;

- fonti secondarie, come siti web specializzati nel riportare notizie sulle startup finanziate, blog e forum dei fondatori delle startup, *newsletter*; oppure tramite l'analisi sulle ricerche svolte da associazioni italiane come AIFI e VEM.

Il campione di riferimento per analizzare gli investimenti è stato scelto in base alle seguenti variabili:

- ambito di business: sono state considerate solo le start-up che operano in ambito digitale;
- finanziamento: tutte le start-up oggetto di finanziamento, di qualsiasi entità e tipologia, sono state incluse nella ricerca;
- temporale: sono state oggetto della ricerca le start-up che hanno ricevuto un finanziamento tra gennaio 2012 e ottobre 2013.

4.2.3 SCHEMA DI ANALISI

Lo schema utilizzato non varia in base al settore dell'azienda, come invece è stato fatto per le start-up non italiane (paragrafo 4.1.3), ma è uniforme per tutte. Le caratteristiche mappate sono molto simili a quelle adottate per le start-up non italiane, tuttavia differiscono in qualche aspetto:

- ragione Sociale della start-up;
- partita IVA, necessaria per ottenere i dati sul bilancio della start-up;
- nome della start-up;
- categoria della start-up (distinzioni presenti nel paragrafo successivo);
- anno di fondazione della start-up;
- provincia della sede legale della start-up;
- regione della sede legale della start-up;
- sito internet ed indirizzo email della start-up, dati necessari per contattare direttamente le imprese;

- distinzione del settore che la start-up serve, ovvero altre imprese (*Business To Business, B2B*) oppure il consumatore finale (*Business To Consumer, B2C*);
- fondatore della start-up, inteso come colui che l'ha fondata senza considerare il ruolo che eventualmente ricopre
- profilo del fondatore, facendo riferimento all'esperienza pregressa; distinguendo tra due tipologie di profilo:
 - tecnico: profilo prettamente legato allo sviluppo in ambito *mobile*;
 - business: background di natura manageriale;
- età del fondatore della start-up, divisa in tre categorie:
 - meno di 30 anni: tutti i fondatori che hanno un'età inferiore o uguale ai 30 anni compiuti;
 - tra i 30 anni e i 40 anni;
 - maggiore di 40 anni
- somma totale dei finanziamenti ottenuti da gennaio 2012 dalla startup, categorizzati nel seguente modo:
 - somma totale del capitale percepito inferiore a 500.000 euro;
 - somma totale del capitale percepito maggiore di 500.000 euro e minore o uguale a 1 milione di euro;
 - somma totale del capitale percepito maggiore di 1 milione di euro e minore o uguale a 3 milioni di euro;
 - somma totale del capitale percepito maggiore di 3 milioni di euro;
- tipologia di *round* di finanziamento ottenuto, distinto nelle seguenti categorie:
 - finanziamento di tipo *seed*;
 - finanziamento ottenuto in round di Serie A;
 - finanziamento ottenuto in round di Serie B;
 - finanziamento ottenuto sotto forma di *Venture Round*;

- tipologia del finanziamento ottenuto non dichiarata;
- entità del singolo finanziamento ottenuto dalla start-up;
- tipologia di investimento: se *initial*, ovvero il primo per la start-up, oppure *follow-on*, quindi dopo il primo;
- tipo di finanziamento, se svolto da un unico attore oppure in co-investimento;
- anno in cui è stato ottenuto il finanziamento;
- nome e numero degli attori che hanno effettuato l'investimento;
- categoria degli attori che hanno effettuato gli investimenti, divisi in:
 - *venture capital*
 - *investment company*
 - incubatore/acceleratore
 - ente pubblico
 - *family office*
 - *angel*
- dati finanziari della start-up, ovvero fatturato, EBITDA ed EBIT degli ultimi 3 anni (dove disponibili).

5. IL CENSIMENTO DELLE START-UP FINANZIATE IN AMBITO ICT NEL MONDO

Nel seguente capitolo viene effettuata una panoramica sugli investimenti effettuati in start-up del settore ICT, quindi l'obiettivo sarà quello di fornire un'analisi delle dinamiche che caratterizzano questo ambito.

La ricerca è stata svolta su scala globale e nei paragrafi successivi vengono presentati i risultati ottenuti: si comincia con la distribuzione geografica delle start-up finanziate e l'investimento medio per geografia; successivamente si entra nel dettaglio dello stadio di investimento in cui i finanziatori decidono di investire in un'impresa; infine si valutano gli investimenti che le start-up hanno ricevuto in funzione della loro data di nascita.

L'ultimo paragrafo vuole fornire un'analisi più dettagliata sulla situazione nel mondo *mobile*, sottocategoria dell'ICT: viene fatto un confronto per capire se le dinamiche di investimento tra questi due settori sono simili oppure se differiscono in qualcosa di particolare. Per il settore *mobile* la disamina considera due parametri in più, ovvero il profilo del fondatore della start-up e le aree di business in cui avvengono gli investimenti per poter fornire un quadro più completo sulla condizione in cui si trova questo ambito.

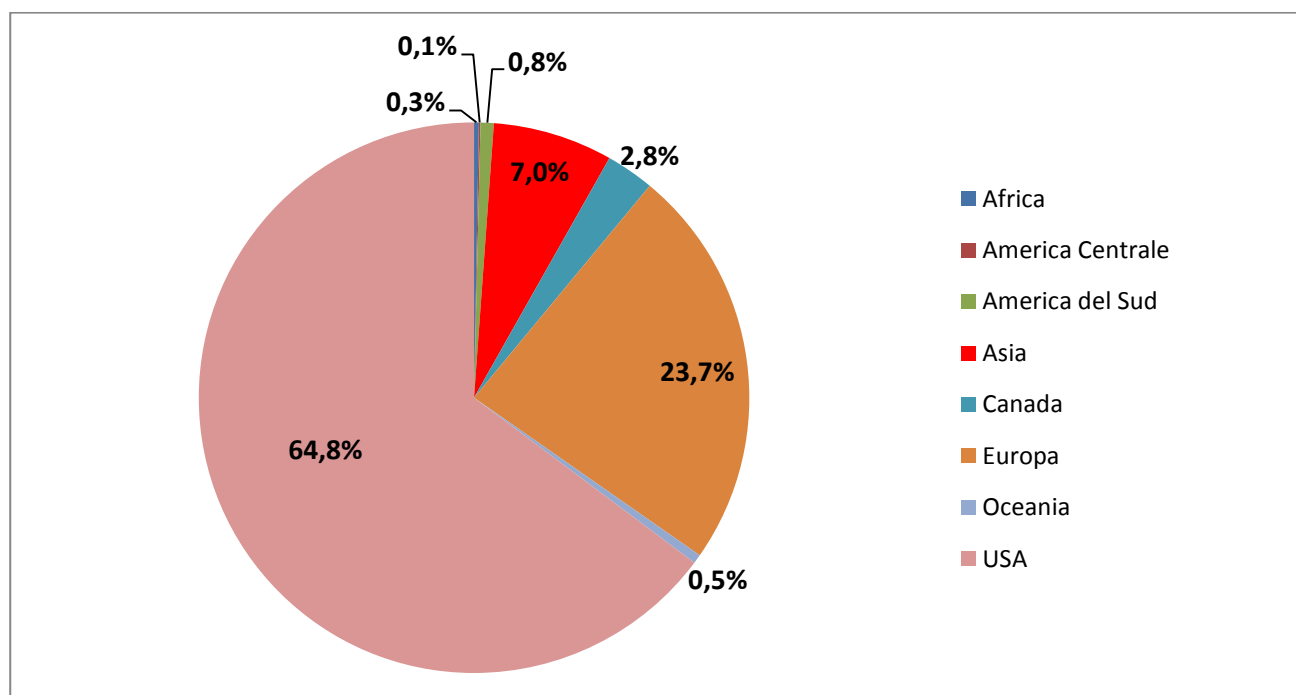
Riassumendo in poche righe i risultati emersi dalla ricerca empirica effettuata nel periodo di riferimento, che va da gennaio 2012 a ottobre 2013, sono state individuate 2175 start-up finanziate nel mondo in ambito ICT e 1100 start-up in ambito *mobile*, per un totale di 3837 operazioni (2423 in ambito ICT e 1414 in ambito *mobile*), con un valore aggregato totale investito pari a circa 30 miliardi di dollari.

5.1 DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA

L'analisi della distribuzione geografica delle start-up ha permesso l'identificazione di alcuni trend interessanti relativi alle dinamiche che caratterizzano il mondo dei finanziamenti di start-up in ambito ICT.

Analizzando i risultati a livello macro (grafico 5.1), si evidenzia una forte concentrazione delle imprese finanziate negli Stati Uniti, dove è insediato il 64,8% di esse, a conferma della posizione dominante di questo Paese in termini di imprenditorialità. Si nota, anche, come soltanto poco meno di un quarto delle imprese finanziate abbia invece sede in Europa. Il restante 11% delle start-up, invece, è insediato in Asia e nel resto del mondo.

Grafico 5.1: Distribuzione start-up finanziate in ambito ICT negli ultimi due anni

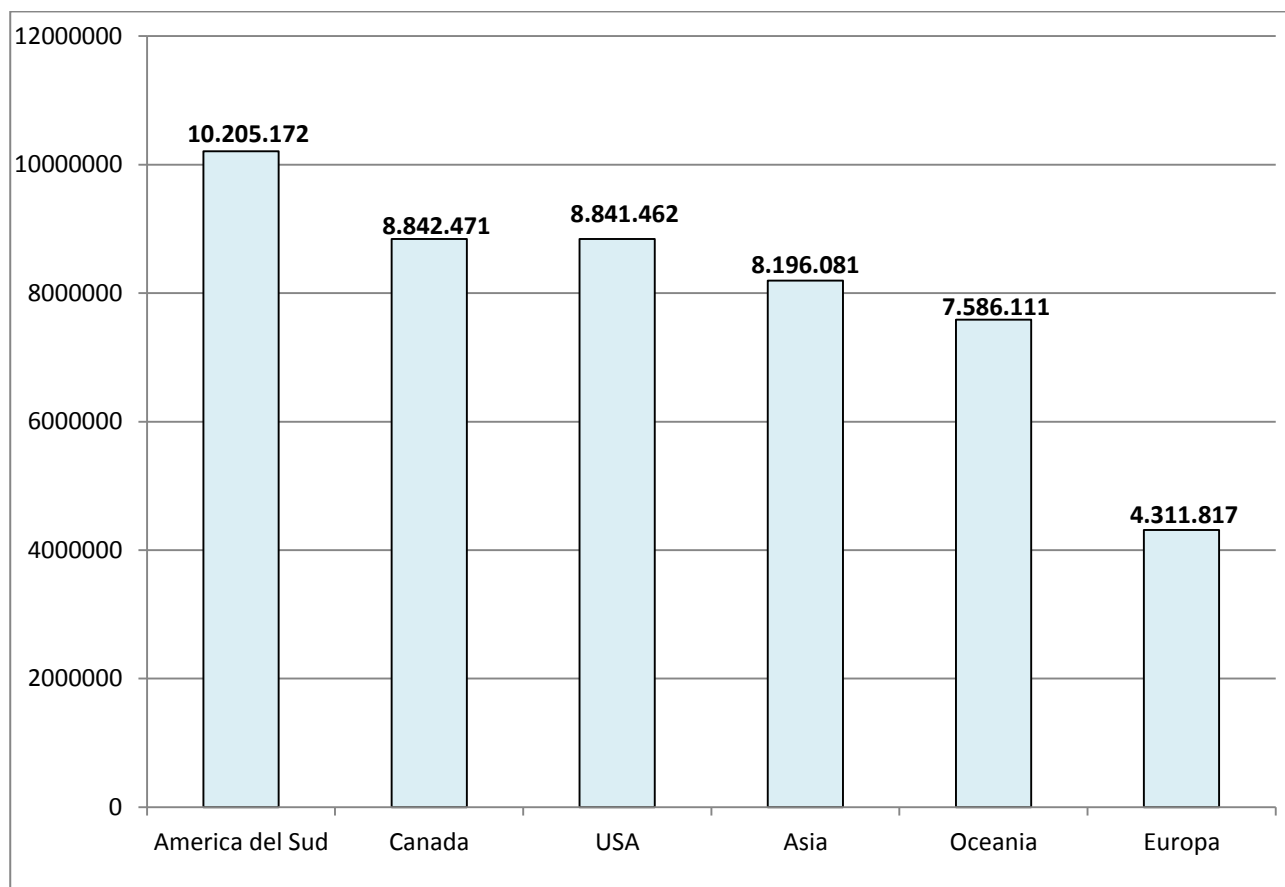


Elaborazione propria. Base: 3275 start-up finanziate

Gli Stati Uniti attraggono il 75% del capitale investito totale, mentre l'Europa, seconda, ha un valore pari al 13%, che mette in luce la distanza che c'è tuttora con il mondo statunitense. L'Asia è al terzo posto con il 7% del capitale totale ed il resto, poco meno del 5%, se lo spartiscono Canada

(3%) e America del Sud (1%); con Oceania, Africa ed America che non arrivano all'1% del totale investito. Il grafico 5.2 può essere fuorviante in questo senso, perché l'investimento medio in start-up più alto lo registra l'America del Sud:

Grafico 5.2: Distribuzione investimenti medi start-up per area geografica in ambito ICT negli ultimi due anni



Elaborazione propria. Base: 3201 start-up con sede legale nota

Questi dati, tuttavia, vanno analizzati un po' più nel dettaglio: in America del Sud ci sono state solo 29 operazioni di finanziamento e Dafiti, start-up brasiliana che si occupa di vendita di abbigliamento *fashion online*, ha raccolto da sola 180 milioni di dollari in tre *round* di finanziamento, quando invece tutte le altre 22 start-up, messe insieme, hanno raccolto circa 115 milioni di dollari.

Il Canada presenta il secondo valore più alto come investimento medio e le operazioni sono il triplo rispetto a quelle dell'America del Sud (102), ma anche qui il valore è influenzato dai 165 milioni di dollari raccolti da Hootsuite, piattaforma *social di media management*. Lo stesso discorso vale per l'Oceania, dove 1 start-up ha ricevuto 65,6 milioni di dollari di finanziamento (Xero, piattaforma di gestione della contabilità per imprese) e le restanti 13 hanno raccolto circa 60 milioni di dollari. La tabella 5.1 mostra il numero di operazioni di investimento effettuate dagli investitori:

Tabella 5.1: Numero di operazioni di investimento per area geografica negli ultimi due anni

Area	Numero operazioni di investimento
USA	2525
Europa	761
Asia	226
Canada	96
America del Sud	25
Oceania	17
Africa	9
America Centrale	3

Elaborazione propria. Base: 3662 operazioni di investimento note

5.2 DISTRIBUZIONE INVESTIMENTI PER *ROUND* DI FINANZIAMENTO

L'esigenza di capitale di una start-up è diversa a seconda dello stadio di vita in cui essa si trova. Durante la fase di *seed*, *start-up* ed *early growth* sono quattro le principali componenti del fabbisogno finanziario:

- gli investimenti necessari per mettere a punto il progetto;
- gli investimenti strutturali intrapresi per predisporre la capacità produttiva ed operatività delle altre funzioni aziendali;
- gli investimenti in capitale circolante per favorire l'avvio dell'attività;
- gli investimenti aggiuntivi necessari per supportare il successivo sviluppo.

La prima tipologia di spese ha natura prevalentemente immateriale, essendo costituita tipicamente da attività di ricerca e sviluppo, pubblicazione di brevetti, analisi di mercato e selezione del *management*. Il secondo fabbisogno, invece, è composto in prevalenza da investimenti materiali, come immobili, impianti e macchinari, ma in taluni casi anche da investimenti immateriali, quali lanci pubblicitari e promozionali.

