

LA FINANZA DEL CAPITALE DI RISCHIO

Venture capital e private equity - modalità operative e politiche di investimento

di Alfonso Riccardi

- 1. Capitolo 1 - LA FINANZA DEL CAPITALE DI RISCHIO – Il venture capital**
- 2. Capitolo 2 - LA FINANZA DEL CAPITALE DI RISCHIO – Il private equity**

Capitolo 1 - LA FINANZA DEL CAPITALE DI RISCHIO – Il venture capital

Par. 1 - Introduzione

Il presente capitolo, insieme al successivo, sono dedicati ad approfondire il tema delle principali modalità operative e politiche di investimento in operazioni di private equity e venture capital, illustrando altresì i più ricorrenti ostacoli e difficoltà nella realizzazione di tali operazioni.

Il private equity e venture capital rappresenta un argomento molto dibattuto nella teoria e nella pratica, verso cui si registra un continuo e crescente interesse, anche per effetto sia di interventi pubblici volti a favorirne lo sviluppo, secondo logiche dimensionali, settoriali o geografiche, sia dell'andamento macroeconomico recente a livello nazionale e internazionale e delle maggiori difficoltà di accesso ai finanziamenti bancari da parte delle PMI, sia, infine, della necessità di favorire il miglioramento della competitività delle aziende italiane e del sistema Paese nazionale supportando processi di consolidamento settoriale e di internazionalizzazione.

In questa sede la trattazione ha privilegiato il contesto applicativo delle operazioni di acquisizione di partecipazioni in imprese non finanziarie da parte di fondi chiusi operanti nel vasto comparto del private equity e venture capital, esaminandone le condizioni e problematiche di realizzazione, con riferimenti anche agli sviluppi più recenti e agli scenari futuri prevedibili.

Per finalità espositive si è preferito articolare la trattazione in due capitoli, il primo sul venture capital e il secondo sul private equity. Più in particolare, nel primo capitolo si è preferito inserire un'introduzione nella quale prima vengono sinteticamente illustrati, in via propedeutica e preliminare all'esame degli argomenti centrali del capitolo, i principali aspetti definatori e tassonomici del venture capital e private equity, e poi vengono evidenziate le fasi di un'operazione di investimento e le principali motivazioni di archiviazione. Successivamente, il primo capitolo prosegue con l'analisi specifica delle fasi di un'operazione di venture capital (dallo scouting fino al disinvestimento).

Nel secondo capitolo, invece, si esaminano le specificità delle operazioni di private equity rispetto a quelle di venture capital riproponendo l'analisi per ciascuna fase di un'operazione di investimento.

In entrambi i capitoli si evidenziano tutte le fasi di un'operazione di investimento, esaminandone, da un lato, i principali aspetti e problematiche, anche attraverso l'ausilio di casi ed esempi tratti da operazioni reali e, dall'altro, le condizioni necessarie per favorire un maggiore sviluppo dell'intero comparto del private equity e venture capital. Nell'ambito di tale analisi si illustrano altresì i principali errori, commessi dagli investitori e dagli imprenditori, che ostacolano la realizzazione di operazioni di successo, e le tecniche adottate dagli investitori per superare le asimmetrie informative prima e dopo il closing di un'operazione.

Par. 1.1 - Aspetti definatori, tassonomia e vantaggi del private equity e venture capital

1.1.1 Aspetti definatori

Il private equity e venture capital consiste nell'apporto di capitale di rischio da parte di investitori istituzionali in imprese non quotate, con l'obiettivo prevalente di realizzare un elevato guadagno in conto capitale a seguito della dismissione della partecipazione acquisita, in un'ottica temporale di medio lungo termine.

L'investitore nel capitale di rischio non chiede garanzie patrimoniali, ma si accolla una parte del rischio d'impresa come gli altri azionisti ed è interessato al processo di creazione di valore dell'impresa per aumentare quello della sua partecipazione e quindi massimizzare il tasso di rendimento del proprio investimento.

Nel dettaglio, un'operazione di private equity o venture capital si caratterizza tipicamente per i seguenti aspetti:

- intervento nel capitale di rischio, ossia nell'equity dell'impresa target;
- apporto di capitale sotto forma di partecipazioni al capitale azionario o di sottoscrizione di titoli convertibili in azioni;
- assunzione di partecipazioni di maggioranza o di minoranza qualificata;
- operatori economici specializzati;
- imprese non quotate;
- elevata rischiosità e redditività potenziale degli investimenti;
- obiettivo prevalente di realizzare un significativo capital gain (guadagno in conto capitale) attraverso la crescita di valore dell'impresa; l'investitore non è generalmente interessato alla distribuzione di dividendi;
- dismissione delle partecipazioni nel medio-lungo termine, con un livello di maturazione dell'investimento compreso generalmente in un intervallo di 3-5 anni. E' il momento in cui si conclude l'operazione e, in caso di successo, si realizza il capital gain. In effetti, in considerazione della finalità e della natura dell'operazione l'investimento necessita di un periodo pari ad almeno 3-5 anni, e il successivo smobilizzo risente dell'andamento dei mercati mobiliari e finanziari, sia direttamente in presenza di una quotazione in borsa sia indirettamente nel caso di forme di uscita alternativa.

A fini chiarificativi degli aspetti definatori, si precisa che nel presente lavoro, in aderenza all'accezione in uso in Europa, per venture capital e private equity si intendono rispettivamente le operazioni di finanziamento dell'avvio dell'impresa e quelle realizzate su fasi del ciclo di vita delle aziende successive a quella iniziale. Secondo la prassi più diffusa negli USA, invece, l'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio è definita nel suo complesso attività di private equity, e viene articolata in venture capital (operazioni in early stage ed expansion) e buy out¹.

1.1.2 Tipologie di operazioni

L'attività finanziaria di private equity e venture capital si è sviluppata attraverso varie tipologie e modalità di investimento che vengono generalmente individuate con riferimento alle diverse fasi di sviluppo aziendale, da cui scaturiscono specifiche necessità o dell'impresa stessa o dell'organo imprenditoriale, nell'ambito delle quali vengono poste in essere. In effetti, ogni stadio del ciclo di vita dell'impresa assume connotati specifici in termini di dimensioni, esigenze e prospettive; ciò significa che l'intervento dell'investitore istituzionale può essere diverso per quanto riguarda sia la quantificazione dell'apporto di risorse finanziarie sia la tipologia e profondità delle esperienze e competenze richieste. A tali classificazioni corrisponde spesso una specializzazione settoriale degli stessi operatori finanziari.

Si distinguono pertanto gli interventi effettuati per²:

- l'avvio di iniziative imprenditoriali (early stage financing);
- la crescita e lo sviluppo dell'impresa (expansion financing);

¹ Nel presente lavoro le espressioni "investitore istituzionale", "investitore nel capitale di rischio" o "investor" saranno utilizzate come sinonimi; le espressioni "private equity investor" e "venture capitalist" indicheranno operatori, rispettivamente, di private equity e venture capital secondo l'accezione europea; infine le espressioni "imprese venture backed" o "imprese partecipate da investitori istituzionali" faranno riferimento, indistintamente, ad aziende oggetto di operazioni di private equity o di venture capital.

² Per approfondimenti in merito alle diverse tipologie di operazioni si rinvia a A. Gervasoni e F. L. Sattin, *Private equity e venture capital – manuale di investimento nel capitale di rischio*, di, Edizioni Angelo Guerini e Associati, 2000.

- le operazioni connesse al mutamento della responsabilità imprenditoriale (operazioni di buy out/in);
- la ristrutturazione dell'azionariato (replacement capital);
- il rilancio o la ristrutturazione di aziende in crisi (turnaround financing).

Per quanto riguarda la fase di avvio, gli interventi di venture capital si possono distinguere in seed financing e start up financing.

Si parla di seed financing nei casi in cui l'intervento dell'investitore avvenga già nella fase di sperimentazione del prodotto o di creazione dell'impresa, quando esiste solo un'idea o un'invenzione e deve essere ancora dimostrata la validità tecnica del prodotto o del servizio. In questi casi, generalmente, non esiste ancora neanche un business plan e sono necessarie elevate competenze tecniche e scientifiche, oltre che manageriali. Il rendimento atteso è molto alto, per poter coprire l'elevato rischio di fallimento delle operazioni.

Gli interventi di start up financing, invece, riguardano aziende nelle quali l'attività produttiva è in fase di avvio, ma non è stata ancora verificata la validità commerciale del prodotto o del servizio; generalmente in questa fase è stata superata la fase di sperimentazione e spesso sono state completate (o sono in corso di completamento) le fasi di ingegnerizzazione e di brevettazione. In questi casi l'imprenditore è alla ricerca di risorse per finanziare il business, che necessita di capitale per la sua crescita, ma il prodotto è già stato ideato, progettato e sperimentato, quindi vi è meno necessità di competenze tecnico-scientifiche da parte dell'investitore. I capitali da investire sono generalmente maggiori rispetto agli interventi di seed.

Gli interventi di expansion financing (o development capital) interessano le aziende già sviluppate e mature, che necessitano di capitali per consolidare il proprio sviluppo, per fronteggiare la crescente pressione competitiva ed, eventualmente, internazionalizzarsi; si sostanziano nell'acquisizione di una quota di minoranza qualificata del capitale e si realizzano mediante la sottoscrizione di aumenti di capitale o di prestiti obbligazionari convertibili.

L'azienda in questa fase ha già dimostrato di saper competere sul mercato con profitto, quindi il rischio d'insuccesso è più basso rispetto agli interventi di early stage. Non di rado interventi di expansion coinvolgono aziende la cui struttura organizzativa si presenta ancora in fase evolutiva e, pertanto, richiede un intervento dell'investitore anche in tal senso.

Le operazioni di development capital sono finalizzate a supportare l'espansione, interna o esterna, o il raggruppamento di società indipendenti. Rientrano nell'ambito delle operazioni di expansion, in particolare, anche quelle denominate cluster venture: si tratta di operazioni finalizzate al raggruppamento di più società operative indipendenti, integrabili verticalmente o orizzontalmente e caratterizzate da notevoli somiglianze in termini di prodotti, mercati e tecnologie, possedute da una holding che ha il ruolo di coordinamento strategico, nella quale la maggioranza è detenuta da una o più società di investimento. L'obiettivo primario di questo tipo di interventi è il conseguimento di economie di scala e sinergie (tecnologiche, produttive, commerciali, manageriali e finanziarie) nel processo di creazione del valore.

Le operazioni di replacement capital (o, più semplicemente, replacement) hanno luogo nell'ipotesi di sostituzione degli azionisti di minoranza, non più interessati all'azienda, senza modificare la posizione dell'azionista di maggioranza; non di rado si verificano nell'ambito di operazioni con finalità mista (expansion/replacement). La tipologia in esame si verifica di norma in occasione di passaggi successivi in imprese di famiglia, di smobilizzi da parte di azionisti a carattere meramente finanziario o per dissidi con gli azionisti di maggioranza sulle scelte imprenditoriali. L'intervento

dell'investitore di private equity garantisce la continuità del funzionamento aziendale e la stabilità dell'azionariato. In questi casi, infatti, l'investitore si sostituisce, temporaneamente, a uno o più soci uscenti, in modo tale da consentire loro di cedere la propria partecipazione, senza che ciò costituisca un ostacolo allo sviluppo aziendale (anzi, la presenza di tali soci può essere spesso un freno alla crescita aziendale) o ne comporti un cambiamento radicale delle strategie; i soci interessati a disinvestire sono, tipicamente, coloro che non ricoprono ruoli nella gestione dell'azienda.

Le operazioni di buy-out riguardano il cambiamento radicale della proprietà di un'impresa, essendo caratterizzate dalla cessione del pacchetto di controllo.

Nei buy-out l'intervento dell'investitore istituzionale è di supporto finanziario al nuovo gruppo imprenditoriale/manageriale per condurre a buon fine l'operazione di riassetto proprietario. Possono essere di quattro tipi a seconda delle caratteristiche della nuova proprietà: management buy out, management buy in, employees buy out e family buy out. Si parla di management buy out quando è un gruppo manageriale interno all'azienda a prenderne il controllo; se, invece, è coinvolto un gruppo manageriale esterno, si ha un'operazione di management buy in; se, diversamente, l'intervento dell'investitore è volto a favorire un nuovo assetto proprietario che veda il coinvolgimento di un gruppo più allargato di dipendenti dell'azienda stessa, si parla di employees o workers buy out; infine, si parla di family buy out qualora nella vita di un'impresa familiare uno dei membri decida di rilevarla e di avvalersi dell'intervento di un investitore istituzionale per realizzare l'operazione di acquisizione.

I buy-out vengono spesso effettuati con un ampio ricorso al debito: si parla in questi casi di LBO (leveraged buy-out). In tali casi, la quota preponderante dei mezzi finanziari, necessari per l'acquisto della maggioranza del capitale, viene raccolta tramite ricorso all'indebitamento, da rimborsare con i successivi flussi di cassa che si prevede di generare con la gestione dell'azienda acquisita (target dell'operazione).

Infine, i turnaround sono operazioni aventi come oggetto imprese in crisi tali da richiedere l'adozione di modifiche radicali nelle strategie e il cambiamento dei responsabili della conduzione aziendale. Gli interventi che rientrano in questa tipologia sono caratterizzati, di norma, anche da accordi con le banche creditrici volti al consolidamento del debito o alla sua riduzione tramite la conversione di crediti in azioni dell'azienda target. Le operazioni di turnaround si rivolgono, talvolta, ad imprese sottoposte a procedure concorsuali mirate al risanamento per il tramite di società veicolo appositamente costituite, per acquisire totalmente o parzialmente l'impresa in crisi, anche mediante l'affitto di un ramo o dell'intera azienda.

Come visto, dunque, le operazioni di replacement, di buy-out e turnaround rappresentano interventi nel capitale di rischio accomunati dal finanziamento di processi di cambiamento dell'azienda, anche se con motivazioni, modalità e situazioni di riferimento ben diverse; in effetti, si hanno casi in cui un'azienda ha raggiunto una fase di maturità, che per essere superata, richiede preferibilmente una modifica dell'assetto strategico e/o organizzativo, oppure casi in cui si verificano eventi negativi come una crisi aziendale.

1.1.3 Vantaggi del private equity e venture capital

Dall'esposizione precedente si evince come l'attività di private equity e venture capital risponda alle esigenze:

- di sviluppo e consolidamento per le piccole e medie imprese non quotate, generalmente sotto capitalizzate, che necessitano di finanziamenti a medio lungo termine per rafforzare la propria struttura patrimoniale, crescere dimensionalmente ed, eventualmente, quotarsi;

- di imprese interessanti sotto il profilo innovativo e tecnologico, che si trovano nelle fasi iniziali del ciclo di vita aziendale in settori a rapido sviluppo, impossibilitate a essere finanziate attraverso i classici canali del credito non avendo sufficienti garanzie;
- di aziende in cui specifiche necessità di ordine imprenditoriale (operazioni buy out/in) o strategico (cluster venture) impongono un approccio innovativo e flessibile alla finanza aziendale.

È dimostrato da ricerche nazionali e internazionali³ che alle imprese venture backed sono riconducibili performance economiche superiori rispetto alle altre realtà imprenditoriali, apportando benefici significativi al sistema economico complessivo.

In particolare, una ricerca, pubblicata nel marzo 2008 da PriceWaterhouseCoopers “The Economic Impact of Private Equity and Venture Capital in Italy”, ha analizzato le performance delle aziende oggetto di investimento durante la permanenza all’interno del portafoglio di fondi nel periodo 1999-2006, utilizzando come indicatori di performance la crescita del fatturato, del margine operativo lordo (MOL o EBITDA) e dell’occupazione, e confrontando i valori di tali aziende con quelli dell’economia nazionale e di un campione di aziende comparabili.

La conclusione di tale analisi è che le aziende partecipate da investor mostrano performance sensibilmente superiori ai principali indicatori macroeconomici e a quelle di un campione di aziende comparabili (di dimensione grande e media); nel dettaglio, in particolare, si evidenzia:

- a) un incremento medio annuo dei ricavi pari al 13,1% per le aziende oggetto di buy out, e addirittura del 21,2% per le aziende finanziate con venture capital⁴. Questi tassi di crescita sono notevolmente superiori a quelli relativi al campione di riferimento delle aziende italiane di media e grande dimensione, pari al 5,3-5,7%⁵, e a quello del PIL, pari allo 0,9%.

Le società oggetto di venture capital si contraddistinguono per un incremento ben più rilevante rispetto a quello delle società oggetto di buy out. Tale risultato può essere riconducibile sia alla dimensione media pre-investimento inferiore, che tipicamente caratterizza aziende neo-costituite, sia alla maggior possibilità, per un investitore, di incidere sull’incremento delle quote di mercato nel caso di aziende con pochi anni di vita, rispetto a società già consolidate all’interno del sistema economico e con prospettive potenziali di crescita meno consistenti;

- b) una crescita significativamente maggiore del margine operativo lordo: in particolare, nel caso dei buy-out si è avuto un aumento del 17,8% mentre per le operazioni di venture un aumento del 15,9%, a fronte di un aumento del 4,7-4,9% evidenziato dal campione di medie imprese selezionato nel medesimo orizzonte temporale;
- c) andamenti diametralmente opposti in termine di occupazione: in effetti, il numero di persone occupate nelle aziende oggetto di operazione di buy-out è aumentato in media del 5,9% annuo; ancora maggiore è stata la crescita del livello occupazionale per le aziende finanziate con venture capital (10,7%), mentre nelle aziende del campione si è registrata una diminuzione dello 0,5-0,6%.

In sintesi, il private equity e il venture capital hanno avuto un impatto positivo sull’economia italiana accelerando la crescita delle aziende.

³ Banca d’Italia e AIFI - *Questioni di Economia e Finanza, Il private equity in Italia*, febbraio 2009; Coopers & Lybrand – EVCA, 1997.

⁴ La ricerca in esame condotta da PriceWaterhouseCoopers accoglie la definizione statunitense di private equity e venture capital.

⁵ Il campione di medio - grandi aziende utilizzato per i confronti è diverso per le operazioni di venture capital e per quelle di buy-out.

Le performance superiori delle imprese partecipate da investitori istituzionali sono riconducibili alla selettività e alle modalità operative degli investor, e alla natura multidimensionale del loro intervento nelle aziende target. Infatti, la loro attività va ben oltre il mero conferimento di capitali, e comprende un costante affiancamento nella gestione, l'apporto di know-how, competenze professionali e tecnico-manageriali, l'introduzione della stessa partecipata in una rete di contatti (con altri investitori, istituzioni finanziarie e partner industriali) fondamentali per la sua crescita e, più in generale, numerosi vantaggi strategico-finanziari, connessi anche al miglioramento dell'immagine dell'azienda nei confronti dei propri stakeholders.

In particolare, i vantaggi principali dell'ingresso di un investitore istituzionale nel capitale di un'azienda sono:

- definizione e implementazione di una strategia di sviluppo;
- accelerazione del processo di crescita dimensionale e/o di internazionalizzazione delle imprese;
- professionalizzazione della gestione dell'azienda, consentendo il superamento della dimensione familiare e regolamentando i rapporti impresa-famiglia. Gli interventi di venture capital e private equity determinano l'adozione di modelli gestionali e operativi più professionali in termini di procedure, di controllo dei costi e dei risultati e di rapporti con gli stakeholders;
- capacità di attrarre manager di qualità;
- spersonalizzazione dell'azienda rispetto alla situazione *one-man show* precedente l'ingresso dell'investor;
- incremento del tasso di innovazione tecnologica;
- miglioramento del potere contrattuale dell'azienda nei confronti dei suoi stakeholders;
- miglioramento del rating bancario;
- miglioramento della reputazione e della credibilità dell'azienda sul mercato;
- agevolazione del ricambio generazionale nella gestione delle imprese;
- miglioramento della governance;
- agevolazione della liquidazione dei soci non interessati alla gestione aziendale, consentendo in tal modo la razionalizzazione della gestione e della governance;
- accompagnamento alla quotazione.

In altri termini, l'investor, pur lasciando all'imprenditore le responsabilità gestionali, interviene nelle questioni e decisioni importanti con un'azione di supporto e di sostegno mettendo a sua disposizione la propria esperienza e le proprie capacità di relazione e di influenza, al fine di accelerare il processo di creazione di valore per l'azienda e per la sua partecipazione⁶.