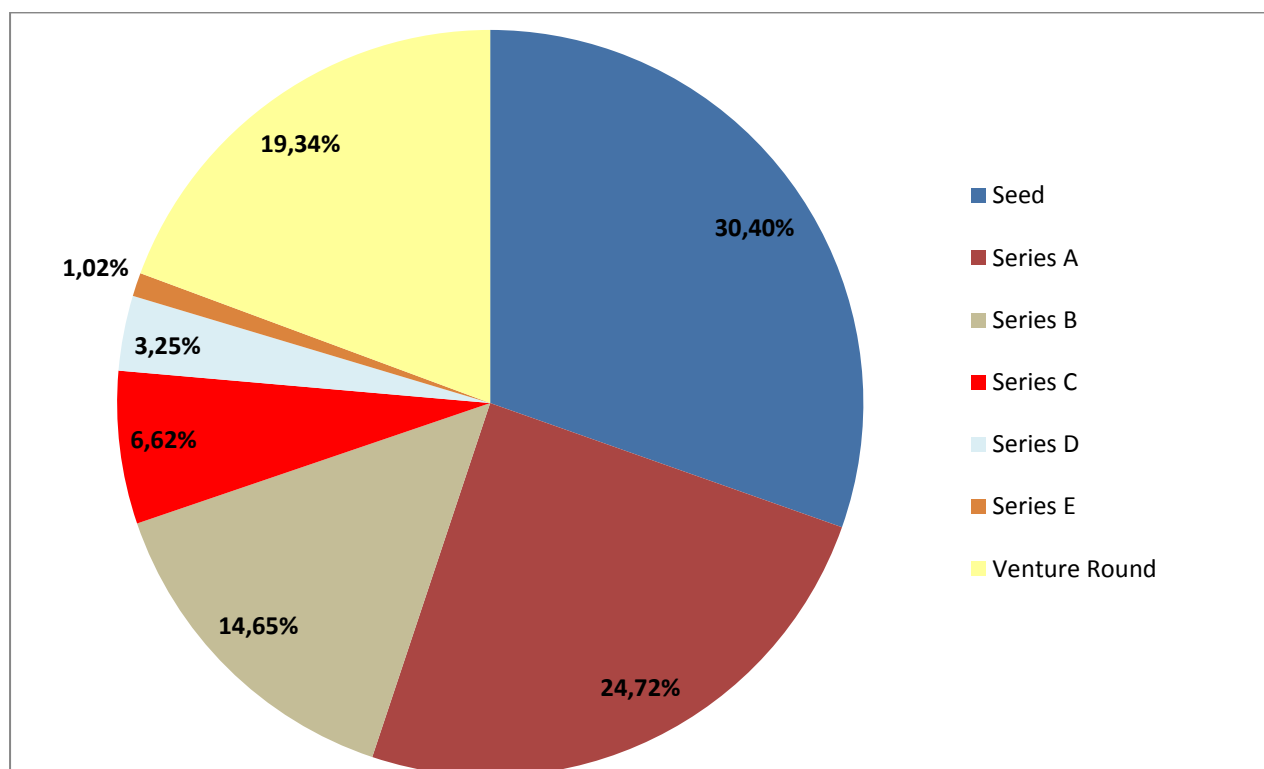
Il terzo elemento è rappresentato dal capitale circolante netto (la somma di magazzino e crediti verso clienti, al netto dei debiti verso fornitori) necessario per sostenere l'attività operativa ordinaria prevista per la fase iniziale di vita dell'azienda. L'ultimo tipo di fabbisogno è comune a tutte le aziende in espansione e non solo a quelle in fase di start-up.

Come detto, nel periodo di concepimento dell'idea del progetto, il fabbisogno di norma non è molto elevato e deriva principalmente dagli investimenti descritti nel primo punto. L'acquisto o la realizzazione delle strutture citate nel secondo punto comportano invece necessità considerevoli e si situano subito prima del lancio dell'iniziativa⁶⁵.

⁶⁵ Confindustria Modena (2011), *Nasce l'impresa, Start-up: dal progetto al mercato*

L'analisi evidenzia che il 30,4% delle operazioni concluse si riferisce allo stadio *seed*, seguito poi dal *round* di Serie A, finanziato per un quarto del totale delle operazioni. Gli stadi successivi, invece, attraggono un minor numero di finanziamenti, come si evince dal grafico 5.3.

Grafico 5.3: Distribuzione del capitale investito a seconda del *round* di finanziamento in ambito ICT negli ultimi due anni



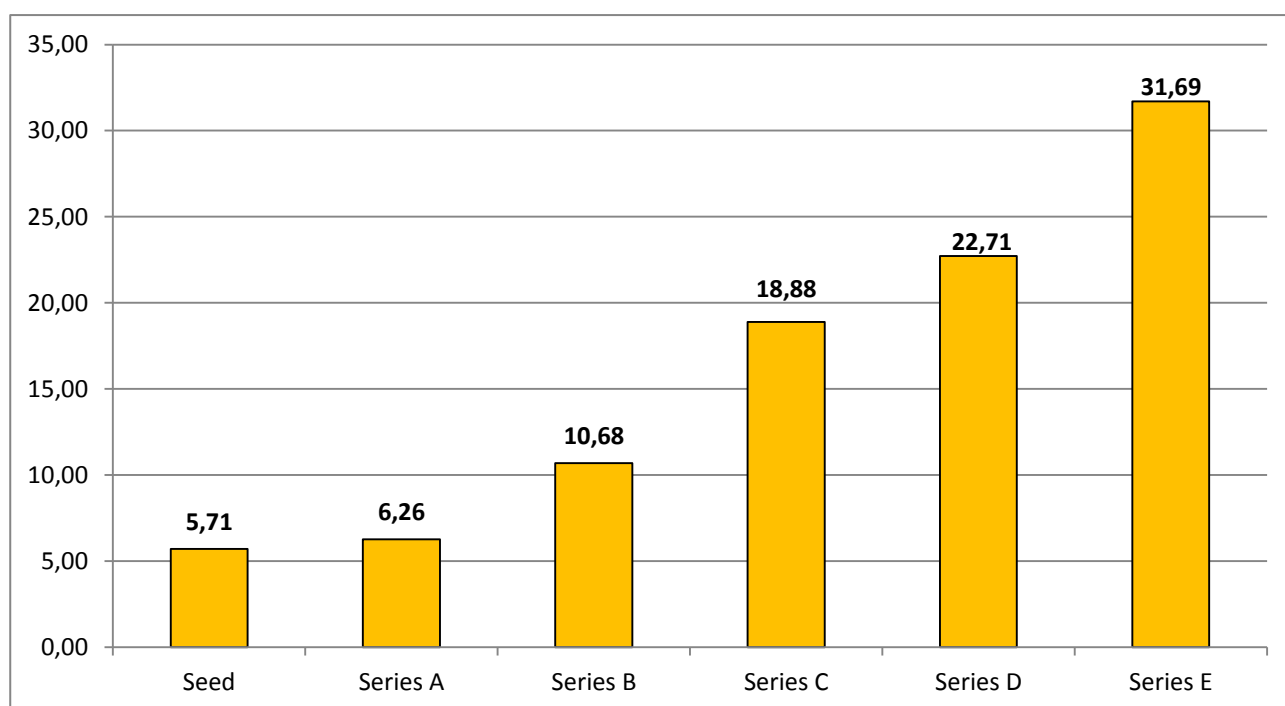
Elaborazione propria. Base: 3566 round di finanziamento noti

Il peso degli stadi *seed* e *round* di serie A (più del 55% del totale degli investimenti) evidenziano la propensione da parte degli investitori a finanziare l'avvio di nuove start-up, dove il rischio è sì più elevato, ma il ritorno che si può ottenere, anche a fronte di piccoli investimenti, è molto maggiore.

Questo è confermato dal grafico 5.4, che mostra qual è l'investimento medio per *round* di finanziamento e ciò che è stato detto prima viene invertito completamente: qui sono i *round* successivi ad avere l'ammontare medio maggiore, mentre gli stadi iniziali sono quelli con il minor investimento medio.

Le start-up, quindi, ricevono più finanziamenti all'inizio della loro creazione, ma il finanziamento più elevato lo ottengono, mediamente, quando queste sono già affermate sul mercato: durante gli stadi avanzati del ciclo di vita dell'impresa i *venture capitalist* investono somme ingenti di capitale.

Grafico 5.4: Distribuzione del capitale medio investito a seconda del *round* di finanziamento in ambito ICT negli ultimi due anni (mln di \$)



Elaborazione propria. Base: 3566 round di finanziamento noti

I *venture capitalist* investono prepotentemente quando la start-up è riuscita a consolidarsi sul mercato in cui è stata lanciata e dimostra di avere ancora margini di crescita: questo permette agli investitori di avere più sicurezza rispetto alle prime fasi di vita, dove l'incertezza sul futuro successo dell'impresa è un fattore critico e spesso rappresenta un fattore di sfiducia che blocca i finanziatori.

Viceversa, se la start-up riesce ad emergere e a dimostrare potenzialità sarà molto più facile poi ottenere un finanziamento cospicuo: Fab è un ottimo esempio di questa evoluzione.

Fab è una start-up nata a New York nel 2011 che si occupa di *online commerce* vendendo oggetti creati da *designers*. Un mese dopo la nascita riceve un finanziamento *seed* da 1 milione di dollari, a cui successivamente seguono, nel giro di cinque mesi, un *round* di serie A da 7,7 milioni di dollari ed uno di serie b da 40 milioni di dollari.

Nel 2012 ha chiuso un *round* di serie C da 120 milioni di dollari guidato dai fondi di *venture capital* più famosi del mondo (Andreessen Horowitz, Menlo Ventures) e l'anno successivo, nel 2013, ha registrato un *round* di serie D da 165 milioni di dollari, che ha portato l'ammontare totale di finanziamenti ricevuti a oltre 333 milioni di dollari.

5.3 ANZIANITÀ START-UP

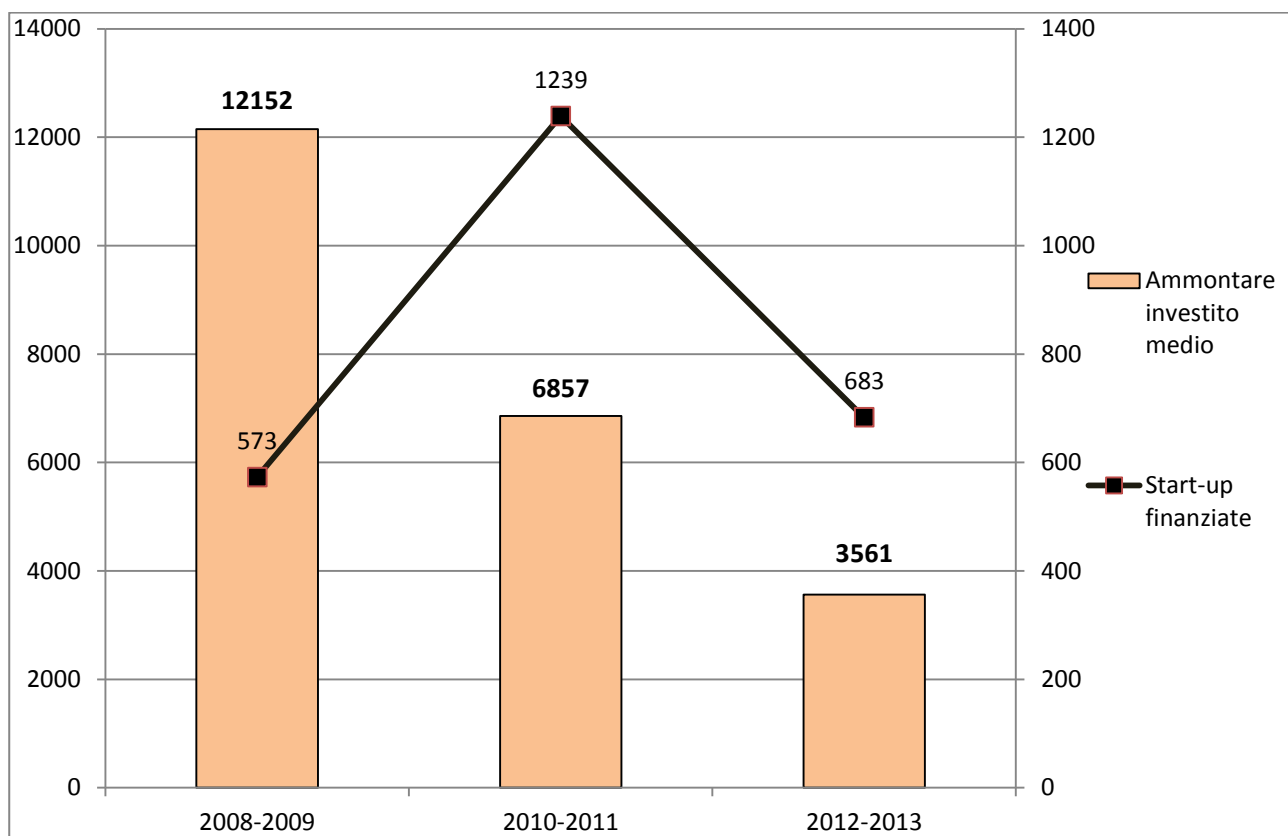
I *venture capital* investono in start-up promettenti che hanno un'idea innovativa che potrebbe cambiare la visione che il mondo ha di un determinato ambito. Questo significa che l'investimento viene fatto indipendentemente dall'età della start-up, però l'ammontare dell'investimento varia in base all'età dell'impresa stessa.

Il grafico 5.5 mostra i *trend* legati all'investimento medio nelle start-up in base alla loro anzianità, che vede le start-up con più anni di esperienza ricevere un finanziamento maggiore a discapito di quelle più giovani; e quello del numero di start-up finanziate, che vede invece le start-up più recenti (meno di 4 anni di vita) ricevere più finanziamenti.

Questo può essere dovuto al fatto che le start-up meno giovani hanno già dimostrato la validità e le potenzialità del proprio prodotto/servizio e quindi, se ancora sul mercato, significa che hanno una posizione consolidata e questo si traduce in una maggiore probabilità di ricevere un finanziamento, che sarà anche di entità maggiore in quanto il rischio di fallire sarà minore, poiché ciò che la start-up offre è già noto da tempo e l'investimento servirà per migliorare l'offerta, della quale però si conosce l'attrattiva che ha su chi si rivolge. In questo caso la start-up che riceve il finanziamento ha già ottenuto dei risultati concreti, quindi il successivo investimento non sarà più nella fase di *seed* o *early growth*, caratterizzate da un rischio molto elevato.

L'analisi evidenzia che più del 70% delle start-up finanziate negli ultimi due anni sono nate nell'ultimo quadriennio ma, proprio perché appena affacciate sul mercato e quindi con un rischio di fallimento elevato, l'investimento medio che hanno ricevuto è ridotto, perché la previsione di successo della start-up sarà molto incerta e l'investimento che verrà effettuato sarà molto probabilmente nella fase di *seed*, ovvero all'inizio del ciclo di vita dell'impresa.

Grafico 5.5: Investimento medio per anno di fondazione della start-up in ambito ICT negli ultimi due anni (migliaia di \$)

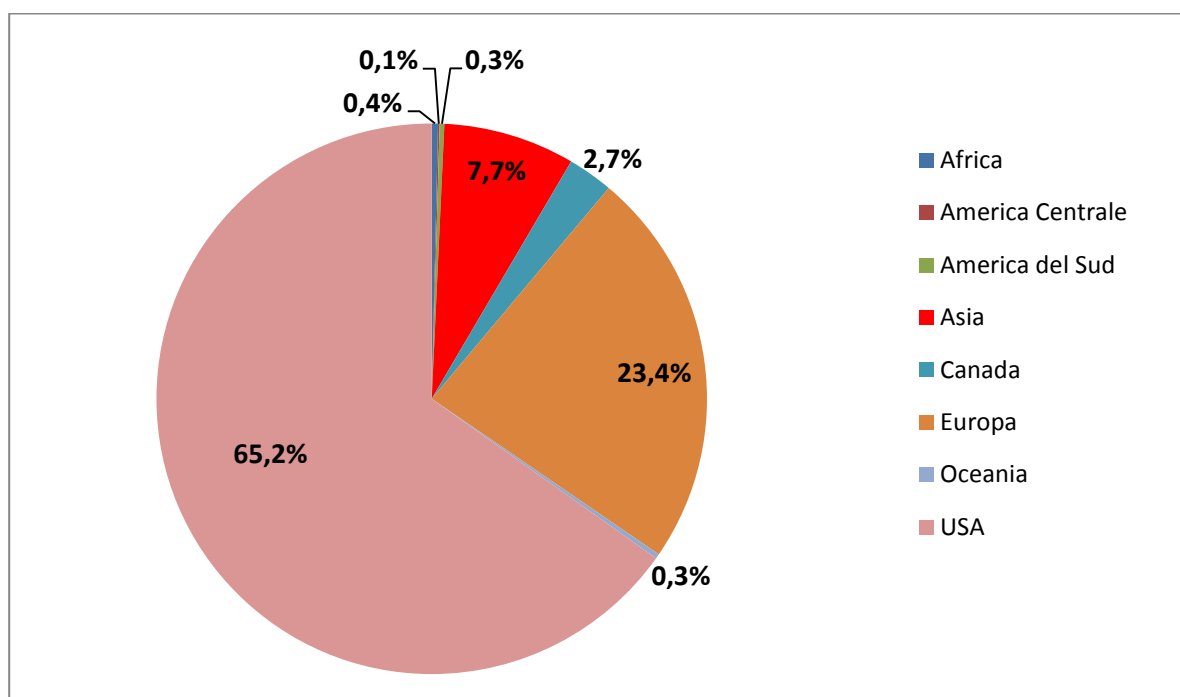


Elaborazione propria. Base: 2495 start-up finanziate

5.4 FOCUS MOBILE

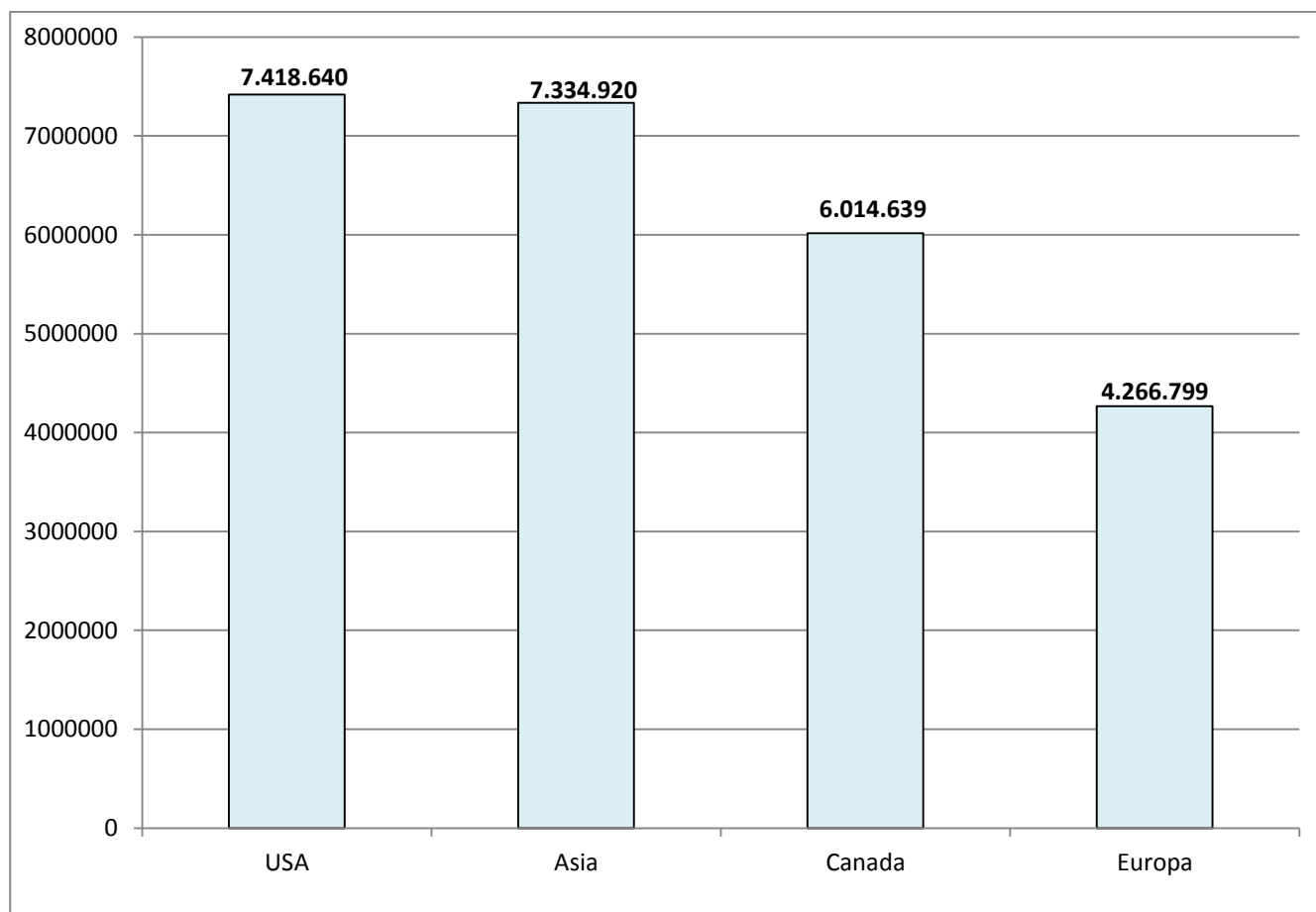
Il settore *mobile* rappresenta una delle tante categorie che compongono il mondo dell'ICT e lo scopo di questa analisi più dettagliata è quello di verificare se il *trend* nei finanziamenti delle start-up *mobile* è simile a quello delle start-up appartenenti all'ambito ICT oppure se c'è qualche differenza che le distingue.

Grafico 5.6: Distribuzione start-up finanziate in ambito *mobile* nel mondo negli ultimi due anni



Elaborazione propria. Base: 1088 start-up con sede legale nota

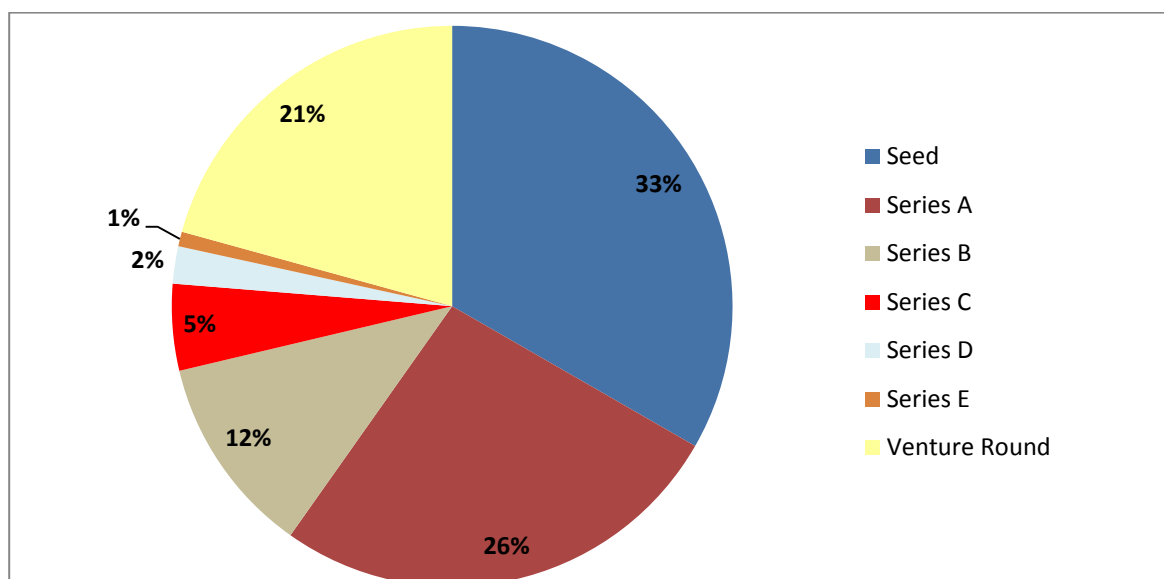
Il grafico 5.6 mostra la distribuzione geografica delle start-up finanziate in ambito *mobile*: nonostante le start-up mappate siano circa la metà di quelle che compongono il settore ICT, è possibile notare che la distribuzione è rimasta invariata. Gli Stati Uniti detengono ancora ampiamente la maggioranza (64,8% nell'analisi ICT), seguiti da Europa (23,7% nell'ICT) ed Asia, in leggero aumento rispetto al 7% registrato nell'ambito ICT. A perdere più della metà della propria quota è l'America del Sud che, seppure fosse esigua già prima, passa dallo 0,8% totale allo 0,3%.

Grafico 5.7: Distribuzione investimenti start-up per area geografica in ambito *mobile*

Elaborazione propria. Base: 1053 start-up con sede legale nota

In questo grafico 5.7 non sono stati riportati i dati riguardanti le aree geografiche con numero di operazioni di finanziamento inferiori a 30 unità perché, come discusso nel paragrafo 5.1, si sarebbero riportati dati troppo influenzati da finanziamenti di ammontare elevato. Depurato il grafico da questi dati, infatti, si nota come gli Stati Uniti e l'Asia registrino i valori più alti, poiché sono le economie più forti ed in crescita rispetto al Canada, comunque con più di 6 milioni di dollari di finanziamento a start-up, ed Europa, fanalino di coda in termini di investimento medio ma secondo come numero di operazioni effettuate (336 contro le 934 degli Stati Uniti, che sono al primo posto).

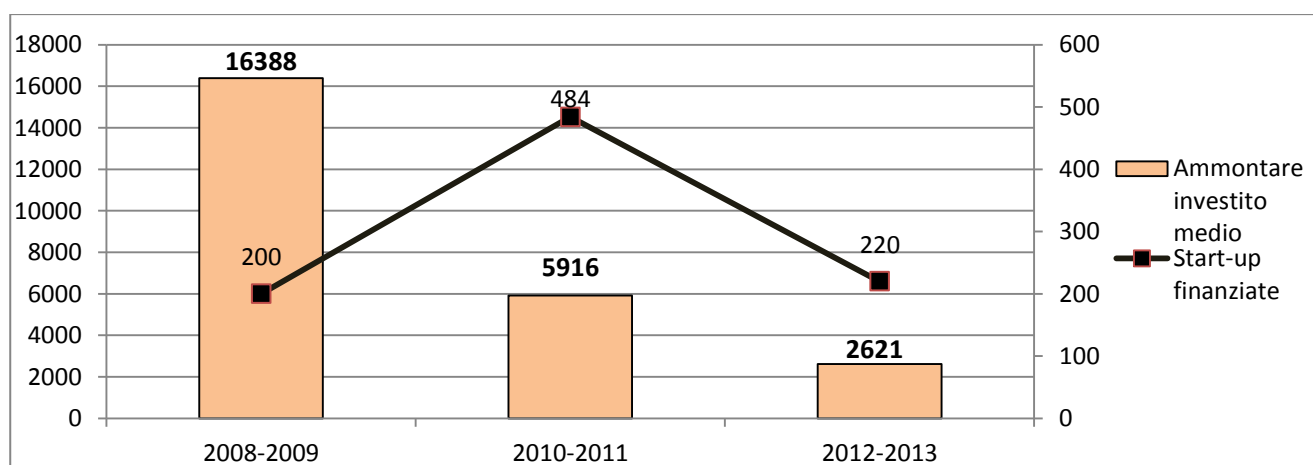
Grafico 5.8: Distribuzione del capitale investito a seconda del *round* di finanziamento in ambito *mobile* negli ultimi due anni



Elaborazione propria. Base: 1324 round di finanziamento noti

Per quanto riguarda il *round* di finanziamento nel quale gli investitori intervengono, il settore *mobile* presenta una maggiore concentrazione di investimento nelle prime fasi di vita della start-up, che coincidono soprattutto nel *seed*, *Series A* e *Venture Round*, dove la percentuale è aumentata rispetto a quella del mondo ICT, mentre invece i *round* successivi hanno poco impatto e peso specifico.

Grafico 5.9: Investimento medio (migliaia di \$) e numero per anno di fondazione delle start-up finanziate in ambito *mobile* negli ultimi due anni



Elaborazione propria. Base: 904 start-up finanziate

Il *trend* che emerge dal grafico 5.9 è uguale a quanto accade nel mondo ICT, dove l'ammontare medio investito diminuisce man mano che le start-up sono più recenti, perché la start-up appena nate hanno un rischio maggiore rispetto a chi è già presente da tempo sul mercato e può essere affermato e per questo motivo è giusto aspettarsi che gli investimenti per queste imprese siano più conservativi rispetto a quelle che risultano essere già consolidate.

Rimane identico invece il *trend* relativo al numero di start-up finanziate, che è in forte aumento per le start-up più giovani, segnale che queste ricevono particolari attenzioni da parte degli investitori.

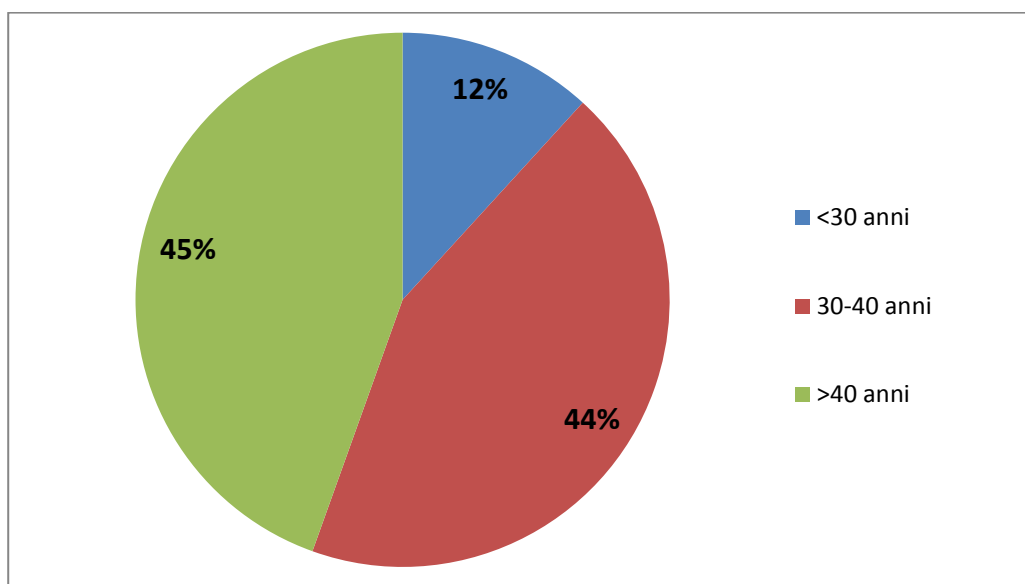
5.4.1 PROFILO IMPRENDITORI

Lanciare un'impresa è molto più facile quando si è giovani, perché in quel periodo si ha meno responsabilità lavorative da gestire e si ha più possibilità di poter dedicare anima, cuore e sangue al proprio progetto imprenditoriale.

I *venture capitalist* sono attratti dai giovani imprenditori: Peter Thiel, co-fondatore di PayPal e uno dei primi investitori di Facebook, ha lanciato una borsa da 100 mila dollari nel 2010 per gli imprenditori under 20, cioè gli adolescenti, per favorire "i promettenti giovani a non aspettare le loro idee." L'età media degli imprenditori finanziati da Y Combinator, un acceleratore di *business elite*, è di 26.

Il motivo per cui è presente una cultura di questo tipo nella Silicon Valley è perché questa regione è invasa da start-up digitali, che rappresentano un settore nuovo, dove i costi di avviamento sono bassi ed è sufficiente avere delle minime competenze per poter provare a creare la propria impresa.