I benefici del private equity e venture capital non si esauriscono nell'economia delle singole imprese partecipate. In particolare, l'attività di investimento nel capitale di rischio contribuisce notevolmente allo sviluppo del sistema industriale e dell'economia nel suo complesso, della competitività nazionale e del tasso di innovazione, selezionando imprese a rapido tasso di crescita e fornendo loro il capitale necessario per svilupparsi accelerando un processo schumpeteriano di rinnovamento supportando le aziende migliori e abbandonando quelle meno efficienti.

Inoltre, in un contesto di asimmetrie informative sui mercati finanziari l'investitore nel capitale di rischio contribuisce a migliorare le informazioni sulle imprese.

⁶ La già citata ricerca condotta da Banca d'Italia e AIFI evidenzia che gli investitori forniscono un contributo notevole in termini di definizione strategica, consulenza finanziaria e supporto nel processo di internazionalizzazione, attraverso acquisizioni o grazie ad accordi di collaborazione con società estere, mentre minore è l'apporto riguardo allo sviluppo tecnico del prodotto e alle condizioni di fornitura, aree del resto nelle quali generalmente l'imprenditore ha già competenze specifiche.

Gli investimenti di capitale di rischio, in particolare il venture capital, favoriscono lo sviluppo del tasso di innovazione di un Paese; il venture capital rappresenta lo strumento più idoneo per finanziare nuove iniziative imprenditoriali basate sullo sfruttamento dei risultati derivati da ricerche, anche universitarie, in quanto coniuga la propensione al rischio con la ricerca di elevati ritorni che il successo di un prodotto o processo innovativo può garantire nel medio lungo termine.

Nell'ambito dell'economia di un Paese la quota parte degli investimenti destinata alla ricerca è un ottimo indicatore per misurare il grado di sviluppo e di competitività di un sistema economico. Esiste, in effetti, una stretta correlazione tra tasso di ricerca e innovazione di un Paese e crescita del suo PIL; l'Italia, da questo punto di vista, evidenzia valori dell'incidenza della ricerca tra i più bassi dei paesi industrializzati⁷.

In sintesi, il private equity e venture capital costituisce un'importante fonte di finanziamento, rispetto alla tradizionale erogazione del credito, per le imprese dotate di un alto grado di flessibilità e innovazione e un buon posizionamento, e una fonte di sviluppo per le imprese e per l'economia nel suo complesso. L'importanza di un investimento di private equity o venture capital si evince se si comprende quanto la capacità di reperire risorse finanziarie può rappresentare uno dei fattori critici della crescita economica e del posizionamento e/o riposizionamento strategico di un'azienda; del resto, l'eccessivo indebitamento limita non solo il tasso di sviluppo ma anche la capacità netta di autofinanziamento e tutte le leve competitive e finanziarie successivamente attivabili.

Grazie al ricorso a investitori nel capitale di rischio, l'impresa può reperire capitale da un lato "paziente", che può essere utilizzato per sostenere il suo sviluppo in ogni fase del suo ciclo di vita e senza vincoli di rimborso nel breve termine, e, dall'altro, "smart", in quanto accompagnato dalla fornitura di know how manageriale e dal supporto gestionale e strategico.

1.1.4 Tipologie di operatori

Vi sono diverse categorie di investitori professionali coinvolti nell'attività di investimento nel capitale di rischio, che possono essere classificati in:

- banche e divisioni di banche;
- fondi chiusi a carattere sovranazionale/internazionale;
- fondi chiusi a carattere locale/regionale;
- finanziarie di partecipazione di emanazione privata o industriale;
- operatori pubblici.

Lo strumento principale delle operazioni di private equity è quello del fondo chiuso; secondo la normativa italiana i fondi chiusi di investimento rientrano nella macro categoria dei fondi comuni di investimento. Si tratta di intermediari finanziari che, mediante l'emissione di quote di partecipazione, raccolgono capitali presso investitori istituzionali e presso privati per investirli e gestirli in comune. Il fondo chiuso, data la stabilità della raccolta, può investire con un'ottica di medio-lungo termine, in valori mobiliari di non immediata liquidabilità, come i titoli di società non

⁷ La percentuale del Pil investita in ricerca e sviluppo nei 27 paesi UE nel 2007 è stata pari all'1,9%; l'Italia è in coda con l'1,1%. Si segnala che nello stesso anno gli USA hanno speso il 2,7% del PIL e nel 2006 (l'ultimo anno per cui ci sono dati disponibili) il Giappone ha speso il 3,4%. La spesa in ricerca e sviluppo dell'Italia nel 2007 è la più bassa tra i paesi di area euro. Inoltre, le imprese italiane spendono il 40% di tutte le risorse finanziarie nazionali destinate alla ricerca, contro il 65% della Svezia, il 68% della Germania, il 65% degli Stati Uniti, il 52% della Spagna e il 57% medio dei paesi di area euro; in altri termini, solo in Italia la spesa in ricerca e sviluppo del pubblico è più alta di quella privata. La ricerca "European Innovation Scoreboard 2008" colloca l'Italia al 19° posto tra i 27 Paesi dell'UE per capacità di innovazione, con un gap di investimenti in ricerca e sviluppo particolarmente marcato nel settore privato.

quotate. Esso è, quindi, per sua configurazione, un veicolo idoneo a svolgere attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio.

Nel presente lavoro, come anticipato, si esaminano le modalità operative di un fondo chiuso.

I fondi hanno solitamente durata compresa tra gli 8 e i 10 anni. Questo periodo può essere scomposto in due momenti differenti: il primo, durante il quale è possibile effettuare investimenti (investment period), che va da un minimo di 3 anni a un massimo di 7 (in genere 5 anni) e il secondo, fino alla scadenza del fondo, dedicato all'attività di disinvestimento, durante il quale il fondo procede al rimborso progressivo delle quote versate dai sottoscrittori in corrispondenza della dismissione delle partecipazioni in portafoglio. La durata del fondo può essere prorogata di due o tre anni (grace period) se il processo di disinvestimento non è stato concluso.

Per le attività di gestione di un fondo, la Società di Gestione (SGR) percepisce commissioni di varia natura e modalità di calcolo, come di seguito indicato:

- management fee (compenso fisso e di importo predeterminato, almeno nell'investment period): è la commissione che il fondo corrisponde, normalmente ogni semestre in via anticipata, alla società di gestione. Le management fee sono calcolate solitamente come una percentuale, di norma compresa tra l'1,5% e il 2,5%, dell'intero valore sottoscritto, durante il periodo di investimento (normalmente i primi 3-5 anni), e del valore netto contabile del fondo (NAV), per il periodo successivo fino alla scadenza;
- carried interest o performance fee (compenso variabile e incerto): è calcolato come una percentuale, generalmente pari al 20%, della plusvalenza netta realizzata dai sottoscrittori del fondo, da corrispondersi normalmente solo per la parte eccedente un rendimento minimo prefissato da riconoscere ai sottoscrittori (hurdle rate), che di solito varia tra il 5% e l'8% composto annuo; in altri termini, viene corrisposto dopo aver pagato ai sottoscrittori del fondo una somma pari al loro capitale investito più il rendimento minimo indicato nel regolamento del fondo. I carried interest legano una parte rilevante dei compensi della SGR al successo delle operazioni effettuate e quindi ai guadagni procurati ai sottoscrittori.

Nel prosieguo del presente lavoro saranno illustrate le modalità operative e le politiche di investimento che caratterizzano indistintamente le operazioni di private equity e di venture capital, evidenziando di volta in volta le specificità tipiche dell'una o dell'altra tipologia. Accanto alle fasi e alle attività comuni a tali operazioni, va comunque rilevato che sussistono alcune differenze significative tra un fondo di venture capital e uno di private equity:

- il primo apporta capitali esclusivamente all'interno dell'azienda con la sottoscrizione di aumenti di capitale, diversamente dal secondo che apporta capitali anche ai precedenti azionisti nell'ipotesi di acquisto azioni, come nel replacement. In altri termini, nel venture capital non si ha alcun replacement dei soci di minoranza;
- le aziende target dei fondi di venture capital sono sensibilmente differenti rispetto a quelle dei fondi di private equity: per il primo le target sono giovani, nella fase iniziale di sviluppo e in perdita, rispetto ad aziende di settori tradizionali per il secondo. Con il venture si porta sul mercato un'innovazione che non esiste o la cui efficacia e validità deve ancora essere provata, sia tecnicamente sia commercialmente. Inoltre, i tassi di crescita attesi delle performance delle aziende target di fondi di venture sono sensibilmente superiori di quelle oggetto di operazioni di private;
- per il venture capital la struttura di intervento è basata solo sull'equity, rispetto a operazioni di private equity che possono prevedere l'intervento di debito. Del resto, poiché le aziende in early stage sono in perdita e con cash flow negativi, non vi sono risorse da destinare al servizio

di un debito, diversamente dal private equity, i cui target sono generalmente aziende che operano in settori maturi e vantano flussi di cassa adeguati;

- in operazioni di venture è maggiore l'enfasi sulle persone, rispetto alle operazioni di private equity nelle quali si ha una maggiore enfasi sui numeri. Come sarà approfondito nel proseguo del presente lavoro, in entrambe le operazioni fondamentale è la valutazione delle competenze del team imprenditoriale e manageriale e l'alchimia che si instaura con l'investor. Il significato di tale considerazione va inteso esclusivamente nel senso che, poiché le aziende target di operazioni di private equity sono già sviluppate e mature, hanno bilanci relativi a un periodo prolungato, che vengono considerati nell'ambito del processo valutativo dell'investor;
- nel caso del venture capital la funzione di consulenza e di coinvolgimento diretto nella gestione da parte dell'investor diviene più rilevante, alla luce dello stadio di sviluppo delle aziende target e dei loro gap di managerialità. In particolare, nelle operazioni di venture capital (con enfasi maggiore in quelle di seed) il contributo dell'investor si può sostanziare addirittura nel supporto alla definizione del business model (la formula imprenditoriale) e degli obiettivi di posizionamento competitivo dell'azienda; tale dimensione dell'intervento dell'investitore può anche assumere importanza maggiore del mero contributo in termini di capitali;
- le operazioni di venture capital presentano un rischio elevatissimo, rispetto al medio - alto di quelle di private equity;
- correlativamente al diverso grado di rischiosità, il ritorno atteso per il venture è maggiore e si può definire in termini di multipli dell'investimento (cash multiple) pari anche a oltre 10x, rispetto a obiettivi per il private equity definiti in termini di IRR pari al 20-30%.

1.1.5 Indicatori di performance e tipologia di rischi dei fondi

Riguardo al grado di rischiosità e agli obiettivi di rendimento evidenziati in precedenza, gli indicatori di performance maggiormente utilizzati per il calcolo dei rendimenti dell'attività dei fondi sono l'IRR e il cash multiple.

L'IRR (Internal Rate of Return) è il tasso implicito di rendimento composto annuo degli investimenti; l'IRR può essere calcolato sia sul valore dell'intero fondo sia sui singoli investimenti. Con riferimento a ogni singola operazione, è il tasso che eguaglia la sommatoria dei flussi di cassa in uscita (FU) attualizzati alla sommatoria dei valori attuali dei flussi di cassa in entrata ed è dato dalla formula:

$$\sum_h FU / (1 + IRR)^h = \sum_k FE / (1 + IRR)^k$$

Il cash multiple (o Distribution to Paid-In, D/PI Ratio) è il rapporto tra il valore degli investimenti realizzati e il valore investito; anch'esso può essere calcolato sia sul singolo investimento sia sul valore totale del fondo. Con riferimento a ogni singola operazione, il cash multiple è pari al rapporto tra la somma dei flussi totali incassati (cash out) e la somma dei flussi totali versati (cash in) ed è dato dalla seguente formula:

$$\text{cash multiple} = \text{cash out} / \text{cash in}$$

Come sarà evidenziato in seguito nel paragrafo relativo alla fase di screening, la natura dei rischi tipici di un investimento in un fondo di private equity o venture capital, le modalità operative e le politiche di investimento degli investor, accanto alla tipologia e alle modalità di calcolo della remunerazione della società di gestione, influenzano significativamente la natura e le caratteristiche delle aziende target delle operazioni di investimento.

In particolare, il premio al rischio per i sottoscrittori di un fondo di private equity e venture capital rispetto a un indice azionario (di solito, tra +3% e +5% netto) sconta tre tipologie di rischio:

- rischio di liquidità: gli investimenti in fondi chiusi non sono liquidi e hanno un orizzonte temporale di lungo periodo; il premio al rischio rispetto all'indice riflette quindi il costo opportunità di investire in un'attività poco liquida e non in titoli quotati sui mercati con prezzi determinati quotidianamente e con una immediata liquidabilità⁸;
- rischio operativo e di business; alcune tipologie di investimenti implicano un rischio operativo e di business superiore alla media come, ad esempio, nelle operazioni di venture capital che spesso implicano rischi associati allo sviluppo di nuovi prodotti, all'ingresso in nuovi mercati o all'utilizzo di tecnologie giovani e non ancora testate;
- rischio finanziario; per l'acquisizione delle partecipazioni si può fare ricorso alla leva finanziaria, che può portare a una volatilità maggiore rispetto ad altre tipologie di investimento. Ad esempio, nelle operazioni di leveraged buy-out si utilizzano di solito livelli di indebitamento superiori a quelli medi di mercato.

Ciò significa che, al fine di riconoscere ai sottoscrittori di un fondo un IRR pari ad almeno il 15%-16%, in un'ipotesi di funzionamento come nel seguente caso esemplificativo:

- durata del fondo: 9 anni;
- periodo di investimento: 5 anni;
- capitale investito: totalità dei capitali del fondo al netto delle spese a suo carico;
- fondo a richiamo;
- epoca di investimento: investimenti sostanzialmente distribuiti omogeneamente nel periodo di investimento⁹;
- durata media degli investimenti: 4 anni;
- epoca dei disinvestimenti: disinvestimenti con distribuzione simmetrica rispetto a quella degli investimenti;
- management fee: 2-2,5%;
- carried interest: 20%;
- hurdle rate: 6-8%;

è necessario che l'IRR medio di ciascuna operazione di investimento sia pari ad almeno il 25%. Quest'ultimo valore arriva al 42-43% qualora si voglia riconoscere ai sottoscrittori un rendimento intorno al 30%.

In effetti, l'IRR di un'operazione si basa sul confronto tra gli esborsi (in una o più tranche) e gli incassi (valore di cessione della quota più eventuali dividendi distribuiti); l'IRR del sottoscrittore (e per il fondo nel suo complesso) si calcola considerando i flussi in uscita e in entrata di loro pertinenza e, pertanto, tiene conto anche dei capitali versati per il pagamento delle spese a carico del fondo¹⁰, tra cui i compensi della società di gestione¹¹. Per tale motivo, i target di un investitore

⁸ In termini finanziari si definisce liquidità l'attitudine di un investimento a trasformarsi in denaro rapidamente e senza perdite riconducibili all'atto stesso dello smobilizzo. Generalmente l'investimento in fondi di private equity e venture capital è illiquido in quanto, prima del termine della vita di un fondo (e a prescindere dalle distribuzioni che il fondo stesso può effettuare nel corso della propria vita) risulta difficile per un investitore trasferire a terzi le proprie quote a condizioni remunerative.

⁹ In considerazione anche del versamento del 10% iniziale e dei richiami per gli investimenti, viene ipotizzata una dinamica del drawdown (effettivo esborso dei sottoscrittori), rispetto al capitale raccolto, pari dal primo al quinto anno rispettivamente a 20%, 44%, 68%, 84% e 100%.

¹⁰ Le principali spese a carico del fondo sono: la management fee; il compenso per la Banca Depositaria; gli oneri inerenti le operazioni di investimento e disinvestimento del fondo, esclusi gli abort cost (oneri relativi alle operazioni di investimento non andate a buon fine); le spese di comunicazione del valore unitario delle quote e di stampa dei

di private equity e venture capital sono rappresentati da aziende con elevate potenzialità di sviluppo¹².

Par. 1.2 - Le fasi di un'operazione di private equity o venture capital

1.2.1 Aspetti definitivi e contenuto

Nel precedente paragrafo sono state elencate le diverse tipologie di operazioni di investimento nel capitale di rischio che, come già detto, presentano differenze sotto molteplici punti di vista, quali lo stadio di sviluppo dell'azienda coinvolta, la rischiosità e la redditività potenziale, il ventaglio di competenze e di interventi richiesti all'investor, le forme tecniche, l'eventuale accompagnamento a operazioni di debito e l'acquisizione di una quota di minoranza o di maggioranza.

Indipendentemente dalle loro differenze, tuttavia, tutte le tipologie di investimento presentano fasi tipiche comuni nel loro processo di realizzazione, che possono essere identificate in (vedi figura 1):

1. scouting o origination: ricerca delle opportunità di investimento per l'individuazione delle imprese target;
2. screening: iniziale scrematura delle iniziative interessanti sulla base di un'analisi preliminare, condotta sull'executive summary o con l'elevator pitch¹³;
3. analisi: valutazione approfondita dell'azienda, del profilo imprenditoriale, del management team, del mercato, dei competitors e del posizionamento dell'azienda, della struttura eventuale dell'operazione di investimento e del rendimento potenziale. Se ha esito positivo si conclude con la presentazione di un Investment Memorandum all'organo deliberante dell'investor, generalmente il Consiglio di Amministrazione;
4. negoziazione: trattativa e definizione, tra le parti, del prezzo e della struttura dell'operazione. Se ha esito positivo conduce alla firma di una Lettera di Intenti (Letter of Intent, Lol), detta anche Memorandum of Understanding (MoU);
5. due diligence da closing: è la due diligence propriamente detta ed è caratterizzata dalla verifica, generalmente attraverso il ricorso a consulenti esterni, degli elementi alla base dell'analisi e della valutazione dell'investor. Se ha esito positivo, conduce al closing;
6. closing: effettuazione dell'operazione di investimento con la firma dell'Accordo di investimento e dei Patti Parasociali;
7. monitoraggio dell'operazione;
8. disinvestimento della partecipazione.

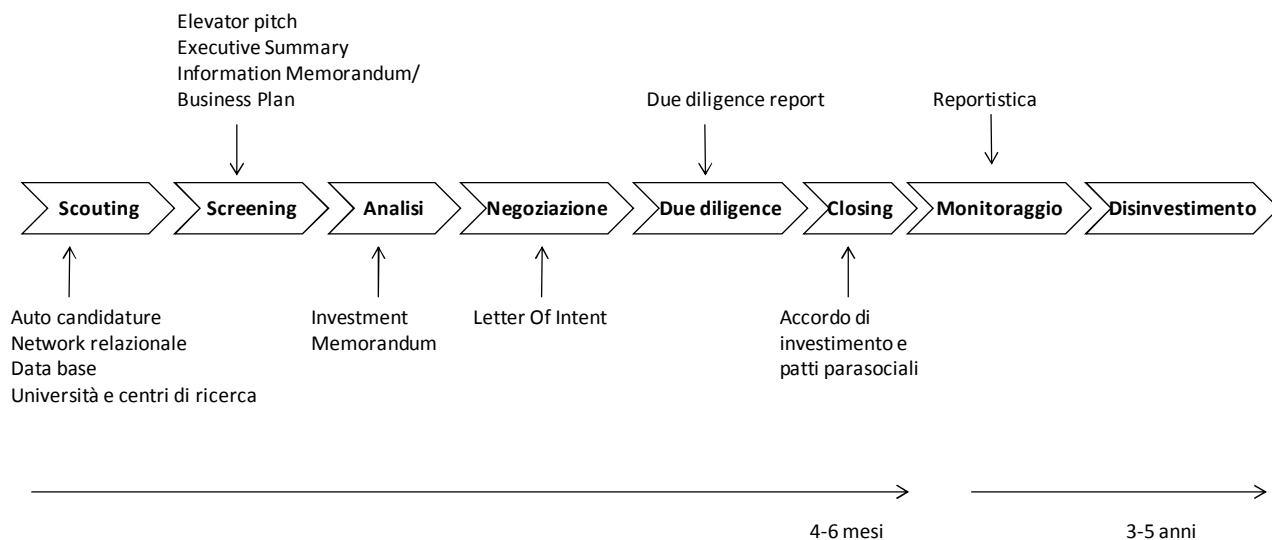
documenti destinati al pubblico; le spese di revisione, della contabilità e dei rendiconti del fondo; gli oneri fiscali di pertinenza del fondo.

¹¹ Come indicato in precedenza, accanto alla management fee, in funzione della redditività degli investimenti realizzati, la SGR percepisce i carried interest.

¹² Per maggiori dettagli in merito ai target del fondo e alle implicazioni, sull'IRR obiettivo di ciascuna operazione, dell'ammontare dei capitali effettivamente investiti da un fondo nell'investment period e del numero di write - off, si vedano i successivi paragrafi "Screening" e "Closing".