Grafico 5.10: Età dei fondatori delle start-up che hanno ricevuto finanziamenti in ambito *mobile* nel mondo negli ultimi due anni



Elaborazione propria. Base: 721 start-up finanziate

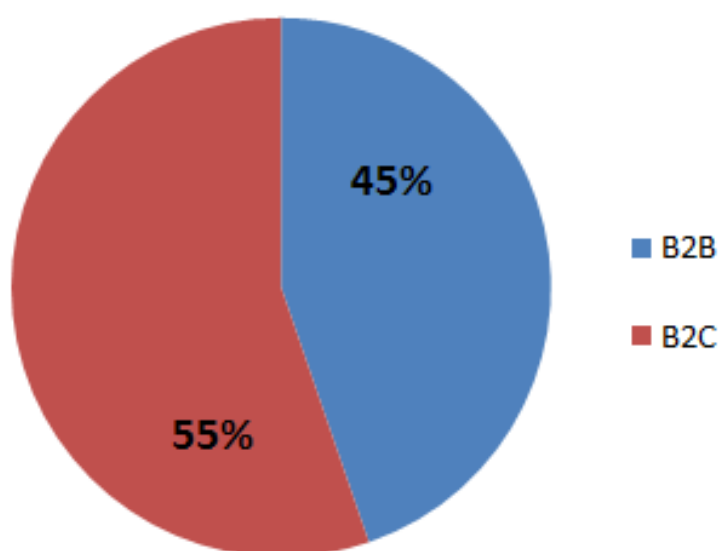
Come dimostra il grafico 5.10, tuttavia, quando è il momento di investire capitali importanti la maggior parte degli investitori lo fa per start-up create da persone sopra ai 30 anni, poiché il vantaggio che si ha dall'esperienza lavorativa può portare maggiori benefici: il 72% dei fondatori di start-up *mobile*, infatti, è di formazione manageriale, ovvero caratterizzati da un background imprenditoriale. Questo dimostra che gli investitori hanno più fiducia a finanziare start-up create da imprenditori di età superiore ai trent'anni, che raccolgono l'89% del totale investito, di cui il 45% nel range tra i 30 e i 40 anni.

Il finanziamento medio concesso ai fondatori di età inferiore ai 30 anni è pari a 7,1 milioni di dollari, mentre gli *over 40* ne raccolgono mediamente 11 milioni, con la fascia 30-40 che riceve in media 9,6 milioni di dollari di finanziamento. Gli Stati Uniti, tuttavia, mantengono fede a quanto discusso in precedenza, perché mediamente investono in start-up fondate da giovani imprenditori circa 8,7 milioni di dollari, valore molto più alto rispetto alla media di tutto il mondo: l'Europa, invece, investe appena 4,7 milioni di dollari, dimostrando di avere una poca propensione al rischio.

5.4.2 AMBITI E MODELLI DI BUSINESS

Il settore *mobile* può essere scomposto in diverse categorie, ognuna con caratteristiche e finalità specifiche in base al prodotto/servizio che offre: per l'elenco e le tipologie delle classificazioni adottate si rimanda al paragrafo 4.1.

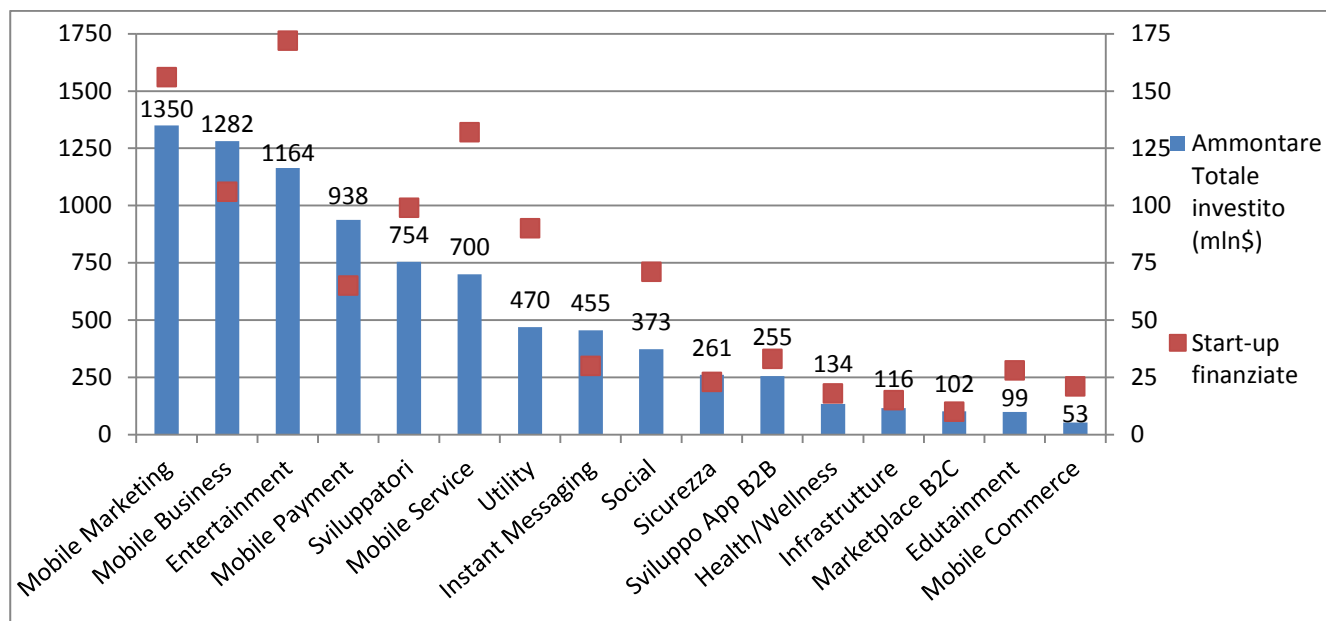
Grafico 5.11: Distribuzione investimenti per classificazione in ambito *mobile* negli ultimi due anni



Elaborazione propria. Base: 1062 start-up finanziate

Come dimostra il grafico 5.11 l'attenzione da parte delle start-up è più concentrata sul mercato dei consumatori, che diventa il *target* di riferimento per lo sviluppo di applicazioni a causa dell'esplosione della fruizione dei contenuti mobili attraverso i cellulari di ultima generazione (paragrafo 1.4).

Dall'indagine effettuata si evince che, comunque, vengono forniti servizi anche alle aziende, visto che il modello *Business to Business* attrae il 45% degli investimenti totali. Analizzando nel dettaglio i paesi più influenti, si nota come solo gli Stati Uniti abbiano un equilibrio di investimento tra i due tipi di ambiti (53% B2C, 47% B2B), con Europa ed Asia che investono prevalentemente nel settore *Business to Consumer* (64% l'Europa contro il 36% nel B2B, 57% l'Asia contro il 43% nel B2B).

Grafico 5.12: Distribuzione investimenti per categoria in ambito *mobile* negli ultimi due anni (mln \$)

Elaborazione propria. Base: 1076 start-up finanziate

Nel grafico 5.12 viene mostrata la distribuzione delle start-up finanziate lungo le varie categorie di business definite, dove la categoria *mobile marketing* primeggia con più di 1,35 miliardi di dollari di finanziamento e quella *mobile business*, specifica per servizi offerti alle aziende, è seconda con 1,28 miliardi raccolti. A seguire c'è il settore dell'*entertainment*, che è suddiviso in diverse tipologie, con 1,16 miliardi di dollari di finanziamento distribuiti tra 172 start-up, settore che ha ricevuto più finanziamenti in questi ultimi due anni. Il mercato dell'*instant messaging* risulta essere la categoria con l'investimento medio più elevato (15,2 milioni di dollari).

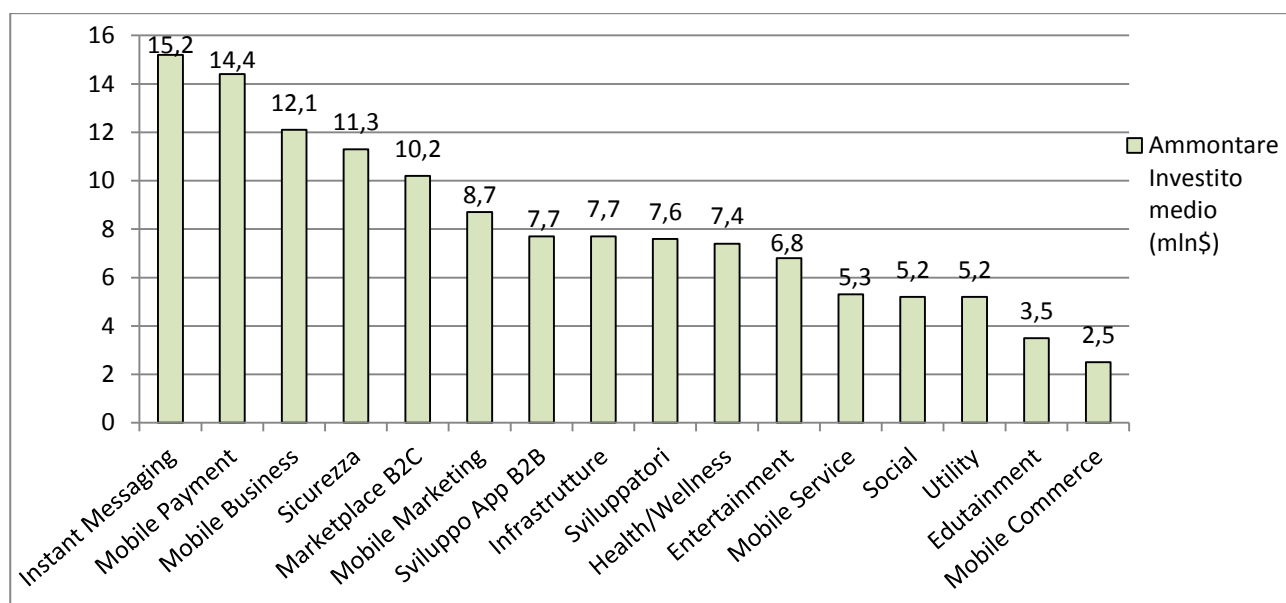
La categoria *mobile marketing* comprende tutte quelle tipologie di servizi volti alla promozione, alla pubblicità o all'*engagement* del consumatore verso ciò che viene offerto dalla start-up e 156 aziende che si occupano di questa tipologia di servizi sono state oggetto di finanziamento.

Anche tutti i servizi *mobile* volti alle imprese hanno assunto un'importante rilevanza in questi due anni, perché questo settore, oltre ad essere il terzo come ammontare totale raccolto è anche

il secondo in termini di investimento medio, che significa che in queste start-up viene investito molto e a beneficio di pochi.

Nonostante in precedenza si fosse illustrato come le start-up *mobile* finanziate fossero soprattutto quelle che si rivolgono ai consumatori, l'unica categoria a superare il miliardo di euro di investimento è quella dell'*entertainment*, che però al suo interno presenta diversi rami: si va dai giochi, la tipologia più diffusa, all'intrattenimento video, musicale, fotografico etc.

Grafico 5.13: Distribuzione investimenti medi per categoria in ambito *mobile* negli ultimi due anni



Elaborazione propria. Base: 1076 start-up finanziate

6. IL CENSIMENTO DELLE START-UP FINANZIATE IN AMBITO ICT IN ITALIA

Nel seguente capitolo la panoramica sugli investimenti viene effettuata sulle start-up italiane del settore ICT, quindi l'obiettivo sarà quello di fornire un'analisi delle dinamiche che caratterizzano i finanziamenti delle giovani imprese italiane.

La ricerca è stata svolta sui finanziamenti nel territorio italiano e nei paragrafi successivi vengono presentati i risultati ottenuti: vengono mostrati gli investimenti totali effettuati in questo campo da parte degli investitori istituzionali e di principali *angels* e *family office*, analizzando quante start-up sono state finanziate in questi due anni; vengono analizzate le fonti di investimento, ovvero quali sono gli attori più propensi ad investire e se questo avviene con la partecipazione contemporanea di anche altre soggetti; infine si valutano gli investimenti che le start-up hanno ricevuto in funzione della loro data di nascita.

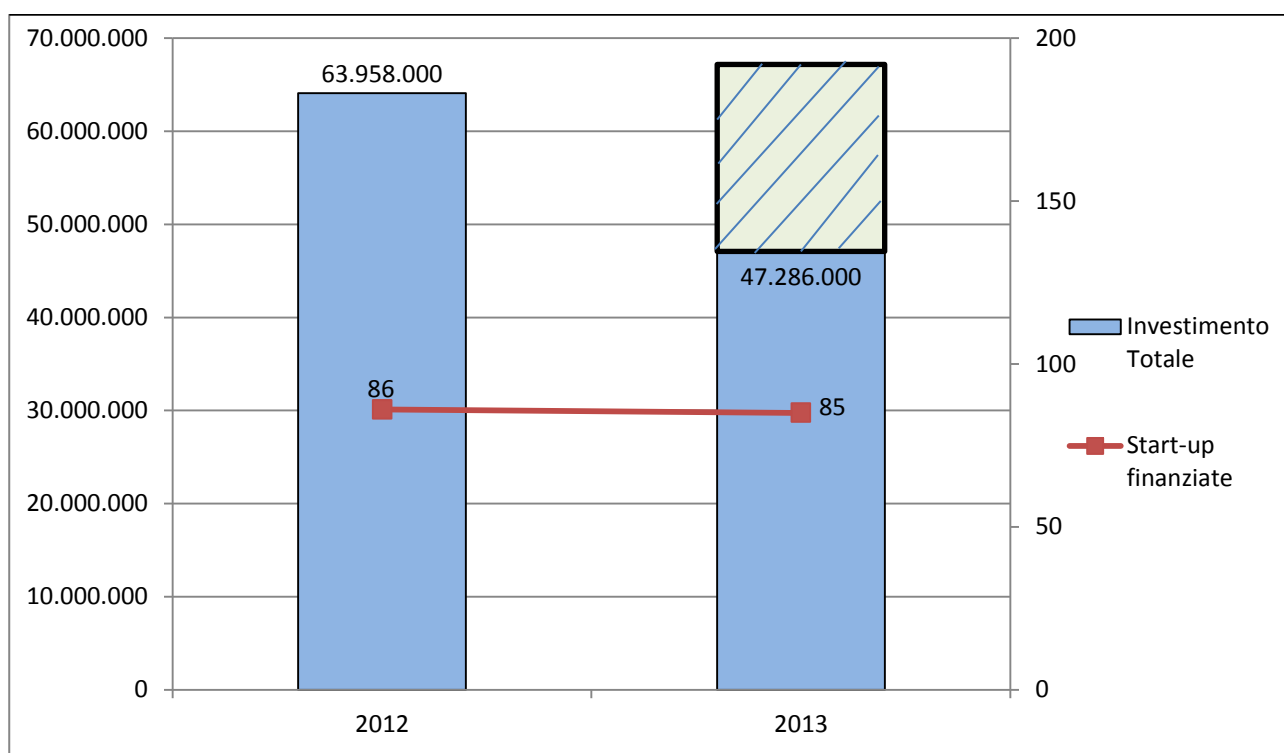
L'ultimo paragrafo si concentra sulla situazione nel mondo *mobile*, sottocategoria dell'ICT: viene fatto un confronto per capire se le dinamiche di investimento in Italia tra questi due settori sono simili oppure se differiscono in qualcosa di particolare. Anche in questo caso, come nel capitolo 5, l'analisi verterà su più aspetti analizzati ed il grado di dettaglio sarà maggiore.

Riassumendo in poche righe i risultati emersi dalla ricerca empirica effettuata nel periodo di riferimento, che va da gennaio 2012 a ottobre 2013, sono state individuate 171 start-up italiane finanziate in ambito ICT e 50 start-up in ambito *mobile*, per un totale di 181 operazioni (126 in ambito ICT e 55 in ambito *mobile*), con un valore aggregato totale investito pari a oltre 111 milioni di euro.

6.1 INVESTIMENTI IN START-UP ICT

L'analisi del grafico 6.1 illustra l'ammontare degli investimenti rispetto al numero delle start-up italiane finanziate in ambito ICT da parte degli investitori istituzionali (*venture capital, investment company, family office*) e dei principali *angels* relativamente al periodo 2012/2013 (fino a Ottobre). La tabella 6.1, invece, riporta i dati riferiti al medesimo periodo, relativi all'investimento medio in start-up italiane in ambito ICT da parte degli investitori istituzionali.