¹³ Per la definizione e il contenuto dell'executive summary e dell'elevator pitch si rinvia al paragrafo "Screening".

Figura 1 – Flow - chart di un’operazione di private equity o venture capital



Naturalmente, la diversa tipologia di operazione (come, ad esempio, un investimento di early stage financing o di development capital) influenza il contenuto, la durata e l’estensione di ogni fase, così come la numerosità e varietà dei soggetti coinvolti.

Come sarà approfondito nei successivi paragrafi, il fattore tempo rappresenta l’elemento più critico nell’economia di funzionamento di un fondo e di un investor e, pertanto, la sua gestione assume un’importanza assolutamente strategica: tempo per la selezione dei target potenziali, tempo per la realizzazione del closing dalla prima fase di contatto (durata delle singole fasi di analisi, negoziazione e due diligence), tempo di sviluppo di un’iniziativa, tempo di dismissione¹⁴.

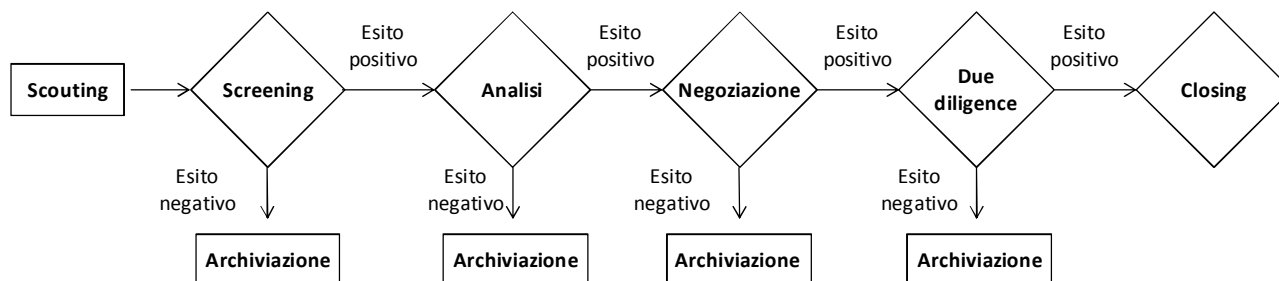
Affinché l’intero processo sia efficace ed efficiente e conduca alla realizzazione di investimenti profittevoli, oltre alla correttezza e attendibilità delle attività di ciascuna fase, è necessario che sia garantita la coerenza tra tutte le fasi del processo, evitando che una fase successiva sia condizionata dal non corretto svolgimento di quelle precedenti. In particolare, un’adeguata selezione delle iniziative nella fase di origination e di screening evita che arrivino alla fase di analisi iniziative non valide, che sottraggono tempo alla valutazione di quelle meritevoli, allungando in tal modo il tempo di esecuzione del closing di un investimento; analogamente, l’approfondita verifica delle effettive condizioni economico-finanziarie di un’azienda e il confronto sui principali aspetti della struttura dell’operazione, durante la fase di analisi, può evitare di arrivare alla due diligence o alla negoziazione, riducendo la distrazione di risorse e tempo dalle operazioni più interessanti e il sostenimento di oneri elevati per l’investor; infine, la corretta analisi di un’impresa e dei suoi punti di forza e di debolezza, nonché la costruzione di un solido rapporto con l’imprenditore e il management, rende più efficace il monitoraggio e la creazione di valore per l’azienda stessa e per l’investor.

L’esecuzione dell’intero processo dall’origination al disinvestimento richiede una serie articolata di competenze e l’intervento di tipologie differenti di operatori; in particolare, sono necessarie competenze relazionali, analitiche e negoziali, con intensità e profondità differenti a seconda della fase, che richiedono anche il ricorso a consulenti esterni, in particolare per quanto attiene alle fasi di due diligence e di negoziazione.

¹⁴ Anche se esula dal presente lavoro, va altresì segnalato il tempo impiegato per la raccolta dei capitali (fund raising), che rappresenta un ulteriore fattore critico, in quanto più rapidi sono i tempi di raccolta, tanto prima una SGR inizia a percepire le management fee e a essere operativa.

Il seguente flow chart illustra le varie fasi del processo di investimento di un'operazione che, partendo dalla selezione delle aziende potenzialmente interessanti, conduce nei casi positivi all'ingresso nel loro capitale (closing), generalmente in un arco di tempo pari ad almeno 4-6 mesi:

Figura 2 – Flow - chart del processo di investimento di un'operazione



Se dalla lettura del documento di presentazione dell'iniziativa l'investitore trae il convincimento di trovarsi di fronte ad una buona opportunità, sottopone all'imprenditore una prima serie di quesiti per approfondire alcuni aspetti chiave dell'operazione in esame. Se da questa fase emerge una concreta possibilità di accordo, l'operazione viene presentata dagli analisti della società di gestione all'organo deliberante (Consiglio di Amministrazione) e, in caso di delibera positiva, si dà avvio alla fase di negoziazione, che si conclude con la firma di una lettera di intenti nella quale vengono definiti gli aspetti economici, legali e societari salienti che dovranno essere ripresi e rielaborati in dettaglio nel contratto di investimento. Tale lettera deve esplicitare tutti gli aspetti che entrambe le parti ritengono essenziali per concludere in modo soddisfacente l'accordo, tra i quali: il valore dell'azienda, la presenza dell'investitore nel Consiglio di Amministrazione, gli obblighi informativi ai quali l'imprenditore deve impegnarsi in caso di investimento e le eventuali clausole previste per il disinvestimento. La lettera condiziona la firma del contratto definitivo a una serie di verifiche condotte dall'investitore, generalmente ricorrendo a consulenti esterni specializzati nei vari ambiti di interesse (legale, fiscale, brevettuale ecc.). Qualora la due diligence abbia esito positivo, si procede al closing.

Le varie fasi non sono tutte perfettamente sequenziali; l'intero processo descritto è in realtà iterativo, con la possibilità di sovrapposizioni tra le attività di varie fasi o la ridefinizione di aspetti affrontati in quelle precedenti per effetto delle risultanze delle fasi successive, come nel caso della due diligence e della negoziazione. Ad esempio, già negli incontri preliminari si discute di aspetti indicativi relativi alla struttura dell'operazione o delle preferenze sulle modalità di way – out. Del resto, non avrebbe alcun senso e non sarebbe efficiente per un investor impiegare mesi e risorse, nonché assegnare vari incarichi di consulenze, senza discutere di aspetti rilevanti dell'operazione, per poi trovarsi al closing con la spiacevole sorpresa che l'imprenditore è interessato, ad esempio, solo a un'operazione di replacement o a un disinvestimento solo con il buy-back, secondo una struttura dell'operazione radicalmente diversa da quella prospettata dall'investor, oppure ha un'idea di valutazione per l'ingresso del fondo decisamente irragionevole.

Se, come si evidenzierà nei successivi paragrafi, la velocità di execution di un piano di sviluppo per un'azienda è fondamentale per garantirne il successo, è anche vero che la velocità di realizzazione dell'intero processo da parte di un investor, associata alla conduzione di analisi approfondite e attendibili, è fondamentale per il suo posizionamento competitivo. In effetti, non giova alla sua immagine l'archiviazione di un'iniziativa dopo mesi dalla sua presentazione, per motivi evidenziabili con una lettura rapida dell'executive summary, o l'abbandono di un'operazione durante la trattativa, per motivi riscontrabili nella fase preliminare di analisi, o poco prima del

closing per motivi inerenti le politiche di investimento del fondo. A conferma di quanto detto si evidenzia come la velocità e flessibilità dell'intero processo di investimento sia uno degli elementi più rilevanti per gli imprenditori per differenziare i vari investitori, oltre al prezzo offerto e all'esperienza nello stesso settore delle aziende target¹⁵; quest'ultimo elemento è strettamente correlato alla natura multidimensionale dell'apporto di un investitore, illustrata in precedenza.

1.2.2 Motivi di archiviazione delle proposte di investimento

La graduale scrematura delle iniziative da parte dell'investor avviene seguendo specifici processi decisionali e valutativi, dai quali emergono fattori critici sia quantitativi sia qualitativi che concorrono a determinare l'esito dell'operazione¹⁶.

Le motivazioni più frequenti per la mancata effettuazione di un deal possono essere classificate nelle quattro seguenti differenti categorie:

- a) limiti regolamentari:
 - area geografica;
 - settore;
 - dimensione attuale;
 - tipologia di operazione;
- b) caratteristiche dell'azienda e del business di riferimento:
 - stadio di sviluppo attuale;
 - dimensione attuale;
 - tassi di crescita e dimensione prospettica;
 - redditività attuale;
 - redditività prospettica;
 - indebitamento attuale;
 - non chiarezza o non condivisibilità del business model e/o del piano di sviluppo;
 - assenza di sostenibilità economico-finanziaria del piano;
 - profilo dell'imprenditore e del management (competenze, strutturazione e caratteristiche personali);
 - commitment del proponente;
 - difendibilità del vantaggio competitivo;
 - dimensione, tasso di crescita e prospettive del settore;
- c) interesse dell'imprenditore:
 - non interessato a operazioni di equity;
 - mancato seguito alla richiesta di approfondimenti;
- d) aspetti del deal (deal breaker¹⁷):
 - tipologia di operazione;

¹⁵ Per un'evidenza empirica si vedano i risultati delle indagini periodiche effettuate da Deloitte Financial Advisory Services tra gli operatori di private equity e venture capital "Italy Private Equity Confidence Survey", l'ultima delle quali è del gennaio 2011.

¹⁶ Per un'evidenza empirica ulteriore delle motivazioni dell'abbandono dei deal si segnala lo studio condotto tra il 2003 e il 2006 su 223 casi esaminati da parte di un operatore di private equity, in A. Capasso e A. Giurazza, *Limiti e opportunità del private equity come strumento di sviluppo delle piccole e medie imprese. Il caso del Mezzogiorno d'Italia*, in Aa. Vv. (a cura di Roberto Cafferata), *Finanza e industria in Italia - Ripensare la "corporate governance" e i rapporti tra banche, imprese e risparmiatori per lo sviluppo della competitività*, Atti del Convegno Nazionale dell'Accademia Italiana di Economia Aziendale tenutosi a Roma nei giorni 28 e 29 settembre 2006, Edizioni Il Mulino, Bologna, 2007.

¹⁷ Per deal breaker si intendono fattori che possono determinare la mancata realizzazione di un'operazione di investimento; emergono generalmente durante le fasi di due diligence o di negoziazione.

- prezzo;
- way-out;
- struttura dell'operazione;
- due diligence.

Spesso può esservi la contestuale presenza di più motivi di archiviazione (ad esempio: dimensioni contenute e bassa redditività, tipologia di operazione e settore di appartenenza, business model non chiaro e profilo del management); inoltre, le suelencate motivazioni di abbandono di un deal hanno un'incidenza differente a seconda della fase dell'operazione e delle politiche di investimento di ogni investitore.

In particolare, nelle fasi di screening e di analisi sono più frequenti archiviazioni dei deal legate alle caratteristiche delle aziende (in termini dimensionali, reddituali e finanziari) e del settore di riferimento, nonché dell'imprenditore e del management, mentre durante la negoziazione e la due diligence le cause più ricorrenti sono connesse al mancato accordo sulle condizioni di ingresso del fondo e sulla struttura complessiva dell'operazione (principalmente prezzo, way-out e tipologia dell'operazione), anche per effetto di problematiche non superabili emerse durante la due diligence; nella fase di negoziazione, inoltre, spesso sono motivazioni legati al management a interrompere la prosecuzione del deal.

Le stesse motivazioni hanno poi contenuto differente a seconda delle fasi: ad esempio, il profilo del management nelle fasi iniziali rileva soprattutto per le competenze, le esperienze e la credibilità, mentre nelle fasi successive (negoziazione e due diligence) rileva soprattutto l'aspetto personale e comportamentale, l'onestà dell'imprenditore e del management e l'empatia che si crea con l'investor (compatibilità delle personalità), aspetti che possono essere conosciuti solo quando i rapporti e gli incontri diventano più frequenti. Ad avvalorare l'importanza dell'aspetto qualitativo legato alle caratteristiche del management e della proprietà, valutazioni negative su di loro possono condurre all'abbandono del deal anche quando i risultati e le prospettive dell'azienda potrebbero giustificare, invece, il proseguimento dell'operazione.

In generale, le varie cause di archiviazione di un deal da parte del fondo si possono tradurre sinteticamente in condizioni che determinano un insoddisfacente rendimento potenziale dell'operazione, o per aspetti legati alle prospettive di sviluppo dell'azienda e del suo business, o per una non agevole dismissione o, infine, per verosimili condizioni di ingovernabilità dei rapporti con l'imprenditore e il management.

L'abbandono dei deal può dipendere, tuttavia, anche da una decisione unilaterale dell'imprenditore e assume connotati e contenuti specifici a seconda della fase del deal coinvolta.

Il mancato interesse dell'imprenditore è imputabile a tre ordini di fattori:

- in fase di screening: volontà di procedere stand alone, in virtù di solide condizioni economiche, patrimoniali e finanziarie;
- in fase di analisi: scarsa disponibilità a rispondere alle esigenze di trasparenza e di verifica periodica dei risultati e, talvolta, indisponibilità ad adeguare la struttura organizzativa e il sistema informativo aziendale, per ragioni di natura non solo gestionale ma anche culturale;
- in fase di negoziazione: problematiche intervenute negli assetti proprietari o cambiamento delle condizioni iniziali, non di rado per l'acquisizione di forme di finanziamento alternative.

In particolare, nella fase di screening non è raro, soprattutto nelle operazioni di private equity, registrare un rifiuto dell'imprenditore a dare seguito agli incontri preliminari, spesso senza la verifica delle modalità operative di un fondo e delle potenzialità di un'eventuale partnership. Ciò è spiegabile in quanto il mancato interesse dell'imprenditore è frequente laddove le aziende presentano solide condizioni economico-finanziarie, che consentono alla proprietà di fare a meno

del contributo di partner finanziari. Questo fenomeno è frutto, da un lato, di un'impropria interpretazione del ruolo e delle competenze di un investitore finanziario, spesso considerato un mero fornitore di capitali (in effetti, spesso gli imprenditori considerano l'apporto del private equity quale mero sostituto dell'indebitamento bancario) e, dall'altro, di una scarsa propensione di una larga parte di imprenditori (in special modo la generazione più anziana) che considera il private equity uno strumento rischioso, sia per l'esigenza di condividere la governance sia per la necessità di garantire una way-out al fondo.

Nel venture capital è invece più raro l'abbandono per il mancato interesse del proponente, dal momento che iniziative di early stage non hanno possibilità di finanziamenti alternativi e, inoltre, hanno generalmente bisogno del know how manageriale e relazionale di un investitore istituzionale.

Dopo l'iniziale contatto, si può riscontrare una certa ritrosia della proprietà a condividere informazioni con un operatore finanziario, evitando di dare seguito al rapporto. Nella fase di analisi, infatti, lo stesso intensificarsi del rapporto tra l'imprenditore e l'investor può comportare il mancato proseguimento dell'operazione per volontà del primo, scoraggiato dagli eccessivi oneri informativi, dagli obblighi di trasparenza e dal rischio di ingerenza del fondo nelle scelte aziendali, nonostante le rassicurazioni da parte dell'operatore finanziario. Tuttavia, rispetto alla fase di screening, in questo caso non è corretto parlare di disinteresse dell'imprenditore, quanto del mancato seguito alla richiesta di approfondimenti dell'investitore per la maturazione della consapevolezza di non essere ancora pronto o disposto alla presenza di un investitore istituzionale nella compagine societaria.

Infine, nella fase della trattativa, le motivazioni legate alla volontà dell'imprenditore sono riconducibili al reperimento di fonti alternative (finanziamenti bancari o agevolati), ai timori riguardo alle potenziali ingerenze dell'investitore nella gestione aziendale, alla scarsa disponibilità a osservare rigidi vincoli informativi, al verificarsi di eventi interni alle aziende, quali disaccordi tra i soci, tanto più frequenti quanto più frazionato è l'azionariato, o, infine, a imprevisti di carattere gestionale che inducono la proprietà a rinviare nel tempo l'eventuale ingresso dell'investitore. Anche per i motivi appena elencati si rinnova la rilevanza della gestione del fattore tempo nel processo di investimento: se è troppo prolungato, l'imprenditore cerca alternative oppure possono cambiare le condizioni originarie.

Nei paragrafi che seguono saranno illustrate, anche attraverso il riferimento a casi reali, le motivazioni di archiviazione articolate per fasi, evidenziando al contempo le azioni e attività potenzialmente in grado di superarle o attenuarle, per favorire il superamento dei fattori che ostacolano o rallentano l'operatività e lo sviluppo del venture capital e del private equity.

Par. 2 – Il venture capital

Par. 2.1 – Lo scouting

2.1.1 Definizione

Lo scouting (o origination) consiste nella creazione del deal flow (flusso costante di opportunità di investimento) e rappresenta un fattore determinante per la qualità dell'intera operatività di un investor.

Tale fase si conclude entro l'investment period di un fondo, iniziando anche prima del completamento del processo di fund raising; in altri termini, l'investor, dopo aver ricevuto l'autorizzazione al regolamento del fondo, dà avvio alla ricerca di opportunità interessanti in modo tale da essere eventualmente già in fase avanzata di analisi di alcuni deal quando il fondo sarà pienamente operativo dopo la conclusione del processo di raccolta dei capitali.

Lo scouting richiede un notevole impegno di risorse e di tempo e comporta la definizione univoca dei target di investimento, affinché possa svolgersi in condizioni di efficacia ed efficienza, evitando la dispersione dell'attività dell'investor e consentendogli di concentrarsi, da un lato, sulle iniziative più interessanti e, dall'altro, sull'attività di monitoraggio delle partecipate. In altri termini, l'eventuale contaminazione del deal flow, per effetto di una scarsa selettività, sottrae tempo e risorse all'investor, che potrebbero invece essere più efficacemente impiegate nella selezione di target potenziali e nell'attività di monitoraggio e creazione di valore per le partecipate. Come detto in precedenza, la gestione del fattore tempo è l'elemento cruciale nell'intera e complessa economia di un fondo e di un investor.

Il deal flow dipende principalmente dai seguenti tre fattori:

- le caratteristiche (quali la dimensione e i settori di interesse) dell'operatore;
- l'area geografica d'intervento; a tal proposito sono significative le esperienze non solo dello stesso investitore istituzionale, ma anche degli imprenditori;
- la tipologia di investimenti effettuata. L'identificazione del tipo di intervento che si intende finanziare è un altro fattore molto importante nella delicata fase di ricerca delle opportunità di investimento in capitale di rischio. Del resto, le competenze dell'investitore istituzionale, nonché le problematiche aziendali che si incontrano, sono differenti se l'opportunità di business si sostanzia, ad esempio, nel coinvolgimento in start up di aziende operanti solo in settori high-tech, o in operazioni di turnaround in cui importanti sono i rapporti con consulenti esperti in procedure concorsuali, o, ancora, in operazioni di leveraged buy-out.

2.1.2 Modalità

L'individuazione dell'impresa target può avvenire secondo due principali modalità: una in cui sono gli operatori di venture capital a farsi promotori dell'attività di investimento, andando a ricercare i target potenziali, e l'altra in cui sono gli imprenditori che, eventualmente affiancati da professionisti o consulenti, ricercano un partner finanziario.

Un imprenditore (o aspirante tale), che abbia un valido progetto per iniziare una nuova attività, può rivolgersi a un investitore istituzionale, nella consapevolezza che il venture capital è in grado di avviare, sostenere e, soprattutto, accelerare (anche rispetto alle idee originarie dello stesso imprenditore/proponente) la crescita delle imprese attraverso un personalizzato programma di sviluppo.

Interessati a operazioni di venture capital sono imprenditori e fondatori di iniziative nella fase di avvio, per le quali sono necessari capitali e supporto manageriale, con elevate prospettive di crescita ma non in grado di reperire a debito i capitali necessari per finanziare il proprio piano di sviluppo.

Affinché l'attività di origination sia di qualità, l'investor non può affidarsi esclusivamente alle auto-segnalazioni spontanee da parte delle aziende o di consulenti aziendali; è necessario che adotti un approccio pro-attivo all'origination, definendo anche partnership più o meno informali con enti vari (associazioni confindustriali, centri di ricerca, università) e operatori locali (consulenti, professionisti, commercialisti) che gli consentano di aumentare la conoscenza del capitale di rischio nel territorio di riferimento. Ciò è ancor più importante laddove è minore il grado di conoscenza del private equity e venture capital, come nell'Italia meridionale. Generalmente, il rapporto con tali operatori/segnalatori è caratterizzato dal riconoscimento di compensi nella forma di success fee al closing di ogni operazione presentata. È interesse degli investitori valorizzare la collaborazione con gli operatori locali, conoscitori del territorio e delle sue specificità anche culturali, puntando soprattutto sul primario interesse degli attori locali a migliorare le potenzialità dell'area di riferimento al fine di beneficiare di un contesto economico più evoluto.

Nell'ambito di tale approccio l'investor organizza spesso workshop, convegni e tavole rotonde di discussione, destinate a qualunque operatore interessato al capitale di rischio, quali imprenditori, università, ricercatori, centri di trasferimenti tecnologico, centri di ricerca, ordini di commercialisti, camere di commercio e associazioni confindustriali.

A tal proposito, va sottolineato che la scarsa conoscenza delle tematiche del private equity e venture capital non richiede attività di formazione/informazione diretta solo agli imprenditori, ma anche all'intero network relazionale. In effetti, quanto maggiore è il peso delle fonti esterne nel deal flow di un investor, tanto più si corre il rischio che esso sia caratterizzato da casualità, scarsa qualità o aste competitive sulle aziende migliori, portando in quest'ultimo caso al verificarsi del classico fenomeno della fallacia della maggioranza, in base al quale si corre concretamente il rischio di rendere un'operazione (avente a oggetto un'azienda dai risultati e dalle prospettive brillanti) poco profittevole per l'investor che dovesse realizzare il closing.

È quindi necessario che le fonti esterne vengano selezionate, formate e motivate opportunamente attraverso un ventaglio di azioni, quali:

- la chiara e univoca indicazione sulle caratteristiche dei target potenziali, eliminando, o riducendo il rischio, che vengano presentate iniziative non coerenti con le politiche di investimento, che contaminano la significatività del deal flow e comportano una dispersione dell'attività dell'investor, rendendo la sua operatività meno efficiente. A tal proposito, è opportuno che venga comunicato sempre un feedback per ogni iniziativa segnalata, al fine di consentire al segnalatore di conoscere concretamente le politiche dell'investor migliorando la qualità del rapporto;
- l'aumento della motivazione dei partner coinvolgendoli anche nelle fasi successive alla segnalazione, talvolta anche nel monitoraggio delle partecipate con compiti operativi e/o con presenza negli organi societari;
- l'organizzazione di attività di formazione/informazione con convegni, workshop, seminari.

Accanto alla efficiente ed efficace gestione delle fonti esterne, l'investor deve sviluppare un'opportuna attività di scouting diretto, le cui strategie devono essere coerenti con i target di investimento e il territorio di riferimento; in altri termini, significativamente diversa sarà l'attività di scouting di un investor interessato a progetti di early stage anziché operazioni di expansion, di turnaround o di buy-out e con un'operatività limitata o meno a un'area geografica regionale o multi regionale.

Le imprese finanziabili dagli investitori di venture capital devono avere caratteristiche ben precise in termini di struttura e di sviluppo: devono essere caratterizzate da un elevato grado di innovazione, da forti potenzialità di crescita e da una forte disponibilità ad accelerare tale processo. È principalmente su queste caratteristiche che si dirige l'attività di selezione effettuata dagli investitori istituzionali.

Nello scouting diretto assume un'importanza fondamentale la presenza sul territorio, la vicinanza, non solo geografica ma anche di linguaggio, agli imprenditori; ciò, in effetti, favorisce il superamento delle resistenze che spesso gli imprenditori hanno nei confronti di investor avvertiti troppo lontani e, al contempo, dà all'investitore locale la possibilità di formarli adeguatamente superando false credenze e luoghi comuni sugli investimenti di capitale di rischio.

La vicinanza con i target di interesse va arricchita, inoltre, della capacità dell'investor, sulla base della conoscenza approfondita delle aziende target e dei loro punti di forza e di debolezza, di fornire loro consulenza e competenze diversificate nella definizione e implementazione delle strategie, anche favorendo l'inserimento di figure manageriali che possano colmare i gap gestionali e organizzativi delle partecipate, agevolando in tal modo il processo di creazione di valore, nell'interesse di tutte le parti coinvolte.

Rispetto allo scouting da fonti esterne, quello diretto dovrebbe garantire una serie di vantaggi, quali:

- una selezione delle aziende più coerente alle politiche del fondo;
- una maggiore qualità del processo di origination, che non risente di buona parte del “rumore di fondo” correlato alla presentazione di iniziative manifestamente non in linea con i target del fondo;
- una tendenziale esclusività nella valutazione di alcune iniziative, attraverso l’attività di stimolo di imprenditori che non avrebbero mai spontaneamente contattato un investor. A tal proposito, si segnala che nell’ipotesi di auto-segnalazione da parte dei proponenti, le iniziative in oggetto sono conosciute a tutti gli operatori di una determinata area; in altri termini, ogni imprenditore, anche se, come sarà approfondito più avanti, dovrebbe selezionare adeguatamente gli investor a cui proporsi sulla base della conoscenza delle loro politiche di investimento, generalmente invia la presentazione della propria iniziativa al maggior numero possibile di operatori, ritenendo che ciò favorisca una maggiore probabilità di successo;
- la creazione di un rapporto diretto con l’imprenditore, che può agevolare lo sviluppo delle fasi successive del deal, quali la negoziazione, nonché la fase di monitoraggio, qualora si sia addivenuti al closing.

In generale, affinché l’attività di origination sia il più efficace ed efficiente possibile, è di importanza fondamentale un’adeguata selezione delle iniziative ma anche dei partner/mediatori da cui si aspettano segnalazioni di progetti in linea con i propri target di investimento.

Va inoltre segnalato che, come l’investor conduce un’attività di selezione di progetti, anche gli imprenditori e i proponenti di iniziative devono scegliere l’investitore adeguato e più in linea per politica di investimento (tipologia e dimensioni delle operazioni, tipologia di aziende target, stadio di sviluppo, settore e area geografica di interesse, approccio nella gestione di una partecipata) con le caratteristiche della propria iniziativa. Prima di rivolgersi a un investitore istituzionale, l’imprenditore dovrebbe eseguire un esame approfondito della situazione della propria azienda o iniziativa, verificando se è opportuno l’intervento di un investitore esterno o se invece non si è ancora pronti e sono necessarie attività propedeutiche a tal fine. In altri termini, se l’imprenditore non è ancora nelle condizioni di essere un target concreto per investimenti di capitale di rischio, presentare la sua azienda o iniziativa a tanti investor non incrementerà la possibilità di un finanziamento, ma porterà solo a rapidi rifiuti da parte loro.

Nella gestione di fondi di venture capital, nell’ambito di un approccio pro-attivo e selettivo, sono opportune la capacità dell’investor di definire partnership con università, centri di ricerca e Industrial Liaison Office (Uffici o Centri per il Trasferimento Tecnologico) e la sua disponibilità a partecipare a numerose start-up competition¹⁸. Accanto alla pro-attività è fondamentale una profonda capacità di selezione: è infatti necessario, affinché l’attività di scouting sia efficace ed efficiente, che i partner e le competition in esame siano opportunamente selezionati, in modo tale da evitare che vengano sottoposti all’attenzione dell’investor iniziative poco interessanti.

A conferma dell’importanza del grado di evoluzione del sistema Paese e delle sue implicazioni sullo sviluppo del capitale di rischio e sulla qualità dello scouting, va segnalato il ruolo dei centri di trasferimento tecnologico. Spesso molti ricercatori universitari evidenziano una carenza informativa sulle opportunità che il mondo finanziario è in grado di offrire a coloro che intendono avviare un’impresa e in particolar modo sulle opportunità che offre il venture capital.

¹⁸ Le start-up competition sono eventi, organizzati da Università, centri di ricerca, incubatori o altri enti privati, nei quali numerosi progetti di seed capital o start-up vengono presentati contemporaneamente a più investitori.

Il trasferimento tecnologico consiste nel processo di trasferimento al mercato di innovazioni di prodotto e/o di processo sviluppate nelle università attraverso la brevettazione, il rilascio di licenze e la costituzione di spin-off. Questo processo in Usa e in Israele è favorito dalla presenza diffusa e consolidata di Technology Transfer Center (Centri di Trasferimento Tecnologico), di proprietà delle università, che hanno il ruolo di assistere in tutte le fasi del trasferimento i ricercatori/inventori, fornendo assistenza manageriale e favorendo l'ottenimento di brevetti, la stipulazione di eventuali accordi di licenza e, laddove possibile, la costituzione di start-up con l'ausilio di finanziatori esterni. Non a caso Usa e Israele presentano tassi di innovazione e di sviluppo del venture capital tra i primi al mondo e decisamente più elevati di quelli italiani.

Date le caratteristiche del sistema produttivo italiano, la realizzazione di un organico sistema tra i principali attori interessati (università, imprese, enti pubblici e finanziatori) assume un'importanza strategica per favorire l'aumento della competitività del sistema Paese, attraverso, da un lato, lo sviluppo delle PMI e, dall'altro, il sostegno alla creazione di nuove imprese ad alto contenuto tecnologico.

Gli Industrial Liaison Office (ILO), operativi in Italia da pochi anni, possono favorire il riavvicinarsi del mondo accademico a quello industriale attraverso una maggiore collaborazione tra le università e le imprese e una maggiore iniziativa imprenditoriale da parte dei ricercatori universitari. La collaborazione delle imprese industriali è fondamentale per incoraggiare e indirizzare la ricerca universitaria verso gli indirizzi che la conoscenza del mercato, da parte degli imprenditori, ritiene economicamente promettenti.

Attraverso la loro attività, gli ILO possono contribuire a fornire possibilità di investimento, nuove e di qualità, ai venture capitalist, favorendo lo sviluppo di iniziative imprenditoriali nello stadio di seed e start-up nel settore dell'alta tecnologia.

2.1.3 Indici di qualità

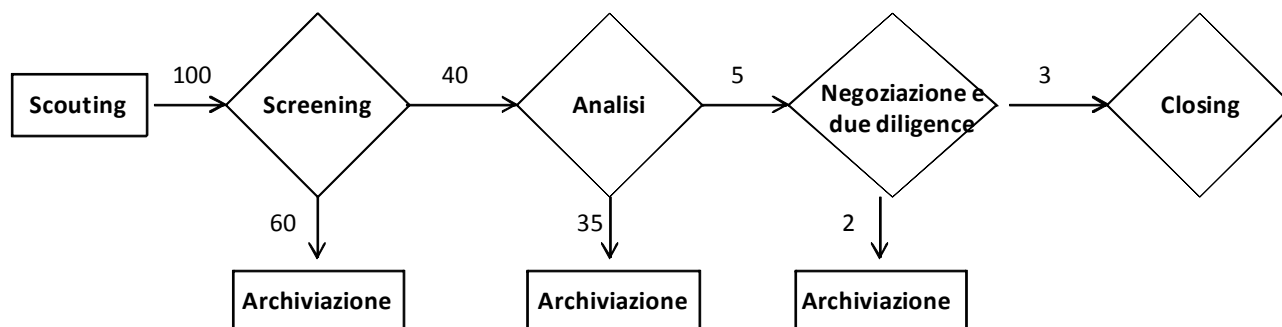
Le richieste d'investimento sottoposte a investitori istituzionali sono in genere molto numerose, nell'ordine di qualche centinaia all'anno; solo una modesta frazione di tali richieste supera la fase di screening iniziale e una parte ancora più limitata viene finanziata.

Il rapporto tra il numero dei closing e il numero delle iniziative complessive del deal flow è un indice della qualità dello scouting e dell'attività di selezione, ma anche del grado di sviluppo dell'economia del territorio di operatività del fondo, del grado di evoluzione, anche culturale, degli operatori e imprenditori locali, oltre che della corrispondenza delle politiche del fondo con le caratteristiche delle aziende e delle iniziative nel territorio di riferimento. Inoltre, può essere utilizzato come misura ancora più specifica della qualità dello scouting il rapporto tra il numero delle iniziative archiviate nella fase di screening iniziale e quello complessivo di iniziative del deal flow¹⁹; tale rapporto è indice anche della pro-attività (e, alternativamente, della passività) dell'attività di scouting di un investor. È plausibile che, quanto maggiore sia il peso delle auto-segnalazioni nel deal flow, tanto maggiore sia il numero di imprese archiviate nella fase di screening; ciò è tanto più effettivo quanto meno evoluto è il territorio di riferimento. Analoghi risultati si registrano nell'ipotesi di elevato peso di iniziative presentate da consulenti non adeguatamente edotti sull'attività e sulle politiche degli investor.

¹⁹ Come detto in precedenza, una buona parte delle iniziative archiviate nella prima fase costituiscono una sorta di "rumore di fondo" del deal flow di un investor, in quanto manifestamente non in linea con le sue politiche e pervenute, generalmente, tramite auto-candidature, accompagnate o meno dalla presenza di consulenti scarsamente conoscitori del private equity e venture capital; quanto è maggiore tale rumore di fondo, tanto minore è la qualità dello scouting.

Dall'operatività dei fondi di private equity e venture capital negli Stati Uniti²⁰ si stima che su 100 iniziative presentate 60 vengano archiviate durante il primo screening, 25 dopo una prima analisi approfondita e 10 dopo un'ulteriore analisi basata sulle capacità del management e sul piano di sviluppo, pervenendo così a 5 operazioni considerate interessanti opportunità di investimento, da cui si concretizzano 3 closing. Pertanto, la percentuale di investimenti effettuati sul totale delle iniziative totali del deal flow è il 3%.

Figura 3 – Flow-chart e archiviazioni per fasi



Tali risultanze statistiche sono confermate da ulteriori ricerche condotte in ambito nazionale e internazionale²¹.

Par. 2.2 – Lo screening

2.2.1 Aspetti definitivi e contenuto

Consiste nella prima scrematura delle proposte di investimento sulla base di un'analisi della documentazione preliminare consegnata nel primo contatto, rappresentata generalmente dall'executive summary, un documento che costituisce la premessa al business plan e nel quale vengono descritti gli aspetti essenziali dell'iniziativa imprenditoriale per la quale si richiede un intervento di equity.

L'executive summary deve essere al tempo stesso sintetico ed esaustivo, consentendo all'investor di poter conoscere gli elementi chiave di una proposta di investimento e comprenderne, in tempi ragionevolmente rapidi, l'eventuale coerenza con le sue politiche di investimento. Il suo valore fondamentale risiede nell'essere il documento che l'investitore legge prima di tutto, per cui deve essere avvincente e capace di attrarre l'attenzione; qualora ciò non accada, l'executive summary corre il rischio di non essere letto sino in fondo e di essere rapidamente archiviato.

In effetti, l'executive summary, pur essendo il primo documento a essere esaminato, è l'ultimo a essere scritto dall'imprenditore/proponente. Un aspetto al quale gli investitori nel capitale di rischio danno rilevanza è la chiarezza e univocità di indicazioni dell'executive summary; generalmente, infatti, l'assenza di tali elementi è indice della mancanza di idee chiare sul proprio progetto, da parte di un imprenditore o aspirante tale.

²⁰ Fonte: Tratt's Guide to Venture capital Sources, in *Tecniche di private equity*, a cura di Matteo Carlotti, Egea, 2003.

²¹ Nella ricerca di Capasso e Giurazza, già citata nel paragrafo precedente "Le fasi operative di un'operazione di investimento", la percentuale di operazioni concluse con l'assunzione di una partecipazione azionaria da parte del fondo italiano oggetto di analisi (Interbanca Investimenti Sud) era sostanzialmente in linea con le medie osservate nei paesi con più lunga e consolidata tradizione in materia di private equity: in particolare, il rapporto tra le aziende partecipate (7) e quelle contattate (223) corrispondeva al 3,1%. Tale percentuale coincide con quella riscontrata dall'operatività di un altro investitore italiano (Sopaf SpA) che tra il 1990 e il 1994 su 522 deal esaminati aveva realizzato 16 operazioni. M. Carlotti, *Tecniche di private equity*.

La natura e il contenuto dell'executive summary sono correlati ai fattori, qualitativi e quantitativi, principalmente utilizzati da un investor per la prima selezione delle iniziative:

- competenze ed esperienze dell'imprenditore e del management;
- dimensione dell'investimento;
- settore d'appartenenza;
- dimensione del mercato;
- stadio e dimensione attuali dell'azienda;
- grado di innovatività e vantaggio competitivo;
- piano di sviluppo;
- prospettive di disinvestimento.

A tali elementi si aggiunge il rispetto di eventuali vincoli (geografici, settoriali, di stadio di sviluppo ecc.) di investimento dell'investor.

Inizialmente, infatti, l'investitore è interessato principalmente ad accertare le competenze dell'imprenditore o del management e a conoscere un quadro generale dell'iniziativa e del suo mercato potenziale; successivamente, qualora quest'ultima sia giudicata interessante, l'investitore richiederà un business plan per effettuare analisi più approfondite.

I fattori indicati, comuni nella valutazione di iniziative di private equity o venture capital, si esplicano in un determinato contenuto dell'executive summary, articolato a seconda della tipologia di operazione e dello stadio di sviluppo e ciclo di vita dell'azienda oggetto della proposta di investimento.

In particolare, per le iniziative di early stage nell'executive summary il proponente deve essere in grado di descrivere sinteticamente i seguenti aspetti:

- promotori ed esperienze corrispondenti;
- commitment dei promotori;
- prodotto/servizio offerto;
- mercato di riferimento (caratteristiche, dimensioni ecc.);
- stadio di sviluppo, attività già compiute e risorse già investite;
- linee strategiche, business model e revenue model;
- arena competitiva;
- vantaggio competitivo e barriere all'entrata;
- tipologia di round di finanziamento;
- quantificazione degli investimenti richiesti articolati per categoria di spesa e temporalmente;
- milestones future;
- stime sintetiche sulle principali grandezze economico-finanziarie (fatturato, marginalità operativa, cash-flow operativi);
- eventuali scenari futuri;
- exit strategy.

Nell'ambito del commitment è fondamentale comprendere le risorse e, soprattutto, il tempo che i promotori intendono dedicare al progetto; per l'investor è necessario che essi abbiano *their skin in the company*. In altri termini, anche se l'apporto di risorse finanziarie da parte dei promotori sarà relativamente esiguo rispetto al fabbisogno del piano di sviluppo, l'investor richiede che il loro impegno nell'iniziativa in esame sia sostanzialmente esclusivo, evitando dispersioni con altre attività; uno dei principali errori dei promotori, in particolare ricercatori e professori universitari, è di avere spesso un commitment molto basso, essendo coinvolti contemporaneamente in più attività.

Per quanto riguarda lo stadio di sviluppo, è giudicata positivamente la presenza di partnership con aziende della filiera (a monte o a valle) e con altri operatori, che possano garantire una maggiore velocità di execution che, come sarà esaminato successivamente, rappresenta il principale elemento di difendibilità delle iniziative di early stage.

Nell'ambito del posizionamento e dell'arena competitiva, è necessario indicare le soluzioni attualmente presenti sul mercato, evidenziandone i rispettivi punti di forza e di debolezza. Spesso i proponenti commettono l'errore di ritenere che non abbiano concorrenti; ciò è riconducibile esclusivamente alla loro scarsa conoscenza del business e del target di mercato da servire, accanto a una valutazione errata del processo d'acquisto dei clienti e a una considerazione non esaustiva dei bisogni e delle occasioni d'uso che questi ultimi intendono soddisfare attraverso l'impiego dei prodotti/servizi offerti dall'azienda. In effetti, i concorrenti non sono propriamente le aziende che offrono lo stesso prodotto, ma le aziende che soddisfano lo stesso bisogno del mercato potenziale dell'azienda target, con prodotti analoghi o con soluzioni differenti. La mancata considerazione dei concorrenti da parte dei promotori di un progetto trasmette all'investor la scarsa conoscenza degli elementi differenziali dell'offerta dell'iniziativa in esame rispetto a quella delle aziende già esistenti e rappresenta un elemento fortemente negativo in un executive summary. Del resto, è fondamentale per l'investitore comprendere la capacità del proponente di ipotizzare le reazioni degli *incumbent* all'attività della target e, contestualmente, le basi per il conseguimento di un vantaggio competitivo sostenibile.

A tal proposito, è valutata positivamente la presenza di brevetti o le indicazioni sulla possibilità di ottenerli in relazione all'aspetto core del progetto. Ciò rileva non solo per la difendibilità dell'iniziativa, ma anche come espressione del grado di evoluzione culturale, in senso imprenditoriale, del proponente; non di rado si incontrano, ad esempio, ricercatori interessati maggiormente alla pubblicazione piuttosto che alla brevettazione e allo sfruttamento economico dei loro risultati.