Grafico 6.1: Totale investimento e numero start-up italiane finanziate in ambito ICT negli ultimi due anni (€)



Elaborazione propria. Base: 171 start-up mappate

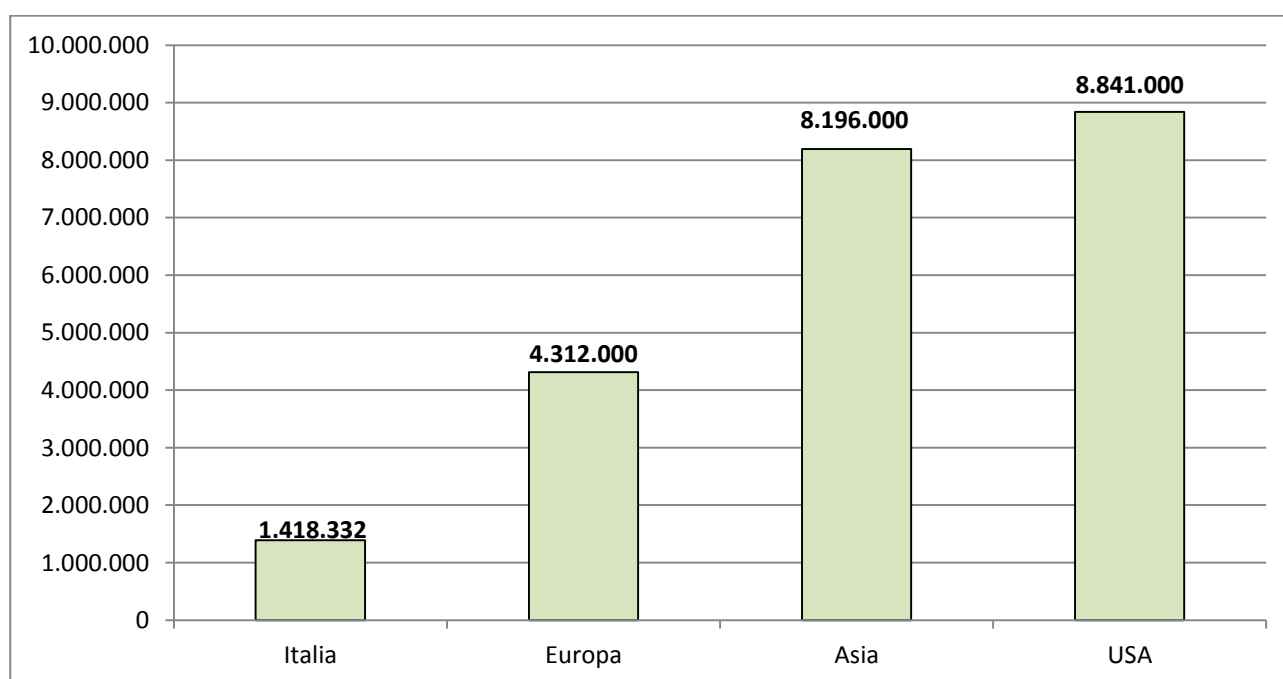
Tabella 6.1: Investimento medio in start-up italiane ambito ICT

Anno	Investimento medio (€)
2012	1.317.436
2013	855.208

Elaborazione propria. Base: 99 start-up finanziate

Confrontando la situazione italiana con quella non solo del proprio continente ma anche degli altri paesi (grafico 6.2), emerge che l'Italia è ancora indietro rispetto a quello che si registra nel resto del mondo in termini di capitale investito: l'investimento medio che riceve una start-up digitale italiana è tre volte inferiore a quello che mediamente viene investito in un'altra start-up europea e più di sei volte minore rispetto a quelle che hanno sede negli Stati Uniti.

Grafico 6.2: Distribuzione investimento medio per area geografica in ambito ICT negli ultime due anni (\$)



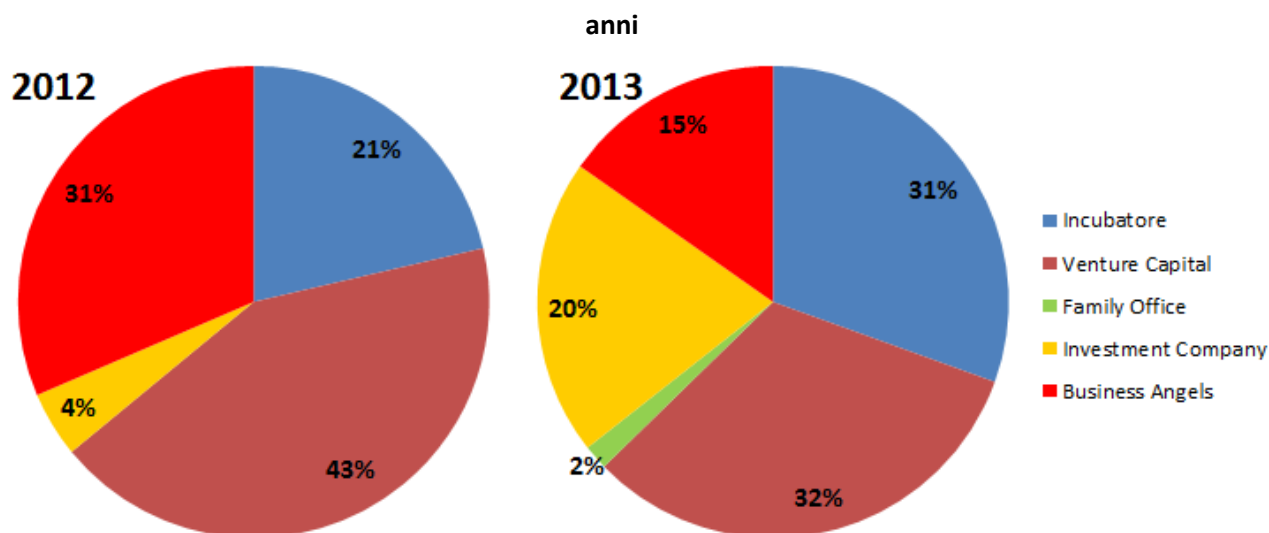
Elaborazione propria. Base: 3679 start-up finanziate

6.1.1 FONTI DI FINANZIAMENTO

Il ruolo che i diversi soggetti investitori hanno in termini di operazioni di finanziamento viene mostrato nel grafico 6.3 ed è interessante notare come il peso degli attori sia cambiato radicalmente nel giro di un anno: i *business angels*, che nel 2012 erano i secondi soggetti più attivi in ambito italiano con il 31% degli investimenti effettuati, quest'anno hanno ridotto la propria presenza di oltre la metà e sono solo i quarti attori del panorama italiano, anche se, in termini di

investimento totale sono i soggetti che dopo i *venture capital* hanno investito più di tutti (circa 15 milioni di euro).

Grafico 6.3: Distribuzione degli attori che investono in start-up italiane in ambito ICT negli ultimi due

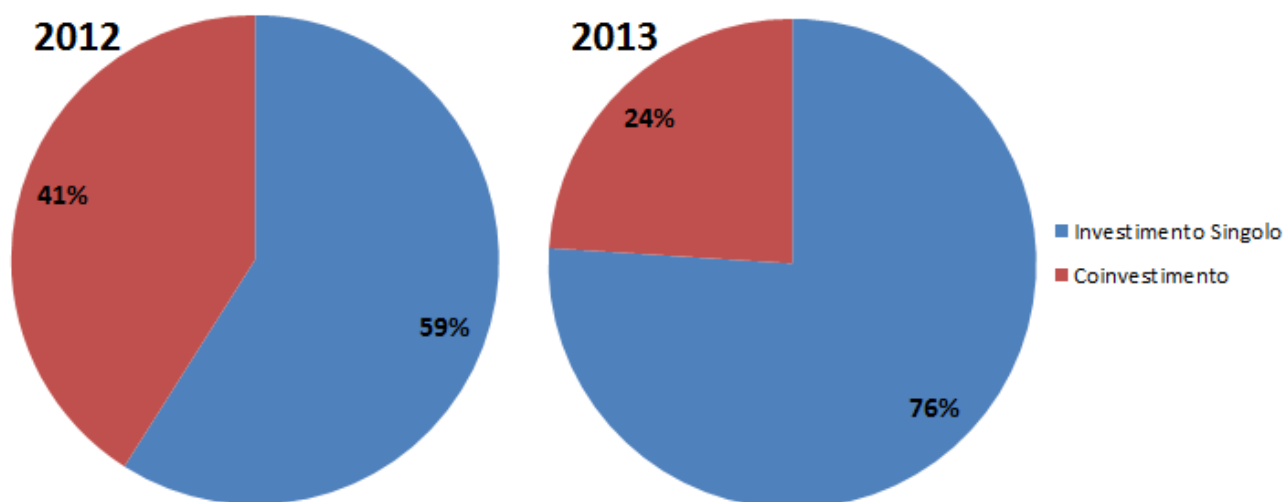


Elaborazione propria. Base: 81 round di finanziamento noti

I *venture capital* continuano a contribuire in maniera importante nei finanziamenti: la loro quota si è leggermente ridotta rispetto a dodici mesi fa ma la presenza è sempre di un terzo delle operazioni totali, valore che li rende il soggetto più attivo nel 2013, ma soprattutto sono i *leader* indiscussi nell'ammontare totale investito (oltre 72 milioni di euro investiti negli ultimi due anni) . Rispetto al 2012 gli incubatori hanno finanziato maggiormente le proprie start-up incubate, quindi oltre al supporto non monetario (strutture, accesso al *network* degli investitori, servizi di *mentorship*) nel 2013 hanno deciso di affiancare le start-up anche in termini di investimento.

La sorpresa più importante, tuttavia, è rappresentata dalle *investment company*, che nel giro di un anno hanno aumentato di cinque volte la propria presenza negli investimenti e registrano nell'ultimo anno l'incremento percentuale più alto di tutti gli attori presenti nel territorio italiano.

Grafico 6.4: Operazioni sindacate in Italia in ambito ICT negli ultimi due anni



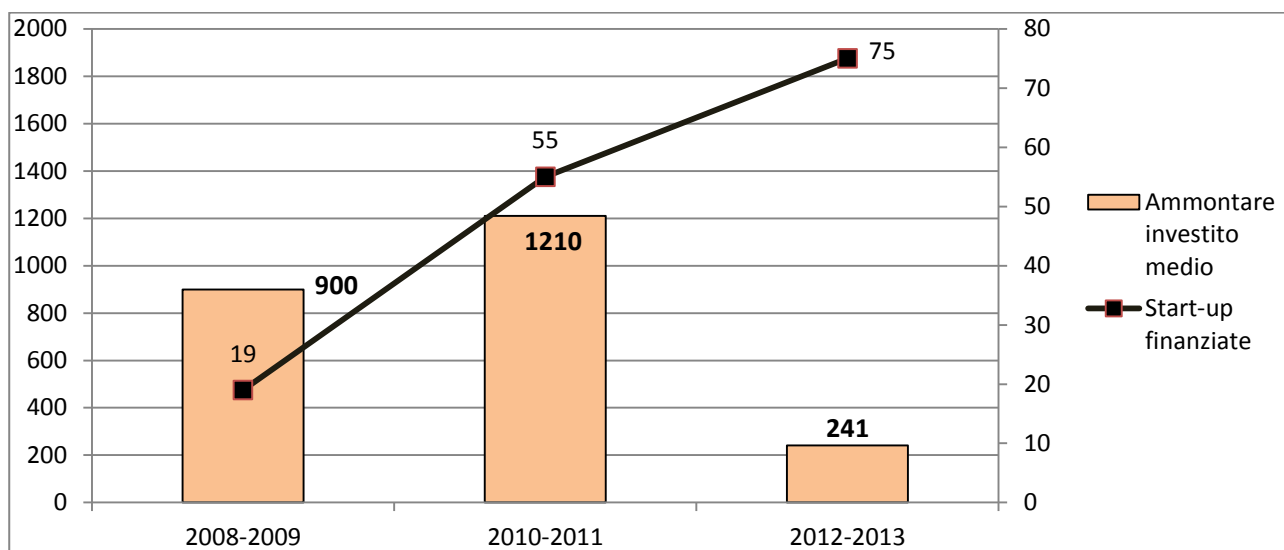
Elaborazione propria. Base: 172 investimenti noti

Dal grafico 6.4 emerge un'interessante novità rispetto all'anno passato: nel 2013 viene utilizzato più di 3 volte su 4 la tipologia di investimento effettuata da un singolo soggetto: un anno prima era sempre preferita questa tipologia di investimento ma la situazione era più equilibrata.

Questo valore è sicuramente influenzato dall'attività degli incubatori, che spesso finanziano solo start-up presenti nel proprio portafoglio e senza l'aiuto di altri attori: nel 2013 sono state effettuate 24 operazioni di finanziamento da incubatori/acceleratori e nessuna di queste in co-investimento.

I *business angels*, invece, prediligono i co-investimenti anche a causa della natura stessa di questi attori, che non possono permettersi di finanziare da soli un ammontare troppo elevato di denaro: nel 2013 solo il 15% degli investimenti effettuati da *business angels* sono stati svolti singolarmente. Per le *investment company* e i *venture capital*, invece, i co-investimenti pesano per il 32% delle operazioni totali di finanziamento.

Grafico 6.5: Investimento medio per anno di fondazione della start-up in ambito ICT in Italia negli ultimi due anni (migliaia di €)



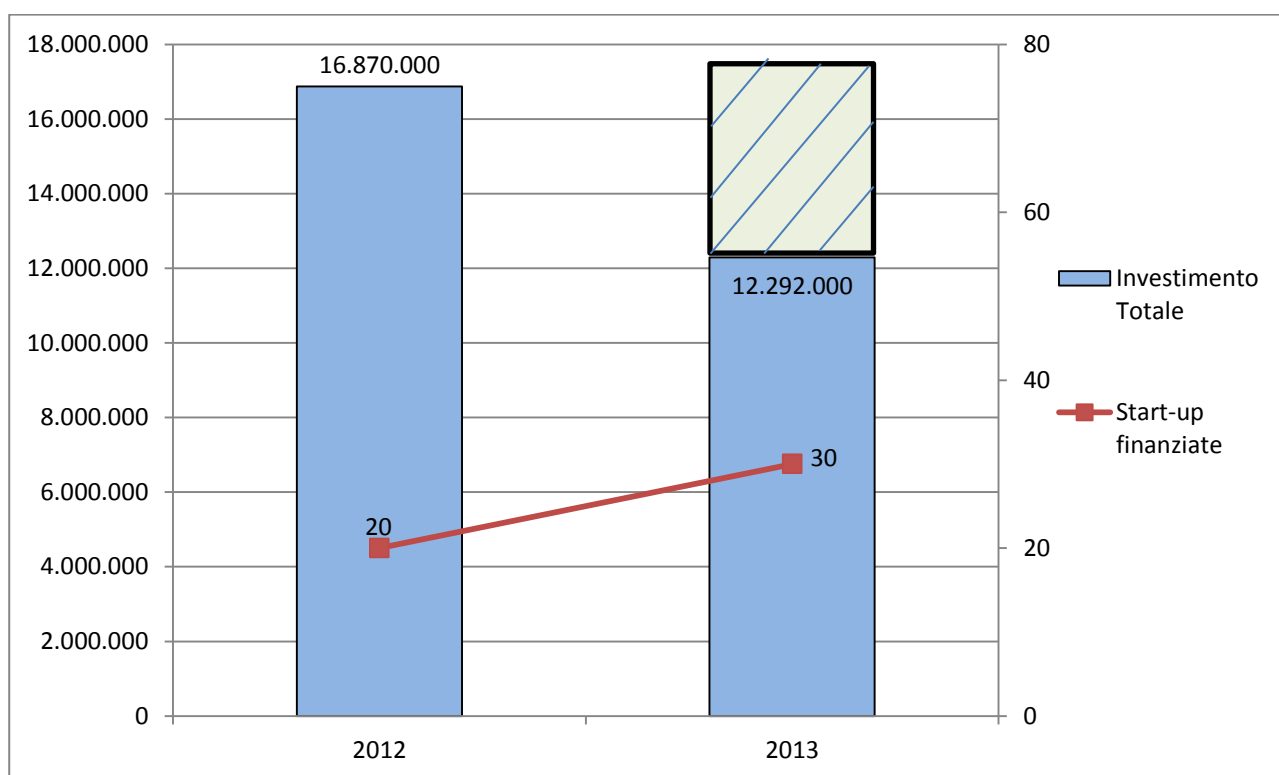
Elaborazione propria. Base: 149 start-up finanziate

Il grafico 6.5 mostra l'ammontare investito medio in start-up italiane in base al loro anno di nascita e presenta un *trend* diverso rispetto a quanto riporta il grafico 5.5: in questo caso sono le start-up nate nel biennio 2010-11 a ricevere un finanziamento medio più alto, mentre a livello globale l'investimento medio diminuisce con l'età di creazione della start-up. Le start-up che hanno ricevuto più finanziamenti sono quelle nate negli ultimi due anni: registrano l'investimento medio più basso, valore normale visto che il rischio di fallimento è molto elevato, ma indica che gli investitori trovano molti progetti interessanti in cui iniettare del capitale e, data la fondazione recente della start-up, questo significa che in Italia ci sono ancora idee valide e con potenzialità.