Il brevetto, su un'innovazione di prodotto o di processo, garantisce una rendita di posizione dovuta alla possibilità di vendere un prodotto sostanzialmente unico o di vendere prodotti già esistenti ma a costi più bassi; la durata temporale di tale rendita è strettamente correlata all'introduzione di innovazioni concorrenti da parte delle altre aziende. È proprio in considerazione della durata limitata del vantaggio differenziale che assume una rilevanza fondamentale la già ricordata velocità di execution di un piano e di sfruttamento dell'eventuale vantaggio competitivo; è, inoltre, fondamentale che l'imprenditore evidenzi una forte cultura all'innovazione, indicando già dai primi incontri gli scenari futuri di sviluppo, per consentire alla propria azienda di conservare continuamente il proprio vantaggio nei confronti dei concorrenti.

Per quanto attiene alla tipologia di round e alla quantificazione degli investimenti, vanno fornite indicazioni chiare per consentire all'investor di verificare la coerenza della tipologia di operazione con le proprie politiche (ad esempio, potrebbe essere specializzato in interventi di seed) e la chiarezza del proponente sul piano di sviluppo, sull'ammontare dei fondi di equity da richiedere e sul loro utilizzo. È giudicata molto positivamente la presenza di eventuali ulteriori soggetti (business angels, partner industriali) che apportino capitali, accanto, auspicabilmente, a competenze e opportunità industriali; la presenza di eventuali possibilità di contributi pubblici è giudicata invece alla stregua di sopravvenienze attive e non ha sostanzialmente alcun peso nella valutazione di un investitore istituzionale.

Un frequente errore dei proponenti è non indicare un importo preciso (ad esempio, tra 500.000 euro e 2.500.000 euro) per le esigenze finanziarie o, addirittura, affermare che *più capitali ha a disposizione, meglio è*. I capitali sono risorse economiche, ovvero disponibili in misura limitata, e,

pertanto, l'attività dell'investitore è finalizzata ad assicurarne l'impiego più redditizio, valutandone attentamente l'importo degli impieghi e la loro articolazione temporale.

Strettamente correlato all'ultimo aspetto è l'indicazione di stime sui risultati economico-finanziari (principalmente fatturato, ebitda e indebitamento finanziario netto) per i primi esercizi. In effetti, tali previsioni, anche se esposte sinteticamente, devono essere basate su una chiara e condivisibile definizione del business model e delle strategie e politiche di sviluppo²². A tal proposito è opportuna l'indicazione di milestones di riferimento per lo sviluppo dell'iniziativa e di eventuali scenari alternativi da intraprendere qualora si verifici, successivamente all'investimento del fondo, che alcune ipotesi di piano o obiettivi non siano più percorribili. Quest'ultimo elemento è utile per l'investor per valutare la rischiosità dell'iniziativa e quantificare l'eventuale perdita potenziale, nell'ipotesi di "fallimento" dell'idea originaria.

Nel venture capital una modalità di presentazione preliminare, abbastanza diffusa negli ambienti più evoluti e con esperienze consolidate, è l'elevator pitch, che consiste *literary sensu* in una concisa, attentamente pianificata e ben esposta descrizione di un'iniziativa, che un investitore dovrebbe essere in grado di recepire e comprendere nel tempo di una salita in ascensore. Un errore frequentemente commesso è di confondere l'elevator pitch con un discorso totalmente esaustivo o un'esaltazione incondizionata del proprio progetto, mentre, in realtà, il pitch deve suscitare dubbi e attrarre l'attenzione dell'investitore.

In sintesi, l'elevator pitch²³ deve contenere le informazioni, poi approfondite nell'executive summary, che consentano all'investitore di comprendere:

- chi è il proponente e che competenze ed esperienze ha²⁴;
- in che mercato vuole operare e quale prodotto/servizio intende offrire;
- qual è il vantaggio competitivo (perché il mercato dovrebbe accettare il nuovo prodotto/servizio);
- di quanti capitali l'iniziativa ha bisogno e come e quando saranno spesi;
- stime dei principali risultati economico-finanziari (in altri termini, *dove vuole andare l'azienda*);
- come farà il fondo a guadagnare (ipotesi di way-out).

In definitiva, poiché ogni investor riceve centinaia di proposte di investimento all'anno, l'executive summary deve essere sintetico ma preciso sugli aspetti chiave²⁵, per evitare che un buon progetto venga archiviato perché presentato male; del resto, non si ha mai una seconda opportunità per la prima impressione. Per evitare tale errore è opportuno eventualmente farsi assistere da consulenti e partecipare a più iniziative di matching e di start up competition, nelle quali i

²² Per quanto attiene al significato delle economie di apprendimento, si rinvia al paragrafo "Monitoraggio".

²³ Come afferma il giornalista Emil Abirascid nel numero di Luglio 2010 di "Innovazione", un periodico sulle start up e il venture capital in Italia, il segreto della Pitching Session "Sta tutto nella competizione. Nella capacità non solo di sviluppare idee, progetti e aziende innovative ma anche in quella di saperlo raccontare al mercato e agli investitori. Le competizioni richiedono preparazione e ciò vale anche per le business plan competition, dove gli innovatori presentano i loro progetti secondo la formula dell'elevator pitch (pochi minuti 'quanto un viaggio in ascensore'). È fondamentale scrivere un business plan completo e credibile, con tanto di dati finanziari, concorrenti, richieste economiche e strategie di uscita proposte agli investitori. È fondamentale scriverlo anche in inglese ed è fondamentale prepararsi a presentarlo stando nei minuti previsti dal pitch, in italiano come in inglese. Il miglior modo per imparare a presentare il business plan è presentarlo, iscriversi a più eventi possibili, partecipare e allenarsi e, in tali occasioni, farsi conoscere, incontrare gli investitori (e le altre start up)".

²⁴ Un famoso detto tra gli investitori, in particolare di venture capital, è "*scommetti sul fantino, non sul cavallo*".

²⁵ Eventuali informazioni non indicate nell'executive summary sui punti di forza di ogni iniziativa vengono considerate come non esistenti; nell'analisi preliminare l'investor non può immaginare elementi non contenuti nella presentazione per giustificarne un prosieguo di analisi; del resto, l'incapacità del proponente di individuare gli elementi di forza o di comunicarli è un elemento da solo sufficiente all'archiviazione di un'iniziativa.

proponenti possano comprendere il contenuto e le modalità di presentazione apprezzate dagli investitori. Inoltre, può essere utile, dopo aver effettuato gli opportuni interventi al proprio progetto (eventualmente seguendo i suggerimenti degli stessi investor), anche ripresentarsi agli stessi operatori da cui si è ricevuto un giudizio negativo; ciò in quanto l'evoluzione dell'iniziativa può consentirne un apprezzamento differente da parte degli stessi investitori, talvolta anche alla luce di un cambiamento nelle loro politiche di investimento. A tal proposito assumono rilevanza le economie di apprendimento per l'investor, correlate all'aumento della sua conoscenza del territorio di riferimento e degli imprenditori, nonché delle caratteristiche delle operazioni proposte; tali economie favoriscono il miglioramento della sua sensibilità e capacità di selezione.

Di solito passano non meno di quattro – sei mesi dal momento della presentazione di un'iniziativa al closing; tali tempi, naturalmente, possono ridursi se l'imprenditore fornisce tempestivamente informazioni e documenti chiari ed esaustivi. Nella fase di screening le parti sottoscrivono generalmente un accordo di riservatezza (*Non disclosure agreement*, NDA) che le impegna a non diffondere le informazioni aziendali, se non a quei consulenti esterni che è necessario coinvolgere per valutare alcuni aspetti dell'investimento; per informazioni riservate si intendono quelle non pubbliche all'epoca dell'analisi e che riguardano strettamente l'azienda.

In generale, un investitore istituzionale tende a preferire iniziative caratterizzate da:

- un imprenditore competente, valido, ambizioso e determinato a perseguire obiettivi di sviluppo dell'azienda;
- un buon management;
- un progetto di sviluppo chiaro, valido e ambizioso, con prospettive di crescita, significative, credibili e verosimili, delle performance economico-finanziarie dell'azienda, a tassi superiori rispetto a quelle dei concorrenti;
- prodotti/servizi di successo e relativamente unici, difendibili, basati su un vantaggio competitivo sostenibile, con un mercato ancora potenzialmente in crescita;
- la volontà di condividere le scelte strategiche con soggetti terzi;
- chiare, agevoli e tempestive prospettive di disinvestimento, funzionali all'ottenimento di un capital gain.

Riguardo alla dimensione dell'investimento e dei settori di interesse, tali scelte sono strettamente correlate alle politiche di investimento del fondo.

La scelta della dimensione dell'investimento rappresenta una decisione di rilevante criticità; è il risultato di un evidente trade - off tra due esigenze contrapposte, correlate alla necessità di fissare un limite minimo e un limite massimo all'ammontare di ciascuna operazione, in funzione degli obiettivi di specializzazione e di diversificazione dell'investor, nonché dei capitali a sua disposizione per gli investimenti. Da un lato, il livello minimo di investimento viene fissato per evitare un'eccessiva dispersione delle operazioni e, quindi, limitare il numero delle imprese in cui si può investire; tale livello ha la funzione di favorire la concentrazione degli investimenti, al fine di assicurare a ogni impresa finanziata un'adeguata assistenza e il necessario supporto gestionale in sede di monitoraggio; in altri termini, gestire numerose partecipate creerebbe problemi di dimensione, profondità e contenuto del supporto nell'ambito del monitoraggio. Inoltre, le spese che si sostengono per realizzare un closing sono sostanzialmente non dipendenti dalla dimensione dell'investimento. Ceteris paribus, quindi, la realizzazione di, ad esempio, 10 operazioni da 500.000 euro ciascuna ha implicazioni profondamente differenti dalla realizzazione di 5 operazioni da 1.000.000 di euro ciascuna. Dall'altro lato, il livello massimo dell'investimento, invece, ha la funzione di favorire la diversificazione del portafoglio per minimizzare il rischio complessivo²⁶;

²⁶ Generalmente, non più del 10-15% del capitale di un fondo può essere investito nella stessa operazione.

frazionando l'ammontare globale delle risorse disponibili fra numerose imprese si riesce, infatti, a diversificare il rischio specifico associato a ognuna di esse, diminuendo il rischio complessivo del portafoglio. In tal modo si evita che l'insuccesso di poche operazioni si traduca in una redditività insoddisfacente del portafoglio nel suo complesso. Correlata a tale esigenza va segnalata la prassi frequente di coinvestimenti che coinvolgono due o più fondi sulla stessa operazione, favorendo per ognuno la riduzione dell'impegno complessivo nel deal di interesse.

Per quanto riguarda i settori di appartenenza, fermo restando la necessità di una diversificazione delle partecipazioni in portafoglio anche in termini settoriali, generalmente l'approccio degli investitori è opportunistico, basato sulle opportunità di investimento; nel venture capital, tuttavia, rispetto al private equity sono più frequenti ipotesi di specializzazione in determinati settori o nicchie di mercato.

2.2.2 Motivi di archiviazione delle proposte di investimento

Come sarà evidenziato nei case study²⁷ illustrati di seguito, i principali motivi di archiviazione di deal in questa fase sono legati ai seguenti aspetti:

- esperienze e capacità del management e dell'imprenditore non adeguate;
- scarso commitment dei proponenti;
- caratteristiche prospettive delle aziende (in termini dimensionali, reddituali e finanziari) non interessanti;
- piano di sviluppo non chiaro o non condivisibile;
- dimensione e tasso di crescita del mercato di interesse non significativi;
- assenza (o mancanza di chiarezza) del vantaggio competitivo e delle condizioni di difendibilità;
- aspetti del deal, quali, principalmente, lo stadio di investimento, la dimensione dell'investimento e la sede geografica.

Negli stessi case study vengono indicate altresì le soluzioni più opportune per superare i motivi di archiviazione, nella consapevolezza che, tuttavia, non tutti i progetti imprenditoriali e le aziende sono adatti a operazioni di venture capital (o di private equity); va infatti segnalato che aziende spesso valide non sono finanziabili in quanto non in linea con le politiche di investimento tipiche dei fondi per vari motivi, quali ad esempio le caratteristiche del management, la dimensione e le potenzialità di crescita. In altri termini, l'archiviazione di una proposta di investimento non significa, ad esempio, che l'azienda presentata non sia redditizia o che il progetto di seed sia destinato al fallimento.

²⁷ I case study esaminati nel presente paragrafo e nell'intero capitolo sono tratti da operazioni reali, per le quali si è provveduto a sostituire i nomi delle aziende coinvolte con nomi di fantasia, per motivi di riservatezza; per lo stesso motivo i numeri sono stati modificati, lasciando inalterate le dinamiche sostanziali.

Travel Srl

Nel settembre 2009 viene presentata un'operazione di start up nel settore dei servizi di viaggio tramite internet; l'imprenditore ha esperienza nell'ambito della consulenza aziendale e da un anno ha realizzato un sito on line per la prenotazione di servizi connessi al travel.

Viene richiesto un intervento finanziario di 0,5 milioni di euro a fronte delle prospettive di crescita illustrate nella tabella 1:

Tab. 1 – Travel Srl

Travel Srl - Principali dati economici (valori in migliaia di euro)				
	2010	2011	2012	2013
Ricavi prodotto A	90,0	340,0	680,0	1.050,0
Ricavi prodotto B	0,2	0,3	0,4	0,5
Ricavi prodotto C	0,1	0,2	0,3	0,4
Ricavi totali	90,3	340,5	680,7	1.050,9
Costi operativi	350,0	250,0	345,0	410,0
Reddito operativo	-259,7	90,5	335,7	640,9

L'iniziativa viene archiviata per effetto dei seguenti motivi:

- dimensione a regime non interessante;
- esperienze e competenze del management non adeguate.

In genere, come sarà evidenziato e approfondito nei casi successivi, le iniziative vengono archiviate per una concomitanza di cause.

In generale, le imprese finanziabili dagli investitori istituzionali devono essere caratterizzate da forti potenzialità di crescita delle performance e da una forte disponibilità ad accelerare tale processo. Come già anticipato, è principalmente su queste caratteristiche che si dirige la loro attività di selezione, finalizzata a individuare aziende "campioni" la cui significativa crescita di valore possa assicurare al fondo un'elevata redditività. Un'iniziativa con un tasso di crescita basso e un tasso di profitto "normale" non viene presa in considerazione, dal momento che il capital gain ottenibile al momento del disinvestimento può essere insufficiente per controbilanciare il rischio di insuccesso proprio, degli altri investimenti e delle spese a carico del fondo; il rischio di insuccesso su ogni deal può significare anche la perdita totale del capitale investito.

In operazioni di venture capital, data la maggiore rischiosità degli investimenti, la redditività attesa di ogni deal è superiore, pari anche al 50-60%; nel private equity gli obiettivi di rendimento sono del 25-30%.

Sulla base dell'esperienza nel comparto, si può affermare che, in media, su cento investimenti di venture capital:

- il 30% dà risultati negativi e dovrà essere abbandonato;
- il 20% registra risultati mediocri che consentono il puro rientro delle spese di investimento;
- il 30% raggiunge il break-even;
- il 15% ha buoni risultati e un capital gain piuttosto interessante;
- il 5% registra un ottimo risultato e un capital gain eccezionale.

In sintesi, sono quindi i venti investimenti andati a buon fine a dover conseguire un capital gain complessivo in grado di assicurare una redditività media del fondo in linea con le aspettative del venture capitalist e dei sottoscrittori.

In definitiva, è questo il motivo per il quale alcune aziende, pur presentando situazioni equilibrate dal punto di vista economico finanziario, non possono rappresentare target privilegiati di un fondo se non evidenziano prospettive di crescita tali da garantire all'investor il conseguimento di elevati rendimenti che gli consentano, a sua volta, di riconoscere ai sottoscrittori un rendimento del loro investimento opportunamente remunerativo della rischiosità e minore liquidabilità di un fondo di private equity o venture capital.

Se, come evidenziato nella parte prima, è necessario che in media ogni investimento renda almeno il 25% (o il 42-43%) affinché il rendimento riconosciuto ai sottoscrittori sia del 15% (o del 30%), la perdita, totale o parziale, del capitale investito sul 40-50% delle operazioni effettuate comporta che alcune debbano registrare un IRR doppio o triplo di quello medio.

Quanto detto in precedenza avvalorata le considerazioni in merito all'effetto positivo del venture capital (e del private equity) sull'economia nel suo complesso, sul tasso di innovazione e di competitività, grazie alla selezione delle imprese migliori, che presentano tassi di crescita maggiori, margini più alti, un migliore know-how tecnologico, team imprenditoriali e di manager più competenti; in sintesi, un'eccellenza rispetto ai concorrenti.

Software Spin

Diversamente dall'iniziativa Travel Srl, Software Spin appare un progetto interessante. Viene presentata nel luglio 2009 da imprenditori operanti da oltre dieci anni nel business della realizzazione di software per la gestione dei dati delle aziende; essi hanno realizzato una soluzione che appare in grado di consentire prestazioni decisamente migliori rispetto a quelle dei concorrenti e intendono costituire uno spin-off che si occupi specificamente dello sviluppo e del lancio commerciale del prodotto. La costituzione dello spin-off si basa sulla considerazione, pienamente condivisibile da un investor, che tale prodotto ha prospettive di crescita radicalmente più elevate del prodotto maturo e sostanzialmente indifferenziato già realizzato dall'azienda.

Software Spin presenta, inoltre, un grado di sviluppo interessante: la soluzione infatti è già matura dal punto di vista tecnologico e sono già state avviate le prime vendite, con un fatturato pari a 0,3 €/mln nel primo semestre 2009, in linea con il budget per l'intero esercizio.

I proponenti richiedono un apporto di equity di 1,1 €/mln per finanziare lo sviluppo commerciale dello spin-off.

Le stime sulle principali grandezze economico-finanziarie sono illustrate nella tabella 2:

Tab. 2 – Software Spin

Software Spin - Principali dati economico - finanziari (valori in milioni di euro)				
	2009	2010	2011	2012
Ricavi da licenze	0,6	2,5	5,8	9,3
Ricavi da assistenza e manutenzione	0,1	0,4	0,9	1,6
Ricavi totali	0,7	2,9	6,7	10,9
Costi operativi	1,2	2,2	3,5	5,1
Ebitda	-0,5	0,7	3,2	5,8
Cash flow	-0,9	0,3	1,7	3,2

Le elaborazioni dell'investitore sulle grandezze di primario interesse sono riepilogate nella tabella 3:

Tab. 3 – Software Spin - elaborazioni

Software Spin - elaborazioni di sintesi				
	2009	2010	2011	2012
Ricavi di vendita (in €/mln)	0,7	2,9	6,7	10,9
Tasso di crescita dei ricavi	-	348,0%	129,6%	62,7%
Ebitda / Ricavi	-84,2%	24,6%	47,8%	53,2%
Tasso di crescita dell'ebitda	-	n.m.	345,3%	81,3%
PFN /Ebitda	n.m.	n.m.	0,5	0,8

L'iniziativa viene giudicata meritevole di approfondimenti per i seguenti motivi:

- management competente;
- stadio di sviluppo avanzato;
- presenza di clienti soddisfatti del prodotto offerto;
- elevate prospettive di crescita;
- mercato di riferimento interessante.

Come è stato illustrato nel caso appena discusso, riguardo allo stadio di sviluppo, spesso i venture capitalist archiviano iniziative in quanto sono in una fase eccessivamente embrionale e

richiederebbero l'avvio delle attività magari con altri strumenti (quali incubator, business angels, finanziamenti pubblici vari). A tal proposito, pertanto, la presenza di un prodotto già in fase evoluta di realizzazione e, addirittura, già testato dai primi clienti (come nel caso di Software Spin), assume un'importanza notevole.

Talvolta, come si evidenzia nel seguente *case*, uno dei principali motivi di abbandono di un deal è lo scarso commitment dei fondatori.

Biotechnology

Nel settembre 2010 viene sottoposta all'attenzione di un investitore un progetto da parte di un gruppo di tre ricercatori universitari, che intendono realizzare e distribuire kit per il monitoraggio ambientale. Essi sono impegnati anche in altre attività, principalmente di ricerca universitaria e di insegnamento, e hanno condotto in passato altri progetti di ricerca generalmente finanziati da contributi pubblici. Richiedono 1,6 €/mln per finanziare le attività di ricerca (il kit non è ancora nella fase di prototipazione) e l'avvio della produzione; le previsioni sono riportate nella tabella 4:

Tab. 4 - **Biotechnology**

Biotechnology - Principali dati economico - finanziari (valori in milioni di euro)				
	2010	2011	2012	2013
Ricavi	0,0	0,8	1,9	3,5
Consumi materiale di consumo	0,1	0,2	0,3	0,4
Servizi	0,2	0,4	0,6	1,1
Godimento di beni di terzi	0,1	0,1	0,2	0,2
Personale	0,4	0,9	1,2	1,4
Costi operativi	0,8	1,6	2,3	3,1
Reddito operativo	-0,8	-0,8	-0,4	0,4

L'iniziativa viene archiviata in considerazione dei seguenti aspetti:

- commitment dei proponenti;
- dimensione dell'investimento, alla luce dello stadio di sviluppo;
- tempistica del piano non coerente.

Data la fortissima enfasi sulle persone nelle operazioni di venture, se il proponente non evidenzia un impegno sostanzialmente esclusivo nell'iniziativa da finanziare, l'investitore non procede ulteriormente nell'analisi del deal.

In effetti, uno degli errori più frequenti in iniziative presentate da professori e ricercatori universitari è dato dallo scarso commitment e dalla mancanza di cultura imprenditoriale; essi, in particolare, privilegiano non di rado la strada della pubblicazione immediata di una scoperta, anziché l'ottenimento di un brevetto cui far seguire la pubblicazione e la presentazione alla comunità scientifica della propria scoperta, impedendo così l'ottenimento del brevetto stesso; inoltre, essi propongono un commitment (in termini di impegno) assolutamente non opportuno, spesso considerando l'apporto del venture capitalist alla stregua dei contributi pubblici a cui hanno avuto accesso in precedenza.

In altri termini, spesso si avverte la mancanza della capacità e cultura imprenditoriale, elemento fondamentale, accanto alla presenza di un venture capitalist, per tradurre idee innovative e potenzialmente valide in imprese.

A tal proposito, la maggiore diffusione in Italia di operatori, quali incubatori universitari e centri di trasferimento tecnologico, dovrebbe consentire il superamento o l'attenuazione di tali problematiche operative, favorendo la diffusione della conoscenza delle modalità operative del venture capital e fornendo il necessario know-how manageriale, almeno nella fase embrionale di avvio; del resto, in presenza di un sistema organico che favorisca la creazione di nuove imprese da spin-off universitari, i venture capitalist possono rappresentare uno strumento fondamentale per il trasferimento tecnologico.

In generale, la presenza di un brevetto, anche relativo a soluzioni suggestive, non è assolutamente garanzia di costituzione di un'impresa di successo. È necessaria, infatti, la presenza di competenze e soggetti che siano in grado di attivare il processo che trasforma un'idea in un progetto²⁸ di impresa e poi in un'impresa; in Italia, anche per effetto di interventi pubblici²⁹, i capitali per finanziare la ricerca e l'innovazione non mancano, ma spesso è difficile trovare iniziative interessanti; a testimonianza della necessità di un approccio pro-attivo nell'origination, le buone idee vanno cercate e coltivate. Nelle università italiane, pur essendoci spesso ottime idee, talvolta sembra mancare la cultura imprenditoriale che spinge, analogamente a quanto avviene nei mercati più maturi, quali gli Usa, a considerare i passi necessari per trasformare un'idea scientifica prima in un'impresa e poi in un'impresa di successo.

L'Italia è nota come "paese di inventori" ma non di imprese innovative; fare un'impresa innovativa richiede un sistema adeguato di risorse e competenze diffuse, con il coinvolgimento di numerosi attori nell'ambito di un forte coordinamento delle attività. Non a caso iniziative nate in un determinato Paese non sarebbero nate altrove, semplicemente in quanto il sistema economico, culturale, di istruzione e in generale sociale di quel Paese sono un humus irripetibile e non replicabile altrove.

Non di rado le iniziative presentate evidenziano una forte incoerenza tra le linee strategiche e le previsioni economico-finanziarie, nell'ambito di un'erronea considerazione dei tempi necessari per lo sviluppo del progetto; ciò è uno degli elementi che fanno apparire un piano di impresa un puro esercizio numerico³⁰.

²⁸ Il progetto è un'idea alla quale si dedicano risorse (tempo, capitali, competenze).

²⁹ Un esempio è rappresentato dai fondi messi a disposizione dal Dipartimento di Innovazione e Tecnologie della Presidenza del Consiglio dei Ministri (DIT) per investimenti in iniziative localizzate nel Sud Italia e caratterizzate da innovazioni di prodotto e/o di processo con contenuto in tecnologie digitali.

³⁰ Va segnalato che l'iniziativa era stata presentata nel febbraio 2009 e le previsioni per il primo esercizio incorporavano l'ipotesi di un apporto del fondo entro un mese, evenienza assolutamente non concretamente realizzabile e riconducibile alla scarsa conoscenza delle politiche di un investitore. È opportuno, soprattutto quando si presenta un'iniziativa di early stage, che le previsioni siano formulate indicando come "Primi dodici mesi", "Secondi dodici mesi" e così via gli esercizi a partire dall'ingresso del fondo, anziché come "2009", "2010" e così via.

Shoes

Due giovani imprenditori presentano un'azienda che intende introdurre sul mercato un nuovo marchio di alta gamma femminile nel settore delle calzature che abbia tutte le caratteristiche del Made in Italy. Operando nel campo del commercio e della distribuzione, l'obiettivo è quello di sviluppare preliminarmente una propria rete commerciale, nelle maggiori città italiane, valorizzando il marchio e di conseguenza il prodotto con solidi investimenti in campo pubblicitario a carattere nazionale.

È prevista una rapida penetrazione sul mercato con 2 punti di vendita di proprietà e 150 in franchising già entro il primo anno.

Sono richiesti 5,5 milioni di euro per finanziare il lancio dell'iniziativa, le cui proiezioni economico-finanziarie sono riportate nelle tabelle 5 e 6:

Tab. 5 – Shoes – conto economico

Shoes Srl - Conto economico (valori in milioni di euro)				
	2009	2010	2011	2012
Ricavi di vendita	25,0	48,0	80,1	159,6
Costo del venduto	5,5	10,2	18,0	33,4
Margine industriale	19,5	37,8	62,1	126,2
Costi amministrativi	5,0	11,9	21,9	53,1
Costi commerciali	6,1	10,5	13,3	19,7
Margine operativo	8,4	15,4	26,9	53,4
Saldo della gestione finanziaria	-1,5	-3,4	-5,3	-11,2
Reddito della gestione ordinaria	6,9	12,0	21,6	42,2

Tab. 6 – Shoes – circolante

Shoes Srl - Circolante e saldo di conto corrente (valori in milioni di euro)				
Rimanenze prodotti finiti	12,5	20,3	45,7	65,8
Crediti verso clienti	6,1	9,3	16,2	30,4
Disponibilità liquide	0,0	0,0	0,0	0,0
Debiti a breve verso banche	4,7	9,9	22,3	24,5
Debiti verso fornitori	4,3	2,2	5,1	9,1

L'iniziativa viene archiviata per un'evidente incoerenza del piano, non condivisibile nella sua dinamica e articolazione temporale; in particolare, si nutrono forti perplessità sui seguenti aspetti:

- Il lancio di un nuovo marchio richiede tempi più lunghi e competenze maggiori, che i due proponenti non presentano;
- la penetrazione indicata per i punti vendita di proprietà e in franchising non è assolutamente verosimile, dato lo stadio di sviluppo dell'iniziativa (progetto) e i tempi prevedibili per l'affermazione del nuovo marchio;
- l'assenza di partnership già attive con altri operatori a monte e a valle della filiera.

Dall'analisi preliminare emergono inoltre una serie di ulteriori incoerenze delle previsioni economico-patrimoniali con gli obiettivi strategici e di posizionamento. In particolare, il prodotto da offrire è di alta gamma femminile e, pertanto, dovrebbe essere a elevata rotazione; tale elemento non è coerente con la dinamica dell'importo delle rimanenze di prodotti finiti che, oltre a evidenziare un inefficiente impiego del capitale, segnalano la scarsa conoscenza da parte dei proponenti delle tecniche di gestione più diffuse nel comparto. Un ulteriore elemento degno di rilievo è la richiesta di 5,5 milioni di euro per un'iniziativa che già nel primo anno si stima che consegua un reddito ordinario di 6,9 milioni di euro; è pur vero che l'ammontare delle esigenze finanziarie è correlato alla generazione o assorbimento dei flussi di cassa e, quindi, principalmente agli investimenti operativi e alla gestione del circolante, accanto alla marginalità operativa; tuttavia, quello che rileva dai prospetti presentati è l'assoluta incoerenza tra le previsioni quantitative reddituali e patrimoniali e le linee strategiche.

Come già segnalato in precedenza, nel venture capital non si finanziano idee suggestive, ma idee suggestive concretamente trasformabili in imprese di successo. In altri termini, vengono spesso presentate idee suggestive, entusiasmanti, affascinanti che, tuttavia, non portano al closing di operazioni a causa di varie motivazioni, generalmente riconducibili alla mancanza di capacità di

execution, a business model non chiari o a piani di sviluppo basati su razionali assolutamente non validi e non condivisibili.

Equipment Srl

Nel febbraio 2009 viene presentato un progetto di start up per la realizzazione di un impianto industriale in grado di ridurre il numero di intermediari necessari nell'ambito della distribuzione di un prodotto di largo consumo. Il proponente è un ingegnere con elevate competenze tecniche e ha depositato una domanda di brevetto; lo stadio di sviluppo del prodotto è rappresentato dalla prototipazione in fase di completamento.

Vengono richiesti 1,5 milioni di euro per finanziare il completamento della prototipazione, l'industrializzazione e la commercializzazione.

Le previsioni sono illustrate nella tabella 9 (esula dalle finalità del presente lavoro l'illustrazione delle principali modalità di riclassificazione; si segnala che talvolta vengono presentati documenti con riclassificazioni incomplete o errate o con la confusione, ad esempio, tra cash-flow e profitti):

Tab. 7 - **Equipment Srl**

Equipment Srl - Conto economico e PFN (valori in milioni di euro)					
	2009	2010	2011	2012	2013
Ricavi di vendita	0,0	0,0	450,0	1.089,0	1.700,0
Provvigioni su vendite	0,0	0,0	90,0	217,8	340,0
Ricavi netti	0,0	0,0	360,0	871,2	1.360,0
Consumi di materie prime e semilavorati	0,0	0,0	95,0	201,0	300,0
Lavorazioni esterne	0,0	0,0	135,0	305,0	485,0
Margine di contribuzione	0,0	0,0	130,0	365,2	575,0
Costo del lavoro	0,5	0,9	6,9	7,1	7,2
Altri costi industriali	0,3	0,2	9,5	9,6	9,4
Spese generali e amministrative	0,2	0,2	3,5	4,2	4,1
Ammortamenti	0,0	0,0	45,0	105,0	170,0
Reddito operativo	-0,9	-1,2	65,1	239,3	384,3
Saldo della gestione finanziaria	-0,1	-0,9	-14,0	-24,5	-29,7
Reddito della gestione ordinaria	-1,0	-2,1	51,1	214,8	354,6
Posizione finanziaria netta	1,0	2,2	-19,5	-128,5	-450,2

L'iniziativa, pur apparendo interessante per l'innovatività, non poggiava su basi razionali né su un attendibile piano di sviluppo.

In effetti, il fondatore, pur avendo elevate competenze tecniche, non presentava significative esperienze di natura imprenditoriale; il management era completo dal punto di vista tecnico ma non erano presenti figure con skills commerciali; inoltre, non erano definite partnership, di natura soprattutto industriale, dato lo stadio di sviluppo e le competenze necessarie per implementarlo; infine, le previsioni economico-finanziarie erano assolutamente irrazionali e non condivisibili.

Alla luce dei capitali richiesti e dello stadio di sviluppo (in termini non solo di ricerca e industriali, ma anche organizzativi e gestionali), la proposta di investimento viene archiviata ma vengono forniti suggerimenti all'imprenditore per poter intervenire sulle aree di debolezza del suo progetto e, successivamente, ripresentarlo all'attenzione dell'investitore; anche in questo va considerato il ruolo dell'investitore che può fornire indicazioni per migliorare il progetto suggerendo eventuali canali alternativi di finanziamento.

L'analisi del precedente caso di archiviazione (tipologia di operazione, stadio di sviluppo) suggerisce, come possibile soluzione per favorire l'ingresso nel capitale di rischio delle aziende con un elevato tasso di rischiosità, la creazione di strumenti di venture capital dedicati, quali, nella fattispecie, fondi di seed che possano finanziare iniziative con prodotto e tecnologia non ancora maturi.

In conclusione, una fase di screening è di qualità se condotta con forte selettività agevolando la scelta delle iniziative migliori; associata a un'efficiente ed efficace attività di scouting, l'obiettivo è di portare in fase di analisi operazioni che abbiano già fondati elementi di interesse e che possano essere archiviate successivamente principalmente per uno dei seguenti motivi:

- mancata conferma dei valori economico-finanziari prospettici, per effetto di approfondimenti su aspetti non evidenziabili da un esame preliminare;
- mancata compatibilità con l'imprenditore e il management;
- disaccordi, in sede negoziale, su alcuni aspetti dell'operazione (quali valutazione, corporate governance e condizioni di way-out).

Par. 2.3 – L'analisi

2.3.1 Aspetti definitivi e contenuto

Dopo l'esame dell'executive summary, qualora l'iniziativa sia giudicata interessante, l'investitore richiede un business plan per effettuare analisi più approfondite; la fase di analisi e valutazione, se positiva, si conclude con la decisione di investimento da parte dell'investor; dopo tale fase si dà avvio formale alle trattative (nella pratica l'avvio informale si ha nei primi incontri con l'imprenditore in cui si inizia a conoscere le sue preferenze e posizioni in merito all'operazione).

Il punto di partenza della fase di analisi è rappresentato dal business plan, senza il quale non può avere sostanzialmente avvio alcuna ipotesi di operazione né alcuna analisi di rendimenti potenziali.

Oggetto di valutazione da parte degli investitori non è solo il contenuto del business plan, sul quale ci si concentrerà nel successivo capitolo, ma anche la sua coerenza, in particolare per quanto attiene ai razionali (strategici, economici, finanziari, produttivi e organizzativi) alla base delle stime; in effetti, al di là dei numeri in valore assoluto, nella valutazione di un'iniziativa è fondamentale la comprensione della coerenza delle previsioni formulate che fa sì che il giudizio sul business plan possa trasferirsi sulle competenze dei proponenti, sulla loro capacità di conoscenza del business, delle sue dinamiche e dei key driver, per poi riconoscere una base di attendibilità alle stime presentate. La coerenza del business plan è sia interna sia esterna: in particolare, la prima dimensione si riferisce al rapporto tra gli obiettivi e le risorse disponibili e/o reperibili, mentre la seconda alla congruenza tra le ipotesi di sviluppo dell'azienda e le prospettive e dinamiche del settore di riferimento.

Ogni operatore è consapevole che nessun business plan si realizza integralmente come previsto, anche nell'ipotesi di rispetto delle ipotesi di base, soprattutto in operazioni di venture capital, dove il peso delle economie di apprendimento è maggiore; tuttavia, alla luce della forte rilevanza delle asimmetrie informative che caratterizzano l'operatività degli investitori istituzionali, soprattutto nel venture capital, uno dei primi elementi oggetto di giudizio è proprio la coerenza del piano. Il problema delle asimmetrie informative, comune a qualsiasi relazione tra impresa e terzi e dunque anche tra l'impresa e i suoi finanziatori, è più rilevante nelle operazioni di venture capital rispetto a quelle di private equity, per effetto del carattere maggiormente innovativo dei business finanziati. Frequentemente, infatti, le iniziative di early stage hanno per oggetto settori di frontiera con prodotti, tecnologie o business model assolutamente innovativi, per i quali è talvolta ardua la definizione degli stessi confini dei business di riferimento, dello scenario competitivo nonché una stima verosimile della dimensione del mercato di riferimento. Tali problemi vengono superati con l'adozione di alcune tecniche di analisi e di strutturazione dell'eventuale operazione di investimento, quali quella del ragionamento per analogia considerando business affini per i quali sono disponibili dati e informazioni più consolidati (dimensione del mercato, trend di sviluppo ecc.) o quella di condizionare gli investimenti del fondo di venture al raggiungimento di milestones identificate temporalmente.

In sintesi, con l'analisi si vuole verificare e definire le condizioni per garantire la sostenibilità economico-finanziaria e di mercato del piano; un obiettivo importante, soprattutto nelle operazioni di venture dato lo stadio di sviluppo aziendale, è evitare imprevisti short fall di cassa

che compromettano l'implementazione del piano. In particolare, attraverso la stima del burn rate, su base mensile o trimestrale, in scenari peggiorativi in ordine alla dinamica dei key driver (*worst scenarios*), si cerca di considerare un piano *fully funded*, per conferire all'azienda tutta la liquidità necessaria per finanziare lo sviluppo fino al raggiungimento delle condizioni di autonomia finanziaria. Un errore degli investor può essere quello di finanziare la fase di avvio per un periodo limitato, anche sulla base di ipotesi eccessivamente ottimistiche, confidando su agevoli possibilità di round successivi, la cui assenza o semplice ritardo può compromettere la continuazione delle attività dell'impresa ponendo l'investitore di fronte alla scelta di ricapitalizzarla o di metterla in liquidazione.

Di seguito vengono esaminate, attraverso il ricorso a case study e modelli esemplificativi, alcune delle principali problematiche operative affrontate nella fase di analisi e valutazione in un'operazione di venture capital, concentrando la discussione in particolare sui seguenti temi:

- approfondimenti delle analisi rispetto alla fase di screening;
- sensitivity analysis;
- valutazione e approcci valutativi.

2.3.2 Approfondimenti delle analisi rispetto alla fase di screening

Come già detto, per un venture capitalist è fondamentale che un progetto presenti un break-even relativamente rapido con una crescita esplosiva dei ricavi.

Software Spin

Nel precedente paragrafo è stata presentata Software Spin, un'iniziativa giudicata interessante per le competenze del management e dell'imprenditore, per lo stadio avanzato (tecnologia matura) e per l'attrattività del mercato; si è quindi provveduto a organizzare incontri con i proponenti e a effettuare analisi di mercato sulle prestazioni differenziali del prodotto offerto da Software Spin rispetto a quelli della concorrenza. Inoltre, essendo trascorsi alcuni mesi dall'invio dell'executive summary, viene chiesto un aggiornamento sullo stadio di avanzamento del progetto e del giro d'affari. Talvolta può capitare, per varie ragioni, che i tempi per l'esame di alcuni aspetti siano maggiori di quelli attesi; tuttavia, il passare del tempo non è mai vano e può consentire all'investor di valutare la capacità di execution del piano di sviluppo da parte dell'imprenditore in ipotesi stand alone e di avere un quadro più chiaro dell'intero progetto.

In particolare, nell'operazione in esame si registrano i seguenti fattori:

- il prodotto ha prestazioni superiori a quelli dei concorrenti e i clienti già acquisiti sono soddisfatti;
- la durata del processo di acquisizione di nuovi clienti (ciclo dell'ordine) è molto più lunga del previsto; in particolare, nel secondo semestre del 2009 non si ha alcun nuovo cliente e il fatturato per l'intero anno è la metà di quello da budget.

A proposito dell'ultimo aspetto indicato, rilevanti appaiono le difficoltà nella diffusione e nel consolidamento della reputazione aziendale come software house migliore dei concorrenti; ciò è condizionato non tanto dalle capacità riconosciute del management e dell'imprenditore, quanto da resistenze dei potenziali clienti a lasciare gli attuali fornitori, americani e dalla reputazione consolidata. Ciò induce a ritenere che gli investimenti di natura commerciale siano maggiori di quelli preventivati, a fronte di una dinamica del fatturato meno aggressiva di quanto ipotizzato dai proponenti; in definitiva, le conclusioni dell'investor sono:

- è necessario investire più capitali rispetto a 1,1 €/mln;
- l'azienda raggiungerebbe il break-even finanziario non dopo 12-15 mesi, ma dopo oltre 24 mesi;
- l'impresa avrebbe, dopo 3-4 anni, una dimensione significativamente inferiore.

In definitiva, la proposta di investimento, pur essendo interessante, viene archiviata per motivi legati alla sua penetrazione commerciale e alla sua dimensione a regime, giudicati non coerenti con le logiche di un investitore.