6.2 FOCUS MOBILE

Come già ampiamente discusso nel paragrafo 2.3 il settore *mobile* sta assumendo sempre più importanza in Italia e per questo motivo si è deciso di approfondire gli investimenti in start-up nate esclusivamente come applicazioni *mobile* e che hanno ricevuto un finanziamento negli ultimi due anni: sono state individuate e analizzate 50 start-up italiane che hanno ottenuto finanziamenti per un numero totale di 55 operazioni.

Grafico 6.6: Totale investimento e numero start-up italiane finanziate in ambito *mobile* negli ultimi due anni (€)

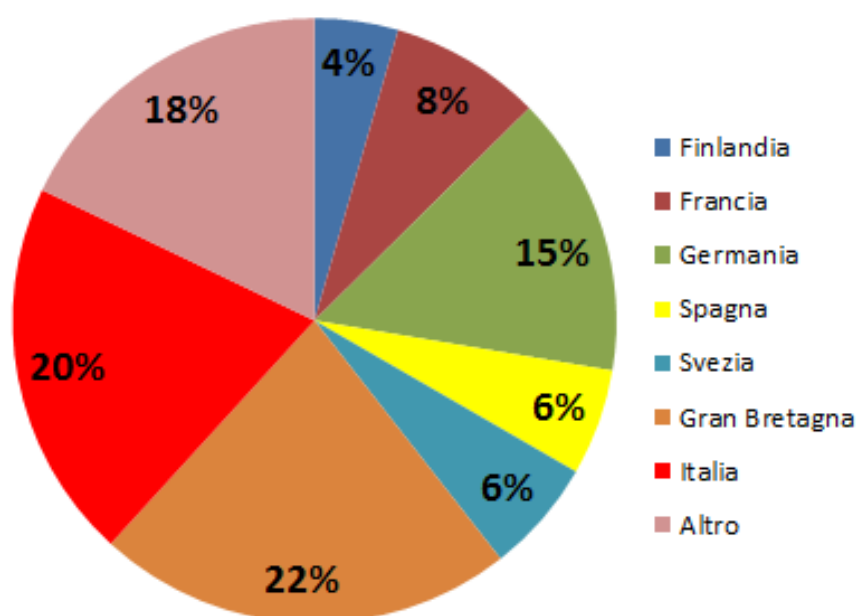


Elaborazione propria. Base: 50 start-up mappate

Nel 2012 è stato investito più denaro rispetto al 2013 (dati fino a ottobre) ma il numero delle start-up finanziate è stato inferiore: la crescita di competitività del mercato si è tradotta in un rischio maggiore per le start-up di avere successo e questo ha influito sull'entità degli investimenti che hanno ricevuto. Il valore del 2013, tuttavia, non è ancora completo. Bisogna precisare che le start-up fondate da imprenditori italiani ma con sede all'estero oppure acquisite da società estere e che hanno ricevuto finanziamenti non sono state incluse nella ricerca.

Le 50 start-up finanziate in ambito *mobile* in Italia in meno di due anni permettono di comprendere l'evoluzione dell'imprenditorialità italiana in confronto alla situazione europea. Dall'esame del grafico 6.7, che riflette la distribuzione degli investimenti start-up *mobile* in Europa negli ultimi 2 anni, si può rilevare che oltre la metà (57%) degli investimenti sono concentrati fra Gran Bretagna, Italia e Germania, mentre il resto dell'Europa arriva al restante 43%. Nonostante, tuttavia, il numero di start-up finanziate in questo settore permetta all'Italia di essere la seconda forza europea, se si guardano i risultati in termini di capitale investito (Grafico 6.8) si nota subito come il nostro Paese sia ancora indietro, e di molto, rispetto ai paesi più avanzati.

Grafico 6.7: Distribuzione investimenti in start-up *mobile* in Europa negli ultimi due anni



Elaborazione propria. Base: 246 start-up finanziate

6.2.1 INQUADRAMENTO DELL'INVESTIMENTO MEDIO

Raffrontiamo la precedente tabella 6.1, che riportava l'investimento medio in start-up italiane in ambito ICT da parte degli investitori istituzionali, con la tabella 6.2, che invece quantifica l'investimento medio in start-up italiane in ambito *mobile* negli ultimi due anni da parte degli stessi soggetti: si può notare che il *trend* è lo stesso, con un peggioramento del 35% circa

dell'investimento medio dal 2012 al 2013, con le start-up *mobile* che ricevono mediamente un investimento leggermente migliore.

Tabella 6.2: Investimento medio in start-up italiane ambito *mobile* negli ultimi due anni

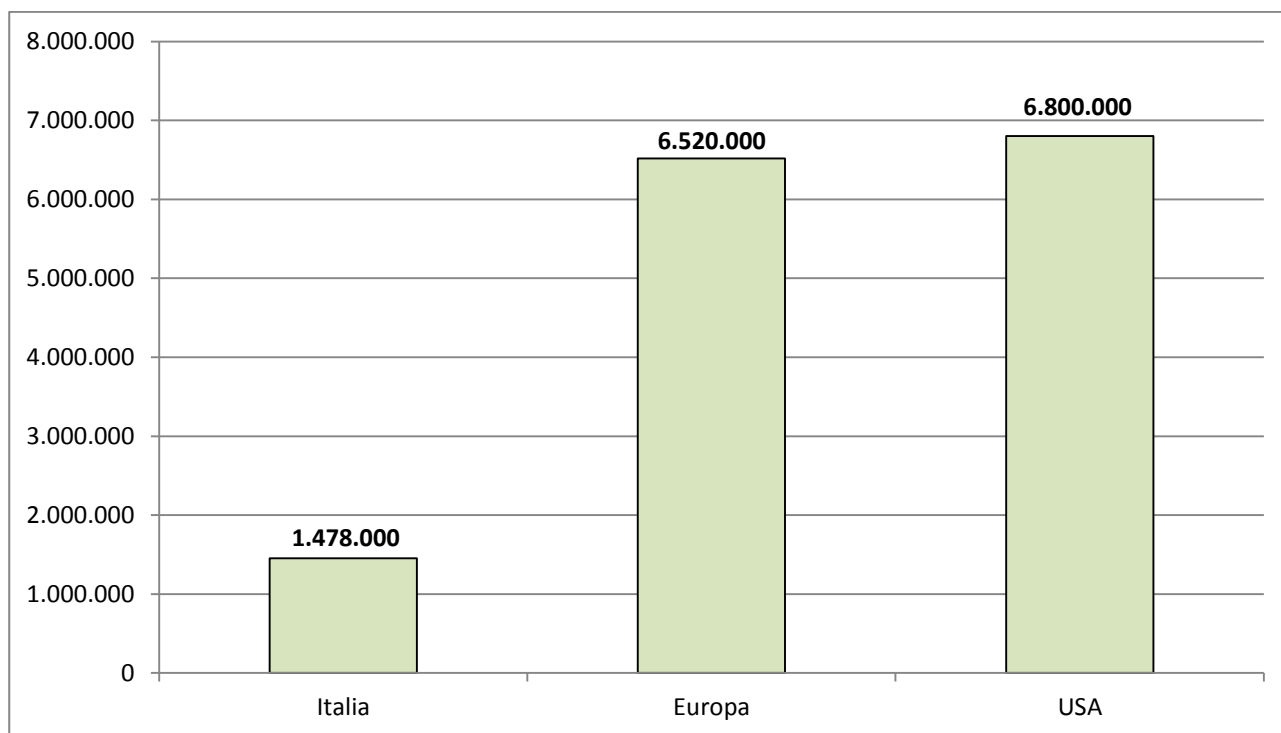
Anno	Investimento medio (€)
2012	1.353.750
2013	868.077

Elaborazione propria. Base: 26 start-up finanziate

L'investimento medio in start-up *mobile* per anno è stato calcolato solo sulle start-up di cui si dispongono i dati del finanziamento e che è stato effettuato da un investitore istituzionale.

Nel valore riportato in tabella 6.2, dunque, non sono stati inclusi gli investimenti effettuati dagli incubatori, che investono cifre esigue rispetto ad un *venture capital*, perché oltre al capitale gli incubatori offrono molto altro alla start-up, spesso non quantificabile in termini monetari (per un approfondimento si rimanda al paragrafo 3.2.5). A titolo di esempio, nel 2013, le start-up Fannabee e Fooblr hanno ricevuto un finanziamento da 15 mila euro da parte di H-Farm, che in Zing ed Eyeonplay ne ha investiti 30 mila.

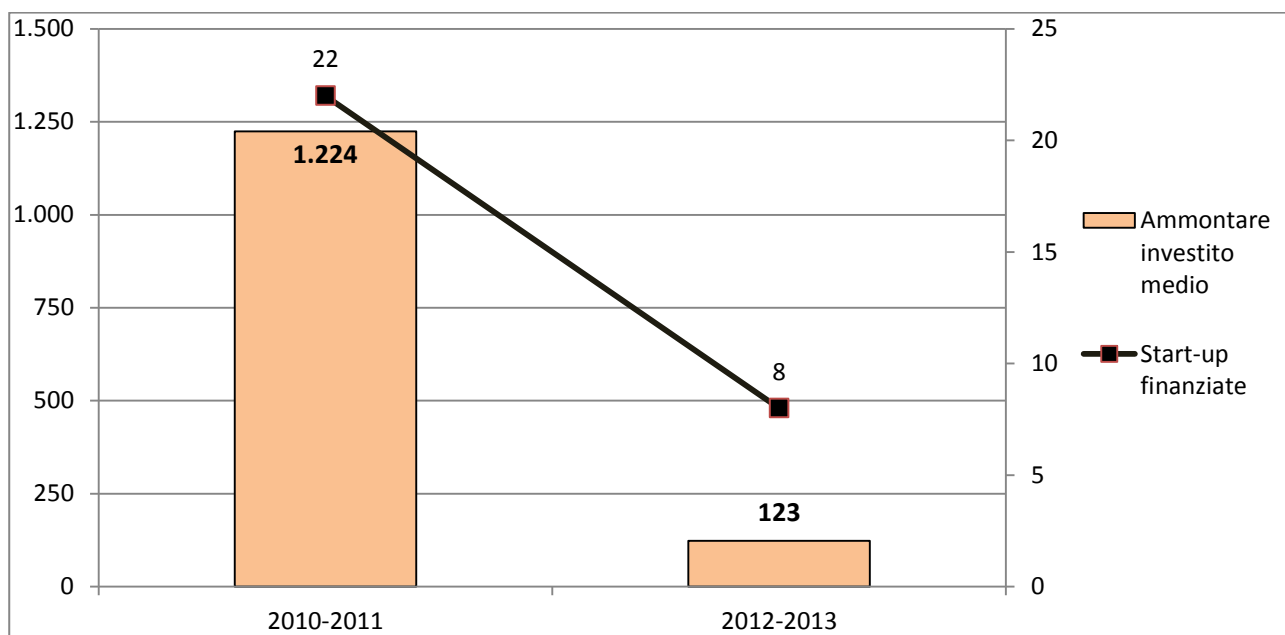
Grafico 6.8: Investimento medio start-up *mobile* negli ultimi due anni per geografia (\$)



Elaborazione propria. Base: 553 start-up finanziate

Analizzando i risultati del grafico 6.8 si può facilmente notare la considerevole differenza in negativo fra l'investimento medio start-up *mobile* in Italia rispetto al resto dell'Europa e agli Stati Uniti, i quali sono invece praticamente equivalenti. E' opportuno precisare che i dati riportati fanno riferimento ad investimenti di cui è noto l'ammontare: non sono state considerate, ai fini del calcolo, quelle start-up finanziate dove l'entità del capitale investito non è stato reso pubblico.

Grafico 6.9: Investimento medio per anno di fondazione della start-up in ambito *mobile* in Italia negli ultimi due anni (migliaia di €)



Elaborazione propria. Base: 30 start-up finanziate

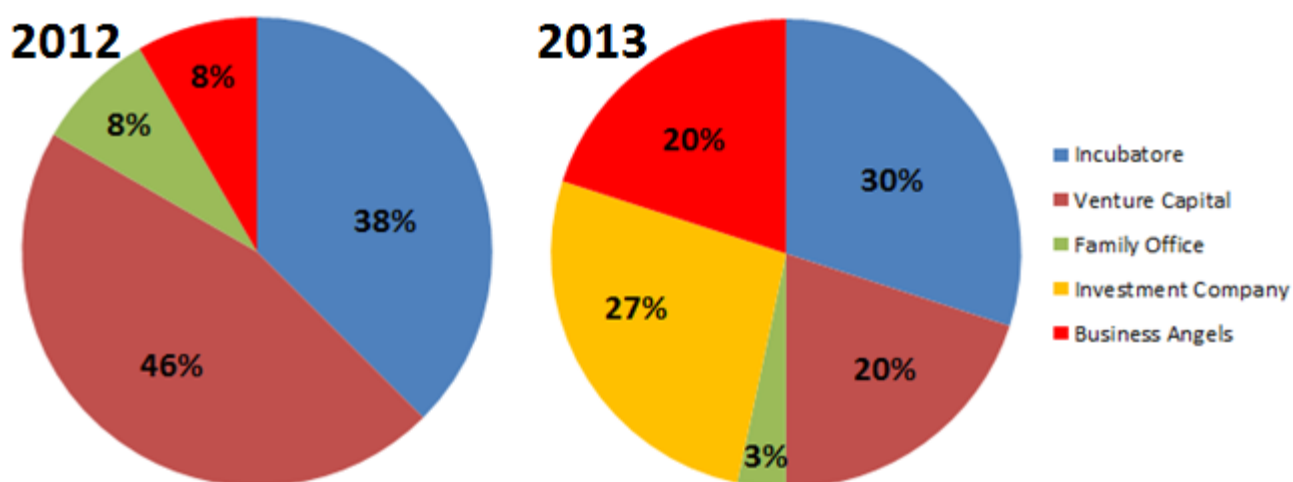
Dal grafico 6.9 si evince che negli ultimi due anni non sono state finanziate in Italia start-up *mobile* con più di 4 anni di vita da parte di investitori istituzionali, sintomo di come l'Italia sia arrivata in ritardo in questa tipologia di mercato, soprattutto se si confronta questo grafico con il grafico 5.9, dove si può vedere che non solo sono state finanziate, nel mondo, anche start-up nate nel biennio 2008-2009, ma che queste hanno ottenuto il finanziamento medio più alto, dovuto soprattutto all'esperienza già maturata in quell'ambito e una posizione di mercato consolidata.

L'andamento è simile a quanto avviene nel mercato *mobile* mondiale, dove le start-up nate negli ultimi due anni ricevono un investimento medio molto ridotto, perché è aumentata la competitività e di conseguenza la possibilità di affermare la propria start-up è più complicata, quindi il rischio di fallimento è maggiore e gli investitori preferiscono essere prudenti quando si tratta di immettere il proprio capitale nelle nuove imprese.