A conferma dell'importanza delle competenze dei fondatori di un'iniziativa, gli investitori di venture capital considerando un elemento di assoluto interesse la presenza di serial entrepreneurs.

Adv Srl

Nell'ottobre 2010 era stata presentata un'iniziativa nel local advertising i cui proponenti vantano consolidate esperienze nell'ambito del business dell'advertising on line.

L'iniziativa appare fin da subito meritevole di interesse e di approfondimenti per i seguenti motivi:

- management competente e profondo conoscitore delle modalità di funzionamento del business;
- stadio di sviluppo: da oltre 8 mesi la società stava operando con positive risposte dal mercato;
- commitment dei proponenti: i fondatori avevano lasciato i loro ruoli dirigenziali nella precedente azienda e avevano investito alcune centinaia di migliaia di euro in Adv Srl, rinunciando anche a percepire compensi dalla costituzione della società fino al raggiungimento del breakeven finanziario;
- software proprietario sviluppato internamente;
- business model chiaro e piano di sviluppo ambizioso (vedi tabelle 8 e 9);
- tassi di crescita attesi del mercato di riferimento assolutamente interessanti;
- possibilità di way-out.

Tab. 8 – Adv Srl

Adv Srl - Principali dati economico - finanziari (valori in milioni di euro)					
	anno I	anno II	anno III	anno IV	anno V
Ricavi prodotto A	0,5	1,5	3,1	5,2	7,5
Ricavi prodotto B	0,1	0,4	1,2	2,1	2,6
Ricavi prodotto C	0,1	0,2	0,3	0,6	0,8
Ricavi prodotto D	0,5	1,2	2,2	4,2	7,3
Ricavi totali	1,1	3,3	6,7	12,1	18,2
Costi operativi	2,0	3,5	5,0	7,2	9,6
Ebitda	-0,9	-0,2	1,7	4,9	8,6
Ammortamenti	0,2	0,5	0,8	0,9	1,0
Reddito operativo	-1,1	-0,7	0,9	4,0	7,6
Cash flow	-1,2	-0,8	0,2	2,6	6,3

Tab. 9 – Adv Srl - elaborazioni

Adv Srl - elaborazioni di sintesi					
	anno I	anno II	anno III	anno IV	anno V
Ricavi di vendita (in €/mln)	1,1	3,3	6,7	12,1	18,2
Tasso di crescita dei ricavi	-	195,1%	104,7%	79,0%	51,0%
Ebitda / Ricavi	-79,2%	-6,3%	25,8%	40,4%	47,3%
Reddito operativo / Ricavi	-97,1%	-21,4%	14,0%	32,9%	41,9%
PFN /Ebitda	n.m.	n.m.	0,1	0,6	1,1

Le previsioni sul tasso di crescita del mercato e sulle condizioni potenzialmente agevoli di way-out, nell'ipotesi del rispetto degli obiettivi di piano, trovano una conferma nelle numerose operazioni di M&A che stanno interessando il settore, con l'aggressiva politica di acquisizioni da parte dei principali operatori, primo tra tutti Groupon, azienda statunitense fondata nel 2008 che nel maggio 2010 aveva acquisito Citydeal, operatore tedesco costituito nel gennaio 2010 e finanziato da venture capitalist con 4 milioni di euro che in soli 4 mesi aveva conquistato milioni di clienti operando in 18 Paesi. Con tale acquisizione Groupon, già leader sul mercato statunitense, rafforzava considerevolmente e rapidamente la sua posizione in Europa.

In iniziative in cui non c'è la possibilità di difendere la propria innovazione con brevetti, la velocità di execution e di rapidità nella conquista del mercato è l'unico elemento che può garantire il successo dell'iniziativa. In realtà, come già segnalato, la velocità di execution rappresenta un elemento di importanza strategica in ogni iniziativa, essendo strettamente correlata alla creazione di valore; tuttavia, mentre in ipotesi di tutela brevettuale l'azienda può sfruttare la "rendita monopolistica" per un dato periodo, fino a quando le fonti del suo vantaggio competitivo non

vengono messe in discussione dall'imitazione dei concorrenti e/o da nuove innovazioni, in casi come quello indicato la rapidità nella penetrazione del mercato è l'unica condizione per garantire l'acquisizione di una posizione di leadership arrivando in alcuni casi, addirittura, a definire lo standard di settore. A tal proposito, in mercati nella fase iniziale, come quelli che caratterizzano le aziende target di interventi di venture capital, assume importanza non tanto essere il first mover, ma rappresentare il first mover con il giusto business model (è quello in grado di soddisfare nel modo più appropriato i bisogni più o meno latenti del mercato, non adeguatamente soddisfatti dalle soluzioni attualmente in uso) e con le competenze e risorse necessarie per implementare il proprio piano di sviluppo. I vantaggi della presenza di un venture capitalist in un'azienda non sono solo nella disponibilità dei capitali per il finanziamento del piano di sviluppo, ma anche nel supporto nella definizione più efficace del business model e nell'agevolare l'inserimento delle risorse manageriali necessarie. La velocità di execution con l'acquisizione di una forte visibilità entro pochi esercizi consente di far fronte alle reazioni degli operatori tradizionali e, addirittura, di porsi in una posizione tale da essere una preda potenziale proprio di tali operatori, interessati a recuperare il tempo perduto.

Adv Srl

Alla luce dell'interesse nell'azienda Adv Srl, viene effettuata una richiesta di approfondimenti in merito alle ipotesi alla base del piano: in particolare, dopo aver identificato i key driver dell'iniziativa, è necessario avere maggiori elementi sui suoi razionali, sull'articolazione del fatturato per linee di prodotto, sulla dinamica dei prezzi medi e dei volumi, sull'incidenza delle principali voci di costo e sulle condizioni di efficienza nonché sulla strategia di penetrazione nel mercato, atta a corroborare tali stime, e sulle condizioni organizzative correlate.

Negli incontri con il management si valutano anche scenari alternativi di sviluppo. In particolare, rispetto ai capitali richiesti (1,1 €/mln) si verificano ipotesi più aggressive di crescita; del resto, in iniziative come quella in esame, caratterizzate dall'assenza di rischio tecnologico e, pertanto, di vantaggio tecnologico correlato, essendo fondamentale la velocità di execution è opportuno valutare le concrete possibilità di uno sviluppo più accelerato rispetto a quanto ipotizzato dai proponenti. Ovviamente, la condivisione di un siffatto scenario alternativo richiede la valutazione non solo dei maggiori capitali disponibili, ma soprattutto della coerenza e compatibilità delle condizioni gestionali e organizzative. Generalmente, inoltre, poiché l'execution è il principale fattore di differenziazione, molte iniziative di questo tipo nascono già internazionali; in altri termini, per garantire la velocità di execution e il mantenimento del vantaggio competitivo, l'internazionalizzazione viene presa in considerazione fin da subito.

Le analisi attestano la validità dell'iniziativa e la coerenza, completezza e condivisibilità del piano di sviluppo, basato su metriche attendibili e verosimili. Inoltre, si confermano i giudizi ampiamente positivi sui proponenti, di cui viene apprezzata la natura di serial entrepreneurs e la capacità di vision; in particolare, anche se inizialmente l'azienda è una classica *single product company*, essi hanno idee ben chiare sullo scenario di sviluppo necessario per arricchirne la gamma di offerta e i mercati serviti, sia geograficamente sia per tipologia. I venture capitalist ricercano iniziative che siano a regime *multiple product company*, anche se non lo sono inizialmente; ciò rappresenta un chiaro elemento di riduzione del rischio operativo. Analogo discorso vale per le iniziative di private equity, a proposito della concentrazione del fatturato per linee di prodotto, per aree geografiche e per clienti.

Si ritiene pertanto opportuno proseguire il deal e, dopo aver stimato la valutazione dell'azienda, viene definita un'ipotesi di un'eventuale struttura dell'operazione (Si rinvia al paragrafo "**Negoziazione**" per i dettagli in merito).

2.3.3 Sensitivity analysis

Nelle analisi economico-finanziarie un peso rilevante è assegnato alle sensitivity analysis, che consistono in simulazioni di scenari alternativi sui key driver dell'iniziativa, che vengono identificati sulla base dell'esame del business di interesse dell'azienda e dei suoi fondamentali economico-

finanziari; come già segnalato, l'obiettivo è di verificare le condizioni di sostenibilità del piano, nell'ipotesi di andamenti dei key driver significativamente difformi da quelli originariamente prospettati. Si ottiene così un *revised scenario*, sulla cui base viene stimata la redditività potenziale dell'investimento.

Talvolta sono gli stessi proponenti a presentare nel business plan scenari alternativi di sviluppo (*base case*, *worst case* e *best case*); uno degli errori più frequenti da parte loro è un'eccessiva vicinanza del worst case agli altri due, per effetto di ipotesi ottimistiche anche nella versione peggiore. La modalità di costruzione degli scenari alternativi, al di là del loro contenuto, è un ulteriore elemento oggetto di valutazione nell'ambito dell'esame della congruità e condivisibilità del business plan presentato. Talvolta accade che, dopo l'executive summary, l'imprenditore presenti scenari di sviluppo con stime eccessivamente variabili da un caso all'altro. Pur considerando la forte rilevanza delle economie di apprendimento per le aziende in early stage, la presentazione di continue revisioni dei piani e degli scenari, spesso a distanza di poche settimane l'una dall'altra, invita l'investitore a una forte cautela sull'attendibilità delle stime e sui razionali alla loro base.

Mobilequip SpA

Nel settembre 2008 era stata presentata una proposta di investimento per una start-up operante nel comparto della produzione e distribuzione di device per il controllo della mobilità.

L'azienda aveva beneficiato in passato di contributi, in conto capitale e in conto interessi, per l'avvio delle attività di ricerca e sviluppo e aveva già iniziato una preliminare attività di commercializzazione.

L'iniziativa era stata ritenuta interessante per le competenze del management, per lo stadio di sviluppo, per le potenzialità del mercato e per l'ambizioso piano di sviluppo.

Tab. 10 – Mobilequip SpA – Conto economico e PFN

Mobilequip SpA - Conto economico e PFN (valori in milioni di euro)					
	2009	2010	2011	2012	2013
Ricavi di vendita prodotto A	1,8	6,5	15,1	26,4	39,2
Ricavi di vendita prodotto B	1,5	6,3	13,9	18,1	21,6
Ricavi totali	3,3	12,8	29,0	44,5	60,8
Consumi di materie prime e semilavorati	0,7	2,4	5,2	7,6	9,7
Servizi	0,8	2,9	6,1	8,9	11,6
Godimento di beni di terzi	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6
Oneri diversi di gestione	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4
Valore aggiunto	1,5	6,9	17,0	27,2	38,5
Costo del lavoro	1,1	1,5	2,6	3,6	4,3
Margine operativo lordo	0,4	5,4	14,4	23,7	34,3
Ammortamenti	2,1	3,5	4,7	5,3	5,9
Reddito operativo	-	1,7	9,7	18,4	28,4
Posizione finanziaria netta	4,9	7,1	9,6	13,2	9,5

Tab. 11 – Mobilequip SpA – Rendiconto finanziario

Mobilequip SpA - Rendiconto finanziario (valori in milioni di euro)					
	2009	2010	2011	2012	2013
Reddito operativo	- 1,7	1,9	9,7	18,4	28,4
Ammortamenti	2,1	3,5	4,7	5,3	5,9
Variazione capitale circolante operativo	1,0	1,6	1,1	0,5	0,8
<i>Variazione crediti verso clienti</i>	- 0,5	- 0,9	- 1,3	- 1,6	- 1,9
<i>Variazione altri crediti operativi</i>	- 0,1	- 0,3	- 0,5	- 0,6	- 0,7
<i>Variazione rimanenze</i>	- 0,1	- 0,3	- 0,6	- 0,8	- 0,9
<i>Variazione debiti verso fornitori</i>	1,6	2,9	3,2	2,0	2,0
<i>Variazione altri debiti operativi</i>	0,1	0,2	0,3	0,5	0,7
Variazione TFR	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4
Cash flow operativo corrente	1,5	7,1	15,6	23,5	33,8
Capex	-4,5	-7,9	-13,1	-19,4	-25,1
Cash flow operativo totale	- 3,0	0,8	2,5	4,1	8,7

Si provvede pertanto a richiedere integrazioni alle informazioni ricevute in merito al management, allo stadio di sviluppo dell'iniziativa, agli investimenti articolati per tipologia e per trimestre, alle linee di prodotti offerti, alle loro caratteristiche, alle politiche di vendita corrispondenti, ai canali distributivi, alla concorrenza e alla proprietà intellettuale. Inoltre, per quanto attiene più specificamente alle stime economico-finanziarie, si chiedono maggiori dettagli sul break-down del fatturato per prodotto e canale di vendita, sulla dinamica dei prezzi e dei volumi di vendita, sulle politiche di marketing articolate per prodotto e, infine, sulle ipotesi alla base dell'assorbimento del circolante.

Le informazioni fornite consentono di verificare i razionali del piano presentato dal proponente e di esaminarne le condizioni di sostenibilità economico-finanziaria e di mercato.

Le ipotesi principali presentate dal management sono le seguenti:

- il piano si basa fondamentalmente sullo sviluppo di due linee di business: A e B, considerate strettamente correlate in termini soprattutto di canale di vendita e di strategia commerciale. Il prodotto A, diversamente dal prodotto B, è ceduto in comodato d'uso gratuito con il pagamento di canoni annuali; pertanto, è necessario finanziarne la realizzazione, distribuzione e installazione con un pay-back period per ciascuna unità di almeno 24-30 mesi;
- la sostenibilità finanziaria dell'iniziativa è garantita dagli elevati livelli di vendita del prodotto B e dalla crescita a tassi decrescenti nella consegna di unità del prodotto A con il contestuale abbassamento dei costi vivi unitari per ciascuna installazione;
- l'intervento dell'investitore è pari a 5,2 €/mln.

Sulla base delle sensitivity e delle analisi effettuate, l'investor perviene a conclusioni che evidenziano perplessità sui seguenti aspetti:

- strategia commerciale e target del prodotto B;
- dinamica dell'andamento delle consegne del prodotto A;
- compatibilità delle politiche di investimento di un fondo di venture con un business del genere (altamente capital intensive) e, in particolare, con un'azienda come Mobilequip che, a differenza degli incumbent, non ha ancora un livello di unità installate tale da garantirle l'autofinanziamento della crescita e il contestuale aumento della penetrazione nel mercato nel rispetto della sostenibilità finanziaria.

Tab. 12 – Mobilequip SpA – Conto economico e PFN – revised scenario

Mobilequip SpA - Conto economico e PFN - revised scenario (valori in milioni di euro)					
	2009	2010	2011	2012	2013
Ricavi di vendita prodotto A	1,8	6,5	15,1	26,4	39,2
Ricavi di vendita prodotto B	0,3	0,8	3,5	4,5	5,0
Ricavi totali	2,1	7,3	18,6	30,9	44,2
Consumi di materie prime e semilavorati	0,4	1,4	3,3	5,3	7,1
Servizi	0,5	1,7	3,9	6,2	8,4
Godimento di beni di terzi	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6
Oneri diversi di gestione	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4
Valore aggiunto	0,9	3,7	10,6	18,7	27,7
Costo del lavoro	1,1	0,9	1,7	2,5	3,1
Margine operativo lordo	- 0,2	2,9	9,0	16,2	24,6
Ammortamenti	2,1	3,5	4,7	5,3	5,9
Reddito operativo	- 2,3	0,6	4,3	10,9	18,7
Posizione finanziaria netta	4,9	7,1	9,6	13,2	9,5

In particolare, la strategia commerciale del prodotto B appare non condivisibile: il target di tale prodotto, date le sue caratteristiche e il prezzo stimato (fino a 4 volte superiore a quello della concorrenza), è sostanzialmente diverso da quello del prodotto A. Per il prodotto B viene ritenuta più opportuna una strategia di posizionamento di nicchia con canali di vendita differenti (ovviamente, le previsioni di vendita sono più conservative).

Tab. 13 – Mobilequip SpA – Rendiconto finanziario

Mobilequip SpA - Rendiconto finanziario - revised scenario (valori in milioni di euro)						
	2009	2010	2011	2012	2013	
Reddito operativo	- 2,3	- 0,6	4,3	10,9	18,7	
Ammortamenti	2,1	3,5	4,7	5,3	5,9	
Variazione capitale circolante operativo	0,8	0,2	- 2,4	- 7,1	- 11,0	
<i>Variazione crediti verso clienti</i>	- 0,7	- 2,3	- 4,8	- 8,2	- 12,1	
<i>Variazione altri crediti operativi</i>	- 0,1	- 0,3	- 0,5	- 0,6	- 0,7	
<i>Variazione rimanenze</i>	- 0,1	- 0,3	- 0,6	- 0,8	- 0,9	
<i>Variazione debiti verso fornitori</i>	1,6	2,9	3,2	2,0	2,0	
<i>Variazione altri debiti operativi</i>	0,1	0,2	0,3	0,5	0,7	
Variazione TFR	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	
Cash flow operativo corrente	0,6	3,2	6,7	9,4	14,0	
Capex	-4,5	-7,9	-13,1	-19,4	-25,1	
Cash flow operativo totale	- 3,9	- 4,7	- 6,4	- 10,0	- 11,1	

Riguardo alla dinamica delle consegne del prodotto A, vengono effettuate simulazioni sulla loro quantificazione e articolazione temporale e sulle condizioni di pagamento dei clienti, da cui emerge quanto segue:

- se le vendite di A sono migliori rispetto alle ipotesi del management, soprattutto nei primi esercizi, l'azienda ha maggiori esigenze finanziarie nei primi anni (per sostenere i maggiori investimenti in consegne di unità, il cui pay-back è di 24-30 mesi) e, pertanto, sarebbero necessari ulteriori apporti dei soci storici ed eventualmente dell'investor, anche nell'eventuale ipotesi di parziale ricorso a capitale di debito;
- se, invece, le vendite sono lente nell'arco dell'intero piano oppure lente nei primi esercizi e poi considerevolmente crescenti dal terzo - quarto anno in poi, l'eventuale uscita del fondo (ipotizzando un holding period pari alla durata media attesa degli investimenti, quindi 4-5 anni) avverrebbe non nel periodo migliore per massimizzare il rendimento dell'investimento.

In altri termini, viene rilevata una sostanziale discrasia tra le esigenze di crescita dell'azienda e di incremento del suo grado di penetrazione nel mercato e l'esigenza di massimizzazione dell'IRR del fondo, nel rispetto delle condizioni della piena sostenibilità economico-finanziaria del piano.

Infine, vi è una significativa incidenza degli ammortamenti e una forte tensione finanziaria, a riprova, da un lato, del carattere capital intensive dei business in esame e, dall'altro, dell'esigenza di sostenere ingenti investimenti che appesantiscono la posizione debitoria. Come ulteriore elemento di rischiosità va aggiunto l'elevato tasso di competitività e di obsolescenza tecnologica che caratterizza il business, accrescendo l'incertezza di adeguati rendimenti.

In sintesi, il piano proposto dal management reggeva sulla presenza di ricavi dal prodotto accessorio e sull'assorbimento del circolante secondo ipotesi eccessivamente favorevoli; riducendo le vendite di tali prodotti in quanto su razionali non convincenti (nessun vantaggio competitivo sui prodotti accessori) e considerando ipotesi di circolante più attendibili, il piano non appare finanziariamente sostenibile, alla luce del modello di business. Anche in ipotesi di crescita del prodotto principale, si pongono esigenze crescenti di finanziamento, con possibilità di autosufficienza finanziaria secondo tempi non coerenti con le esigenze di way-out e di rendimento di un fondo di venture capital.

In conclusione, l'iniziativa, anche se interessante date le barriere all'entrata e l'attrattività del mercato, viene archiviata per mancanza della sostenibilità finanziaria e incoerenza dell'operazione con le esigenze di rendimento di un fondo di venture capital.

2.3.4 Valutazione e approcci valutativi

Accanto a una più puntuale e approfondita analisi delle capacità e caratteristiche del management e dell'imprenditore, dei punti di forza e debolezza dell'azienda target, e delle potenzialità del mercato di interesse, un peso importante nella fase in esame è assegnato agli aspetti finanziari e di rendimento dell'eventuale operazione: in particolare, attraverso la stima del valore pre-money, del valore in exit e della liquidabilità dell'investimento (tempistica del disinvestimento), si esamina il rendimento potenziale dell'operazione.