6.2.2 FONTI DI FINANZIAMENTO

Quando una persona ha un'idea imprenditoriale e questa risulta ancora essere un semplice concetto deve cominciare a trasformare questa intuizione in un progetto concreto: in questa fase, ovvero ancora prima che la start-up nasca giuridicamente, i capitali necessari per avviare l'attività non sono forniti da attori qualificati, ma da quella categoria nota come *Family, Friend and Fools* oppure dai risparmi della persona stessa. Gli investitori professionisti come i *venture capital* o i *business angels* finanzieranno eventualmente il progetto una volta che questo è già stato creato ed avviato

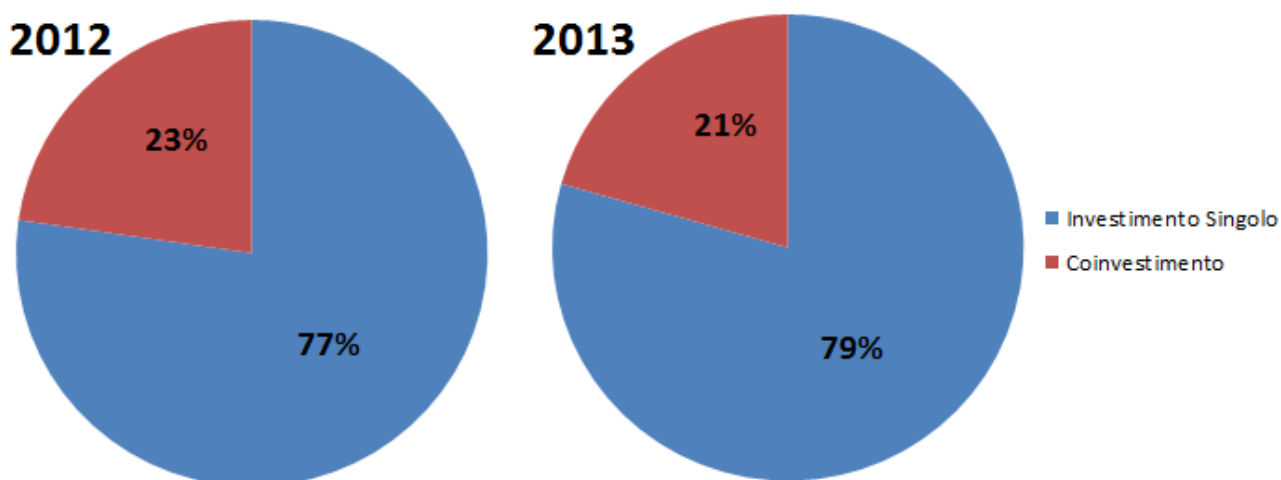
Grafico 6.10: Distribuzione degli attori che investono in start-up italiane in ambito *mobile* negli ultimi due anni



Elaborazione propria. Base: 37 round di finanziamento noti

Quello che si evince dal grafico 6.10 è che nel 2013 la distribuzione dei soggetti che investono in start-up italiane *mobile* è molto più equilibrato rispetto all'anno precedente, dove i *venture capital* e gli incubatori erano presenti nell'84% degli investimenti totali, mentre adesso rappresentano la metà del capitale investito in queste start-up. Quest'anno si registra pure l'entrata in scena delle *investment company*, che adesso incidono per quasi un terzo nelle operazioni di investimento. Anche i *business angels* hanno aumentato la propria presenza nel capitale delle start-up *mobile* e dopo i *venture capital* sono i soggetti che investono più capitale di tutti.

Grafico 6.11: Operazioni sindacate in Italia in ambito *mobile* negli ultimi due anni



Elaborazione propria. Base: 55 investimenti noti

La propensione al co-investimento è rimasta sostanzialmente invariata in questi anni, al contrario di quando è accaduto nell'ICT, dove nel 2012 si registrava una divisione equa della tipologia di investimento. Questo trend costante può essere spiegato dal contesto in cui si opera: quelle delle tecnologie digitali è un settore in cui, se si dispone di un'idea veramente innovativa, tramite l'investimento si può ottenere un ritorno molto maggiore rispetto ad altri ambiti.

Ciò si traduce nell'isolamento che l'attore preferisce quando effettua l'investimento: preferisce sopportare tutto il rischio a fronte di un guadagno esponenziale piuttosto che dividerlo con qualcun altro e poi spartirsi l'eventuale plusvalenza.

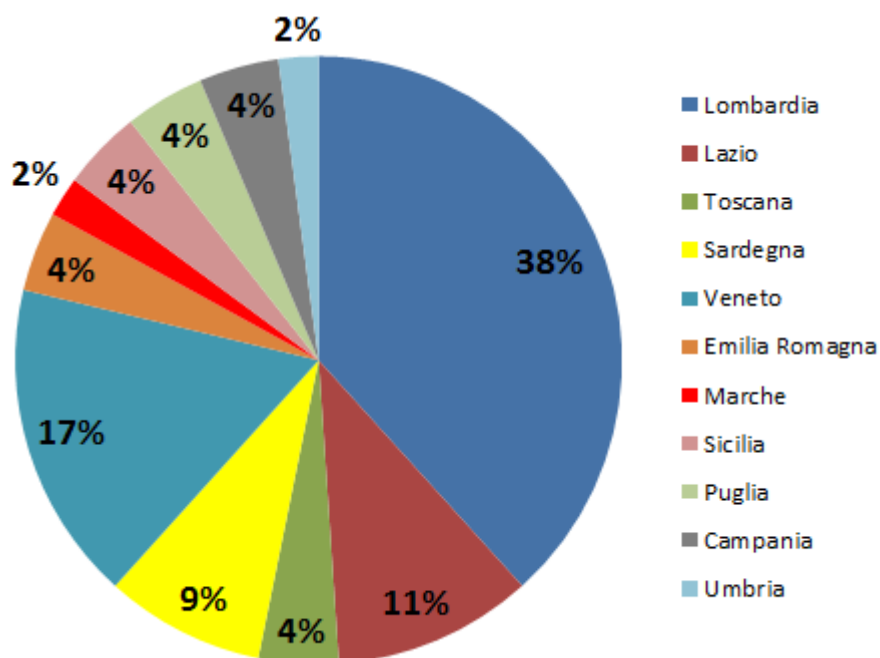
Ad influire su questi valori, inoltre e come già discusso, ci sono anche gli incubatori, che difficilmente investono in start-up non incubate da loro ma preferiscono far crescere quelle che fanno parte del proprio portafoglio e, quando è il turno di un investimento ingente, non accompagnano i *venture capital* in questi *round* di finanziamento.

6.2.3 DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA

Volendo analizzare in modo più dettagliato la distribuzione geografica delle start-up *mobile* finanziate in questi ultimi due anni, si osserva che il 38% delle start-up che hanno ricevuto un finanziamento, ovvero 18 di esse, ha sede in Lombardia, in particolare a Milano e Brescia (dovuta all'incubatore Superpartes). Milano, invece, risulta sempre essere quella che gli esperti del settore definiscono come "la città delle start-up", poiché negli ultimi anni è sempre stata al centro delle iniziative imprenditoriali che poi si sono tradotte in imprese vere e proprie.

Le start-up lombarde beneficiano anche della maggior parte del capitale di *venture capital* investito: 12 milioni di euro rispetto al totale investito di 29 milioni di euro (41,5%). A seguire la Lombardia si ha che oltre il 17% delle start-up sono nate nel Veneto, dove anche in questo caso, così come per Brescia, il motivo principale è dovuto dalla presenza dell'incubatore privato H-Farm, che ha sede a Roncade, in provincia di Treviso.

Grafico 6.12: Distribuzione start-up *mobile* finanziate negli ultimi due anni



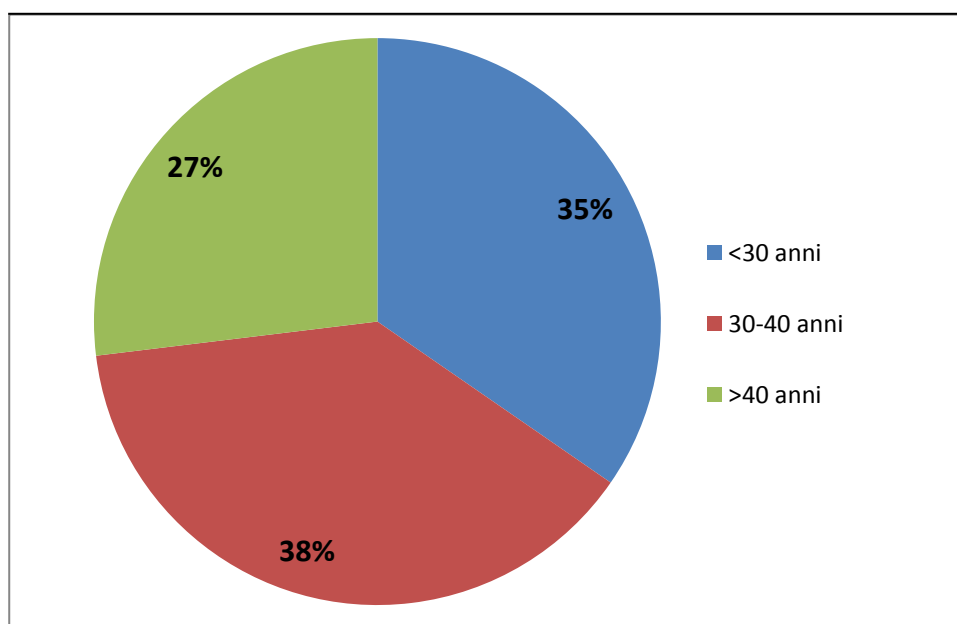
Elaborazione propria. Base: 47 start-up finanziate

Il Lazio è l'ultima regione ad avere una presenza, in percentuale, in doppia cifra (11%), mentre le altre regioni si devono accontentare di ospitare solo una parte residua delle start-up italiane.

6.2.4 PROFILO DEGLI IMPRENDITORI

Diversamente da quanto è emerso dall'analisi del profilo fondatori di start-up in ambito *mobile* nel mondo, l'Italia va controcorrente rispetto al *trend* globale: le start-up che ricevono più finanziamenti sono state fondate da persone giovani, con un'età inferiore ai 30 anni; a cui seguono i fondatori compresi nella fascia che va dai 30 ai 40 anni ed infine gli imprenditori con più di 40 anni: questo dimostra lo spostamento dell'età media dell'imprenditore italiano verso un'età più giovane, completamente in contrasto con quanto emerso dall'analisi mondiale.

Grafico 6.13: Età dei fondatori delle start-up che hanno ricevuto finanziamenti in ambito *mobile* in Italia negli ultimi due anni



Elaborazione propria. Base: 33 profili dei fondatori noti

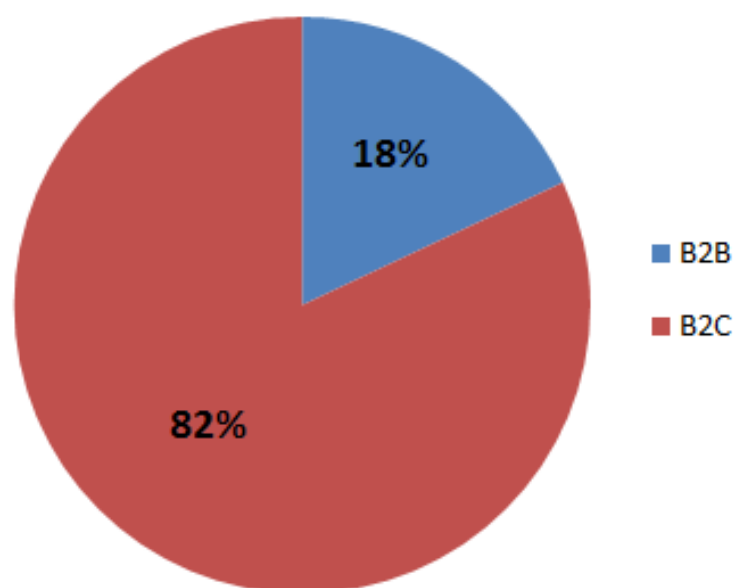
L'investimento medio, invece, è in linea con quanto succede anche nel resto del mondo: sono le start-up fondate da imprenditori con più di 40 anni a ricevere un ammontare maggiore di capitale, che in Italia è leggermente inferiore ai milioni di euro. La fascia di fondatori che va dai 30

ai 40 anni riceve mediamente un investimento di 860 mila euro, mentre i fondatori più giovani ottengono circa 725 mila euro di finanziamento.

6.2.5 AMBITI E MODELLI DI BUSINESS

Si è voluto analizzare, anche per l'Italia, quali sono i settori più finanziati in ambito *mobile* negli ultimi due anni per poter fornire una panoramica sull'evoluzione di questo mercato nel nostro Paese e poterlo confrontare con quanto si registra a livello globale. Per l'elenco e le tipologie delle classificazioni adottate si rimanda al paragrafo 4.2.

Grafico 6.14: Distribuzione investimenti per classificazione in ambito *mobile* in Italia negli ultimi due anni

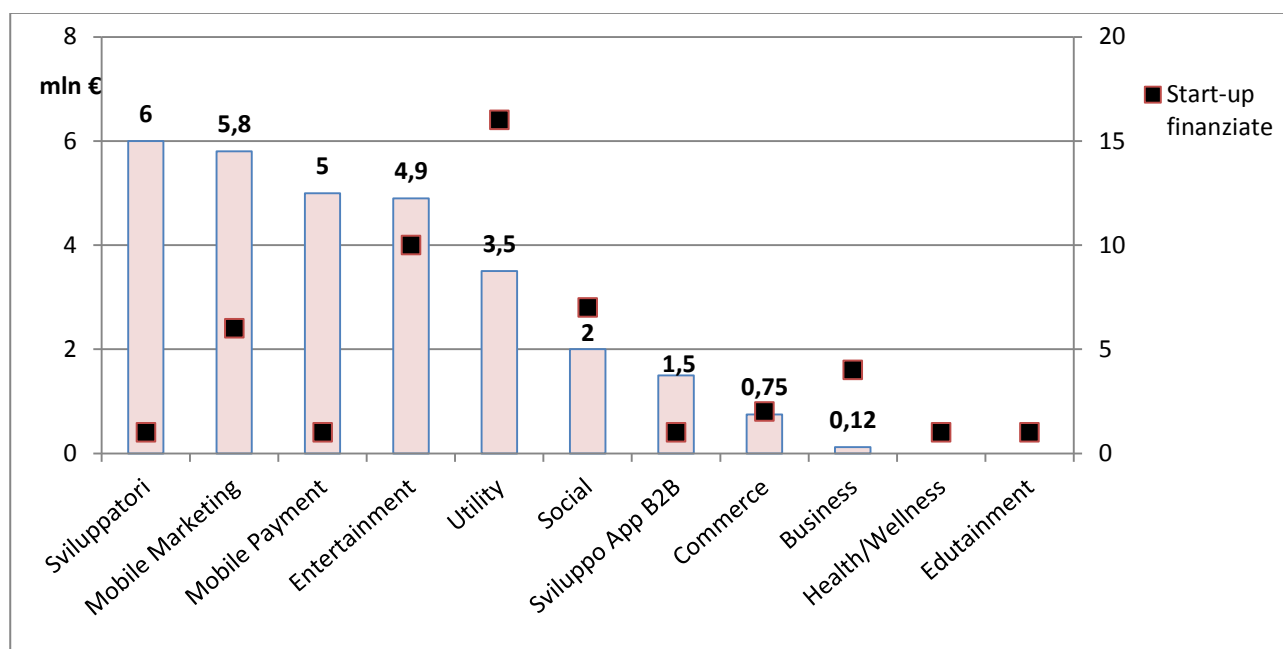


Elaborazione propria. Base: 50 start-up finanziate

Quanto emerge dal grafico 6.14 è che in Italia oltre un terzo delle start-up *mobile* finanziate si rivolgono ai consumatori, quando invece a livello globale (grafico 5.11) c'è un sostanziale equilibrio tra le start-up di tipo *Business to Consumer* e *Business to Business*, dove il settore B2C era leggermente in maggioranza con una quota del 55%.

Come già discusso nel paragrafo 5.4.2 la tendenza Europea è quella di finanziare start-up che offrono il proprio prodotto/servizio ai consumatori (64%), tuttavia l'Italia supera di molto la media europea. Il motivo di questo sbilanciamento così ampio può essere dettato dalla crescita delle *Mobile Content & Apps* nel nostro territorio, la cui esplosione è dettata dalla diffusione che si è registrata tra gli utenti che fruiscono di queste applicazioni *mobile*, che si sono tradotte in una maggiore domanda di applicazioni specifiche per il mercato B2C (per l'approfondimento si rimanda al paragrafo 2.3).

Grafico 6.15: Distribuzione investimenti per categoria in ambito *mobile* in Italia negli ultimi due anni (mln €)



Elaborazione propria. Base: 50 start-up finanziate

Per analizzare meglio gli ambiti *mobile* italiani oggetto di investimento è opportuno fare un confronto tra il grafico 6.15 ed il grafico 5.12, che sintetizza gli investimenti per categoria *mobile* nel mondo. In Italia si ha che i settori che ricevono più finanziamenti sono quelli che forniscono soluzioni per sviluppatori, il *mobile marketing*, il *mobile payment* e l'*entertainment*: nel mondo queste quattro categorie sono tra le prime 5 più finanziate, con solo il *mobile business* che non attrae molto capitale in Italia. Dal punto di vista dell'ammontare dei finanziamenti, dunque, si può dire che c'è linearità tra gli investimenti effettuati in Italia e la tendenza mondiale, anche se per le

categorie *mobile payment* e soluzioni per gli sviluppatori l'ammontare totale è stato investito in un'unica start-up.

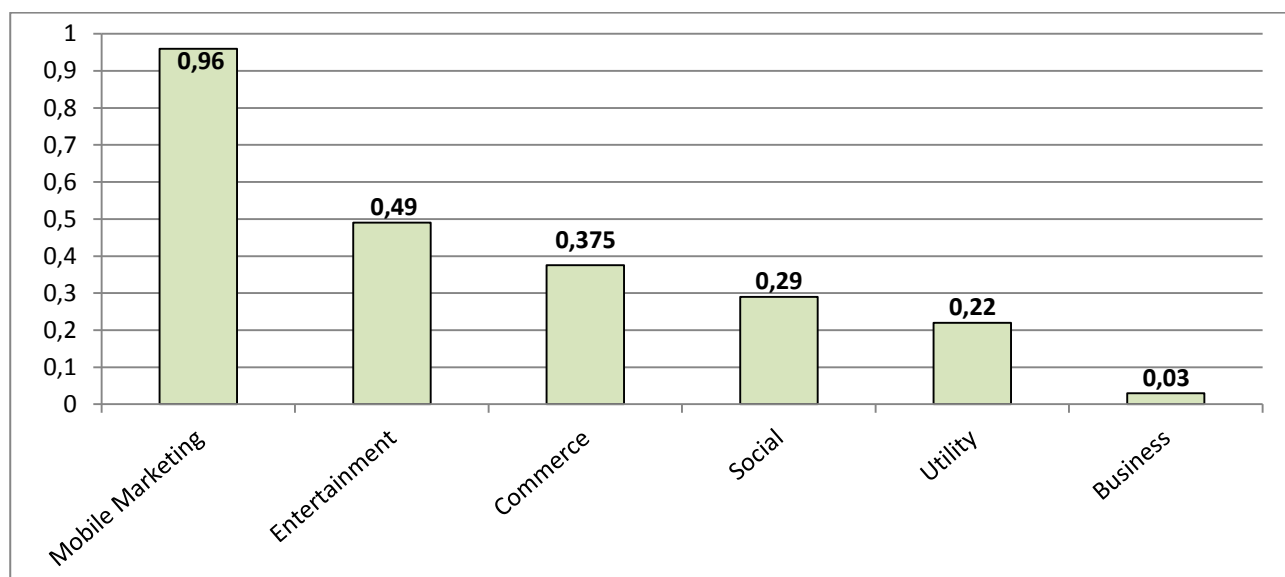
Le start-up più finanziate risultano essere legato al settore dell'*Utility*, ovvero quell'ambito nel quale vengono offerti servizi per aiutare i consumatori nelle attività pratiche della loro vita quotidiana, come ad esempio i servizio di informazione o di prenotazione di hotel, taxi, voli aerei etc. In Italia sono state finanziate 16 start-up appartenenti a quest'ambito.

A seguire ci sono le start-up che si occupano di intrattenimento, dove ben 10 di esse hanno ricevuto quasi 5 milioni di euro di finanziamento. Al terzo posto si trovano le start-up di tipo *Social*, che non hanno ricevuto finanziamenti ingenti (poco più di due milioni di euro) ma risultano essere la terza categoria più finanziata nel nostro territorio con 7 start-up che hanno ricevuto un investimento.

Questi dati dimostrano quanto illustrato nel grafico 6.14, perché le tre categorie che hanno ricevuto più finanziamenti sono quelle che si rivolgono, appunto, al mercato dei consumatori. La prima categoria del settore *Business to Business* ad avere ricevuto più finanziamenti è quella del *mobile marketing* con 6 start-up oggetto di investimento.

Per le 2 start-up finanziate appartenenti ai settori dell'*edutainment* e dell'*health/wellness* (una per categoria) non si dispone dell'entità del finanziamento ricevuto.

Grafico 6.16: Distribuzione investimenti medi per categoria in ambito *mobile* in Italia negli ultimi due anni (mln €)



Elaborazione propria. Base: 50 start-up finanziate

Per analizzare correttamente il grafico 6.16 va prima fatta un'osservazione sui tre settori che guidano questa classifica, ovvero quello delle soluzioni per gli sviluppatori, del *mobile payment* e delle sviluppo *app B2B*: l'ammontare medio investito non è un dato su cui poter fare affidamento, perché l'intero importo è stato versato in tre singole start-up di quel settore, che risultano anche essere le uniche start-up italiane finanziate in quell'ambito. Queste start-up sono Beintoo (soluzioni per gli sviluppatori), che nel 2012 ha ricevuto 6 milioni di euro di finanziamento; Jusp (*mobile payment*), finanziata per 5 milioni di euro nel 2013; ed Appsbuilder (sviluppo *app B2B*), oggetto di un *venture round* da 1,5 milioni di euro. Siccome questi dati avrebbero influito sull'esito del grafico, si è preferito non considerarli.

E' interessante, invece, valutare quali sia l'investimento medio per settore considerando quali di questi abbiano visto più di una start-up finanziata. Il *mobile marketing* risulta essere l'ambito con l'investimento medio più alto, che si avvicina al milione di euro, seguito poi dell'*entertainment*, che riceve mediamente poco meno di 500 mila euro. Vengono presentati i casi di DoveConviene e Musixmatch, rispettivamente appartenenti ai settori del *mobile marketing* e dell'*entertainment*, start-up che hanno ricevuto il finanziamento più elevato in questi due settori.

DoveConviene è una start-up fondata nel 2010 in Emilia Romagna da Alessandro Palmieri, tra i fondatori di altre start-up di successo come Jobrapido e Autoxy; e Stefano Portu, che da quindici anni lavora nel settore digitale.

DoveConviene è una soluzione *mobile* e web che permette di sfogliare i volantini pubblicitari delle catene della grande distribuzione. E' un unico servizio - disponibile su web, tablet e smartphone – da cui scoprire tutte le migliori offerte vicino all'utente, con tutte le informazioni per raggiungerle e acquistarle.

La piattaforma digitale viene utilizzata ogni mese da oltre due milioni e mezzo di italiani per prepararsi allo shopping nei negozi vicino casa. In meno di tre anni è diventata leader in Italia, tra i primi player in Spagna e l'azienda in più forte crescita in questo segmento in Europa.

Nel Luglio 2012 Principia ha investito, in un *round* di Serie A, 3,5 milioni di euro.

Musixmatch è una start-up fondata nel 2010 a Bologna da Max Ciociola, imprenditore seriale di 36 anni appassionato del mondo digitale.

Musixmatch è strumento che sincronizza il proprio archivio musicale digitale con le relative lyrics, mostrando i testi di una canzone mentre la si ascolta sull'iPhone, sull'account Spotify o sugli altri dispositivi/servizi compatibili e vanta 20 milioni di utenti, cioè persone che hanno scaricato ed utilizzato l'app. L'espansione di questa start-up è ben oltre i confini italiani: ad oggi è presente anche negli Stati Uniti, in Brasile, in Giappone, in India, nelle Filippine, in Indonesia e da poco anche in Corea del Sud.

Ad inizio anno ha ricevuto un finanziamento di 2,775 milioni di euro dall'*angel* Paolo Barberis e dall'*investment company* Francesco Micheli Associati.

BIBLIOGRAFIA

Akamai, 2013, *The State of the Internet*, 2nd Quarter, 2013 Report, Volume 6, Number 2.

Giancarlo Livraghi, 2013, *Dati sull'internet nel mondo*.

PricewaterhouseCooper - National Venture Capital Association, *Total U.S. Investments by Year Q1 1995 – Q3 2013*, MoneyTree Report.

I-COM Istituto per la competitività, 2013, *Presenza ed impatto economico delle "start up" innovative di successo: un confronto internazionale*.

Paul A. Gompers, 1994, *The Rise and Fall of Venture Capital*.

Osservatorio Mobile Internet Content & Apps, 2012, *Mobile Internet & Apps: è boom. Opportunità per tutti: Start-up e grandi imprese, Telco e Over the Top*.

AIFI - PricewaterhouseCoopers, 2012, *Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2012*.

AIFI - VEM, 2013, *Early Stage in Italia, Rapporto 2013*.

AIFI - VEM, 2012, *Early Stage in Italia, Rapporto 2012*.

VEM, 2013, *Rapporto Italia 2012*.

VEM, 2012, *Rapporto Italia 2011*.

AIFI - PricewaterhouseCooper, 2000, *Guida pratica al capitale di rischio*.

NVCA, 2013, *Yearbook 2013*.

EVCA, 2013, *2012 Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity*.

Osservatorio Filas, 2004, *La finanza innovativa nelle regioni italiane ed europee – Gli strumenti di attuazione ed i principali risultati*.

AIFI, 2013, *Investimenti istituzionali in private equity e venture capital: potenziali, gap, opzioni di sviluppo*.

Banca d'Italia Eurosystem, 2009, *Questioni di Economia e Finanza – Il private equity in Italia*.

EVCA, 2013, *Central and Eastern Europe Statistics 2012*.

The Exempt Capital Network, 2012, *Venture capital activity: global, Canada and the U.S.*

Bottazzi, Da Rin, 2001, *Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies*.

Massimo Merlini, Università degli studi di Bergamo, a.a. 2005-2006, *Finanziare l'impresa*.

Ernst&Young, 2013, *Turning the corner – Global venture capital insights and trends 2013*.

AIFI, 2011, *Libro Bianco – Proposte per lo sviluppo del venture capital in Italia*.

Preqin, 2013, *Prequin Special Report: US Venture Capital Industry*.

Preqin, 2012, *Prequin Special Report: Venture Capital*.

Preqin, 2013, *The Venture Capital Conundrum*.

Preqin, 2012, *Buyout and Venture Capital Fundraising*.

Preqin, 2012, *Private Equity Spotlight*.

Francesca Lazzeri, 2010, *Il ruolo degli incubatori d'impresa*.

Chang Liu, 2009, *A comparison of the venture capitalists' investment behavior pattern between China and America*.

IESE Business School, 2011, *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index*.

Lino Sau, 2003, *Gli effetti del Venture Capital sulle Gerarchie di Finanziamento delle Imprese Innovative*.

IESE Business School, 2013, *The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index*.

Giuseppe G. Santorsola, 2004, *Le operazioni e gli intermediari nel Private Equity*.

AIFI, 2001, *Incubatori privati: realtà internazionale e modello italiano*.

Massimiliano Magrini, Raffaele Mauro, 2010, *Il ruolo del venture capital in Italia: comparazione internazionale e opportunità di sviluppo*.

Ericsson, 2013, *Ericsson Mobility Report*.

Italia Startup, School of Management Politecnico di Milano, 2013, *The Italian Startup Ecosystem: "Who's Who"*.

Confindustria Modena, 2011, *Nasce l'impresa, Start-up: dal progetto al mercato*.

Guido Corbetta, 2013, *Fondi di fondi di venture capital*.

Ian MacMillan, Edward Roberts, Val Livada, Andrew Wang, 2008, *Corporate Venture Capital (CVC)*
– *Seeking Innovation and Strategic Growth*.

SITOGRAFIA

www.lastampa.it/2013/10/17/tecnologia/rapporto-su-internet-in-italia-banda-larga-in-crescita-X2guTfn0t1LQ9EhAilqAkN/pagina.html

news.netcraft.com

www.abroad-fiduciaire.com/it/corporate-it/36-italien-it/immatriculation-de-societes/217-societa-d-investimento-a-capitale-rischio-sicar

www.isc.org/services/survey/

saperi.forumpa.it/story/61137/limpatto-di-internet-sulla-nostra-vita-e-sulla-nostra-economia-il-rapporto-di-mckinsey#.Un-jtieiASY

www.fondosocialeuropeo.it/imprenditore3.html

www.finsmes.com

trasferimentotec.wordpress.com/2012/03/27/intervista-a-mario-mariani-the-net-value/

www.bcgperspectives.com/content/articles/innovation_growth_mergers_acquisitions_corporate_venture_capital/

www.venturecapitalupdate.com

www.techcrunch.com/startups/

www.pminordest.it/2012/04/30/che-cose-un-incubatore-per-start-up/

www.investireinformati.com/fondi-comuni-di-investimento-sicav-le-principali-differenze-tecniche/

www.crunchbase.com

www.mashable.com

www.venturebeat.com

www.familyofficer.it

www.eu-startups.com

www.nvca.org

www.italianvalley.wired.it/news/2013/06/12/investimenti-startup-427859.html

www.emiliaromagnastartup.it/pagine/finanziare-una-startup
www.polihub.it
www.technorati.com
www.siliconprairienews.com
www.i3p.it
www.treatabit.com
www.gigaom.com
www.marketwired.com/press-release/venture-capital-funds-raised-206-billion-during-2012-1742742.htm
www.preqin.com/blog/101/5195/vc-fundraising
www.lobbyinnovazione.it
www.thenetvalue.com/
www.it.startupscene.org
www.startupper.it
www.siliconvalley.corriere.it
www.startupblognetwork.it
www.startup.wikli.it
www.thestartup.eu
www.ecofinpress.it/finord/il-capitale-di-rischio-private-equity-e-venture-capital/
www.angel.co
www.bankpedia.org
www.digitalmagics.com
www.dpixel.it
www.035investimenti.it
www.superpartes.biz
www.annapurnaventures.com

www.cii2.com/club/club2-2/

www.keycapital.it

www.borsaflash.it

www.startupitalia.eu/it/blog/article/startup-accademiche

www.idooo.it

www.luissenlabs.com

www.assodigitale.it/2013/04/05/per-lanciare-e-farsi-finanziare-la-propria-startup-arriva-luiss-enlabs-la-fabbrica-delle-start-up-in-collaborazione-con-wind/

http://www.e-journal.it/special_event/relatori/articoli/piol_elserino.htm

www.innogest.it

www.principiasgr.it

www.imiinvestimenti.it/fondi-chiusi-it

www.zernikemetaventures.com

www.ideastartup.it/2013/09/18/start-up-usa-non-solo-silicon-valley/#more-906

www.m31.com

www.ilsole24ore.com/art/tecnologie/2013-01-11/lincubatore-scegli-investire-stati-185958.shtml?uuid=Ab5QQWJH

www.italianangels.net

www.iban.it

www.aifi.it

www.key4biz.it/Mappamondo/Mondo/2013/02/Mobility_Report_Ericsson_Traffico_Dati_Mobile_Raddoppio_Banda_Larga_Mobile_Cina_India_215890.html

www.d4b.it/blog/mobile/crescita-mobile/

www.startupsmart.com.au/financing-a-business/venture-capital-deals-down-but-private-equity-investments-up-global-trends-report/2013100210849.html

www.vertis.it

www.incubatoritoscani.it/?page_id=99

www.1minuto.info/che-cose-un-business-angel/

www.360capitalpartners.com

www.h-farmventures.com

<http://www.unitedventures.it>

www.osservatori.net/startup_digitali

www.bancheitalia.it/economia-e-finanza/fondi-chiusi.htm

www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondiinvestimento.htm