Nelle operazioni di venture capital il metodo di valutazione più frequentemente adottato dagli investitori è il *venture capital method*. Nella valutazione l'investor considera sempre l'anno presumibile di exit e il proprio rendimento obiettivo stimando il valore attualizzato della target all'epoca del potenziale investimento. In particolare, il *venture capital method* prevede la stima di un valore finale (terminal value) atteso (individuato attraverso l'utilizzo dei multipli di mercato o dei DCF) per l'impresa relativo al momento in cui si prevede possa realizzarsi il disinvestimento, che viene poi scontato a un tasso di attualizzazione pari all'IRR obiettivo dell'investitore, in funzione del rischio associato allo specifico investimento. In questo modo, confrontando tale valore attuale (equity value pre-money della target) con l'investimento richiesto, l'investitore determina la quota percentuale di partecipazione acquisibile; quest'ultima, nell'ipotesi di rispetto degli obiettivi di piano e di way-out, gli consentirebbe di conseguire l'IRR obiettivo.

Infine, il *venture capital method* consente di stimare teoricamente (sulla base del pieno rispetto degli obiettivi di piano e a parità di multipli tra il closing e l'exit) in quale esercizio sarebbe più conveniente la way-out, verificando se un aumento dell'holding period³¹ è compensato o meno dalla crescita di valore dell'azienda in funzione delle sue performance economico-finanziarie.

³¹ L'holding period corrisponde al periodo nel quale ciascuna partecipazione è detenuta nel portafoglio di un fondo.

Per illustrare gli effetti dell'obiettivo di rendimento e dell'anno di exit sulla valutazione di un'azienda, si presentano i due seguenti scenari, che si differenziano per performance e valore della stessa nel 2015. Nei due scenari, che ipotizzano entrambi l'investimento di un fondo in due tranches di 0,3 €/mln e 0,5 €/mln rispettivamente nel marzo e nel settembre 2011, vengono presentati i diversi valori di equity pre-money articolandoli in corrispondenza di quattro valori di IRR obiettivo e due epoche di exit.

1. Scenario A

Tab. 14 – Risultati e terminal value dell'azienda

	1° anno	2° anno	3° anno	4° anno	5° anno
	2011	2012	2013	mar-14	mar-15
Ebitda (€/mln)				1,2	4,0
EV (€/mln)				6,0	20,0
PFN (€/mln)				0,5	-2,5
EqV (€/mln)				5,5	22,5

Tab. 15 – Equity value pre-money al variare dell'IRR e dell'epoca di exit

	exit nel marzo 2014				exit nel marzo 2015			
IRR atteso	40,0%	50,0%	60,0%	70,0%	40,0%	50,0%	60,0%	70,0%
Equity value pre-money (€/mln)	1,42	1,04	0,74	0,51	5,68	4,22	3,15	2,35
Equity value post-money (€/mln)	2,22	1,84	1,54	1,31	6,48	5,02	3,95	3,15
Partecipazione del fondo	36,1%	43,5%	51,9%	61,1%	12,3%	15,9%	20,3%	25,4%

2. Scenario B

Tab. 16 – Risultati e terminal value dell'azienda

	1° anno	2° anno	3° anno	4° anno	5° anno
	2011	2012	2013	mar-14	mar-15
Ebitda (€/mln)				1,2	1,7
EV (€/mln)				6,0	8,5
PFN (€/mln)				0,5	0,1
EqV (€/mln)				5,5	8,4

Tab. 17 – Equity value pre-money al variare dell'IRR e dell'epoca di exit

	exit nel marzo 2014				exit nel marzo 2015			
IRR atteso	40,0%	50,0%	60,0%	70,0%	40,0%	50,0%	60,0%	70,0%
Equity value pre-money (€/mln)	1,42	1,04	0,74	0,51	1,62	1,07	0,67	0,38
Equity value post-money (€/mln)	2,22	1,84	1,54	1,31	2,42	1,87	1,47	1,18
Partecipazione del fondo	36,1%	43,5%	51,9%	61,1%	33,1%	42,7%	54,3%	68,0%

Lo scenario A presenta, rispetto al B, una crescita molto più sostenuta dei risultati attesi dell'azienda nel 2015. Nell'ipotesi che si considerino come date le stime dello scenario A e si definisca un IRR obiettivo del 60% con exit al marzo 2015, l'investor avrebbe al closing una partecipazione del 20,3% (tabella 15) corrispondente a un equity value pre-money pari a 3,15 €/mln; tuttavia, se si realizzano le previsioni di performance economico-finanziaria dello scenario B, una partecipazione del 20,3% è di gran lunga inferiore alla misura (54,3%) che garantirebbe l'IRR obiettivo del 60% (tabella 17); facendo gli opportuni calcoli, la partecipazione del 20,3% garantirebbe un IRR pari al 22,7%.

Da quanto illustrato emergono due considerazioni:

- la riprova della criticità della crescita dei risultati aziendali per il rendimento dell'investor;
- la necessità di un approccio prudentiale da parte dell'investitore nella valutazione di ogni target in operazioni di venture capital, data la fortissima variabilità attesa dei risultati e l'assenza di basi storiche di confronto. Qualora poi l'azienda registri performance decisamente superiori di quelle considerate dall'investor alla base della sua valutazione, la definizione di meccanismi di incentivazione, anche aggressivi, dà la possibilità a quest'ultimo di riconoscere all'imprenditore e al management³² una parte del maggior valore creato.

³² Per maggiori dettagli sul funzionamento dei meccanismi di incentivazione si rinvia al paragrafo "Negoziazione".

In generale, la valutazione elaborata nella fase di analisi è il valore massimo attribuibile all'azienda target, affinché l'investitore possa conseguire il proprio rendimento obiettivo, nell'ipotesi di rispetto del piano di sviluppo e di exit nei tempi preventivati. Diverso è invece il prezzo al quale sarà conclusa la trattativa con l'imprenditore, che dipende da una serie molteplici di fattori, anche qualitativi. Come sarà evidenziato di seguito³³, uno degli errori dell'investor nella valutazione può essere rappresentato dalla fretta di concludere le operazioni e dal farsi trascinare dalle mode; le operazioni vanno valutate sempre considerando scenari alternativi, di stress e riconducendo ogni analisi al confronto tra, da un lato, i valori ipotizzabili di equity al closing e in exit e, dall'altro, i risultati economici prospettici dell'azienda³⁴. L'esperienza delle valutazioni delle imprese high-tech durante la bolla di Internet, non di rado basate su razionali e modalità non condivisibili, lo conferma.

Par. 2.4 – La negoziazione

2.4.1 Aspetti definitivi e contenuto

Nell'ipotesi in cui la fase di analisi si traduca in un giudizio positivo in merito alla convenienza a effettuare l'operazione, le parti iniziano formalmente la trattativa volta a definire le condizioni e i termini dell'operazione. In caso di esito positivo, la negoziazione conduce alla firma di una lettera di intenti (LoI), nella quale vengono affrontati i principali aspetti dell'operazione, che saranno poi disciplinati più approfonditamente nel contratto di investimento, stipulato dopo la conclusione della fase di due diligence.

In particolare, pur potendo prevedere diversi gradi d'impegno e di vincolo tra le parti (pienamente vincolante, totalmente non vincolante, vincolante solo per talune clausole del contratto d'investimento di cui è la premessa), la lettera d'intenti è sostanzialmente una forma di pre-contratto in cui vengono definiti i più importanti aspetti economici, legali e societari che dovranno essere ripresi e rielaborati in dettaglio nel contratto di investimento. La lettera d'intenti condiziona la firma degli accordi definitivi a una serie di accertamenti, aventi natura sia formale sia sostanziale, che fanno parte delle analisi e delle verifiche (due diligence da closing) condotte dall'investitore tipicamente con il concorso di specialisti esterni alla sua organizzazione (consulenti brevettuali, di marketing, revisori contabili ecc.).

Gli aspetti principali oggetto di negoziazione e, di conseguenza, del contenuto tipico di una LoI, sono i seguenti:

- valore dell'azienda e prezzo della quota per il fondo;
- misura dell'intervento dell'investitore e misura corrispondente della sua partecipazione;
- tipo di partecipazione e forma tecnica della stessa;
- modalità, tempistica ed eventuali condizioni sospensive dei versamenti del fondo;
- eventuale trasformazione della forma societaria;
- eventuale costituzione di una *newco* (*new company*) in cui finalizzare l'apporto del fondo;
- piano di incentivazione per i soci e per i manager;
- corporate governance, rappresentanza negli organi societari, materie riservate, nomina della società di revisione e di eventuali manager da inserire in azienda;
- preferenze in merito alle modalità di way-out e clausole per favorire la dismissione della partecipazione del fondo (quali drag-along³⁵ e tag-along³⁶);

³³ Si veda il paragrafo "Negoziazione" per approfondimenti.

³⁴ In operazioni di private equity, naturalmente, nel confronto tra, da un lato, i valori ipotizzabili di equity al closing e in exit e, dall'altro, i risultati economici dell'azienda, accanto ai risultati prospettici si considerando anche quelli attuali.

³⁵ Per drag along option (diritto di trascinamento) si intende il diritto dell'investitore di obbligare gli altri soci alla vendita delle loro quote e, quindi, del controllo dell'impresa, generalmente in presenza di un'offerta di acquisto da

- patti di non concorrenza³⁷.

Per manifestare l'interesse delle parti si fa spesso ricorso ad accordi di esclusiva reciproca. È opportuno richiederla quando lo stato dell'analisi ha portato a un forte convincimento di concludere l'operazione per entrambe le parti: l'investor ritiene che l'azienda sia un target ideale e l'imprenditore ritiene, a sua volta, che il primo possa essere il partner giusto. È chiaro che si potrebbe non addivenire al closing per divergenze sulla struttura dell'operazione, sul prezzo, per questioni emerse durante la due diligence, ma va valutato opportunamente il momento in cui si concede l'esclusiva. Essa non vincola generalmente l'investor alla realizzazione dell'operazione; tuttavia, l'abbandono delle trattative da parte sua, per motivi sostanzialmente emergenti anche durante la fase precedente, ne penalizza l'immagine facendo apparire la richiesta di esclusiva una tecnica per sgombrare il campo da eventuali concorrenti senza tuttavia aver ancora maturato una meditata e approfondita decisione di investimento.

Va comunque segnalato che in mercati poco maturi e sviluppati, con la presenza di pochi operatori, l'esclusiva è sostanzialmente inutile quando si ha una ragionevole certezza di essere gli unici su un deal. Quando invece su un deal sono presenti numerosi fondi, ci si trova in una situazione equiparabile a "un mercato del venditore" ed è verosimile che il closing avvenga a un prezzo alto; in questo caso, l'eventuale esclusiva viene concessa dall'imprenditore solo dopo aver valutato le varie offerte degli investor interessati.

Più in generale, la negoziazione è un insieme di transazioni attraverso cui due o più attori pervengono a una decisione congiunta in merito a uno o più problemi la cui soluzione rappresenta un fine comune, ma rispetto a cui essi posseggono obiettivi, interessi, preferenze e punti di vista almeno in parte divergenti. Il punto che evidenzia maggiormente la presenza di interessi opposti e divergenti è la valutazione: i soci dell'azienda sono infatti interessati alla più alta valutazione ottenibile per ridurre la diluizione della quota di controllo, mentre l'investitore è interessato alla minore valutazione possibile per massimizzare, ceteris paribus, il rendimento dell'investimento. Come sarà illustrato in seguito, i punti di disaccordo sono molteplici e vi sono opportune tecniche e condizioni per superarli.

Uno degli scopi della negoziazione può essere di massimizzare il proprio beneficio indipendentemente da quello della controparte, ma in generale il corretto comportamento negoziale è contraddistinto dall'obiettivo della mediazione come punto di equilibrio tra obiettivi diversi, cercando di aggregare consensi anziché di stimolare dissensi. Un affare si fa sempre in due; in altri termini, le trattative possono portare al closing solo se le soluzioni sono soddisfacenti per ogni parte coinvolta.

Possono essere identificate due distinte tipologie di negoziazione:

1. negoziazione distributiva;
2. negoziazione integrativa.

La negoziazione distributiva si ha quando c'è da ripartire una risorsa limitata rispetto alla quale i negoziatori hanno obiettivi decisamente contrapposti: si fa riferimento, in questi casi, alla logica del "gioco a somma zero" (quello che uno guadagna corrisponde esattamente a quello che l'altro perde). Se la negoziazione tra l'investor e l'imprenditore si basa solo sul prezzo al closing, è un gioco a somma zero: il vantaggio per l'investor di pagare un prezzo più basso è neutralizzato dalla perdita corrispondente dell'imprenditore.

parte di terzi o qualora le previste, alternative modalità di disinvestimento non siano state perseguibili da parte dell'investitore entro un termine concordato.

³⁶ Per tag along option (diritto di covendita) si intende il diritto dell'investitore di partecipare pro-quota alla vendita, nel caso in cui gli altri soci decidano di cedere la loro partecipazione nell'impresa.

³⁷ Al contenuto indicato per la LOI, nelle operazioni di private equity si aggiunge la tipologia dell'operazione.

La negoziazione integrativa si ha, invece, quando le parti coinvolte vanno alla ricerca di una mediazione che possa rappresentare un vantaggio per entrambe. In questo caso il gioco non è più a somma zero, ma “a somma variabile”, poiché gli interessi coinvolti sono molteplici e il grado di soddisfazione di entrambi è dato dalle possibili differenti priorità. Una corretta trattativa richiede riconoscimento degli interessi della controparte, legittimazione, fiducia e rispetto. In una negoziazione ci sono contemporaneamente obiettivi relativi al contenuto (oggetto del contendere) e obiettivi relazionali, che spesso si pongono a un livello superiore rispetto alla soddisfazione dell’interesse immediato e contingente. Un’operazione di private equity e venture capital non è un’operazione di breve durata o limitata a un’unica e immediata azione; dà luogo alla costituzione di un rapporto tra soci, di durata generalmente non inferiore a 3-4 anni. Se si perviene al closing con una parte fortemente insoddisfatta per le sue condizioni, non si pongono le giuste premesse per il monitoraggio e il disinvestimento.

La durata della negoziazione dipende dalla distanza iniziale tra le parti sugli aspetti principali dell’operazione e dall’identificazione dei soggetti realmente decisori.

Riguardo al primo aspetto, bisogna distinguere i punti deal breaker da quelli di minore importanza. Spesso l’errore commesso da una parte è di intestardirsi su aspetti sostanzialmente irrilevanti solo per evitare di apparire deboli negozialmente. Un elemento importante è dimostrare che una determinata azione o variazione di una clausola, non prevista dalla controparte, va incontro a una sua specifica istanza; proporre soluzioni creative o semplicemente ignote alla controparte può favorire la conclusione positiva delle trattative. Tra l’altro, l’interesse delle parti dovrebbe essere sulle condizioni complessive dell’operazione e del rapporto, non solo sul prezzo; ad esempio, l’imprenditore dovrebbe scegliere il suo interlocutore non solo sulla base del prezzo il cui peso, nell’ambito dell’intero processo negoziale, dovrebbe ridursi a favore della struttura complessiva dell’operazione e delle competenze/capacità dell’investor nella creazione di valore per l’azienda.

La distanza negoziale tra le parti può essere correlata anche alla presenza di più concorrenti nella trattativa.

Infine, non vanno mai rinnegate le proprie affermazioni e posizioni categoriche: se si è comunicato che una data offerta o condizione è l’ultima o è immodificabile (in altri termini, determinate condizioni sono del tipo “*take or leave it*”), bisogna essere coerenti, altrimenti si allunga la durata della negoziazione e, soprattutto, si perde credibilità e potere negoziale, fornendo fondate aspettative alla controparte di poter alzare la posta migliorando le condizioni del closing a suo favore.

In merito all’identificazione dei soggetti realmente decisori, in operazioni aventi a oggetto aziende familiari alla seconda o terza generazione o aziende con numerosi soci (le due situazioni spesso coincidono), bisogna evitare di negoziare ogni volta con ciascun socio come se ognuno di essi sia una singola controparte. Fatalmente e generalmente, negoziazioni di questo tipo portano a un logoramento dei rapporti e all’abbandono del deal. In altri termini, bisogna condurre le trattative con chi è realmente in grado di decidere, al fine di assicurarne un efficiente ed efficace svolgimento, sia nel caso di closing sia in quello di abbandono. Uno degli errori dell’investitore può essere, appunto, quello di non identificare in tempi brevi il soggetto principale delle trattative nella controparte; se, infatti, non è chiaro fin dalle prime fasi chi è il soggetto decisore, si corre concretamente il rischio di un abbandono del deal in fase di stipula della Lol, dopo aver impiegato risorse, tempo e capitali nell’analisi del deal.

Inoltre, quanto più tempo dura la negoziazione tanto più si rende necessario inserire clausole particolari e complicare la struttura dell’operazione; come accennato, le modalità con cui si conducono e concludono le trattative influenzano la costruzione del rapporto tra l’investor e l’imprenditore condizionando il monitoraggio della partecipata. Se, ad esempio, per portare a

termine l'operazione, si inseriscono numerose modalità di controllo e limiti all'operatività, o si cerca di puntualizzare eccessivamente la definizione delle grandezze di riferimento per la valutazione, per limitare il potenziale di opportunismo dell'imprenditore (in particolare in operazioni in cui la prima modalità di way-out condivisa è il buy-back), si rende problematica l'attività di monitoraggio della partecipata. Si fa riferimento, nello specifico, a situazioni in cui è possibile alterare l'enterprise value e l'equity value di un'azienda, di riferimento per il riconoscimento di incentivi o per l'exit, attraverso la variazione non fisiologica delle dilazioni con i clienti e con i fornitori o lo spostamento di fatturato e margine operativo da un esercizio all'altro; tali eventualità sono tanto più probabili nelle operazioni in cui si è data priorità al buy-back nella way out.

D'altronde, nonostante tutte le forme di controllo prevedibili, l'imprenditore ha sempre il dominio (e una maggiore tempestività) delle informazioni sulla sua azienda rispetto all'investor. Come sarà evidenziato nel paragrafo sul disinvestimento, il maggior potenziale di free riding dell'imprenditore, connesso a interessi che all'approssimarsi dell'exit divengono sempre più divergenti rispetto a quelli del fondo, spinge l'investitore a considerare meno preferibile tale modalità di way-out.

L'investor commette talvolta l'errore di dimenticare che ha sempre l'alternativa di abbandonare il deal, ma spesso la valutazione dei costi già sostenuti e delle risorse impiegate, la mancanza di alternative di investimento giudicate altrettanto valide, la fretta nel dover concludere le operazioni, crescente all'avvicinarsi della scadenza dell'investment period, fanno proseguire la negoziazione su scenari e modalità di struttura dell'operazione diversi non di poco da quanto originariamente previsto e definito. In effetti, se l'investor ritiene che l'imprenditore non sia sufficientemente onesto e trasparente e si rendono necessarie eccessive forme di controllo per concludere l'operazione, non va escluso che la scelta più conveniente per l'investor sia di abbandonare il deal; uno dei principali errori da evitare è concludere operazioni con soci non onesti.

Infine, assume importanza il momento nel quale avviene la trattativa, in relazione all'economia del fondo e a quella dell'azienda e dell'imprenditore; esso condiziona il potere negoziale delle parti, la durata complessiva della negoziazione e il contenuto stesso dell'eventuale accordo di investimento. In generale, chi ha maggiore fretta accetta condizioni peggiori rispetto a quelle originarie e alle sue preferenze.

Di seguito si esaminano i più frequenti motivi di abbandono dei deal ed errori delle parti durante la fase della negoziazione, e le tecniche e modalità per superare le principali divergenze tra l'imprenditore e l'investitore.

2.4.2 Motivi di archiviazione delle proposte di investimento

I principali deal breaker nella negoziazione in operazioni di venture capital sono riconducibili a disaccordi sui seguenti aspetti:

- prezzo/valutazione dell'equity value pre-money;
- corporate governance;
- tipologia e tempistica di way-out e clausole per lo smobilizzo della partecipazione del fondo.

In sede negoziale rilevano anche motivazioni legate al management e all'imprenditore; in particolare, oltre alle loro esperienze e capacità, già valutate durante le fasi di screening e analisi, assumono un peso significativo i fattori legati, da un lato, alla loro personalità e onestà e, dall'altro, alla compatibilità ed empatia tra le parti; infine, si esamina approfonditamente il commitment (in termini di capitali e tempo) dell'imprenditore e del management nell'iniziativa, indice segnaletico del grado di fiducia da parte loro nell'iniziativa. Talvolta, un errore dei

proponenti è di ipotizzare un commitment basso e/o compensi fissi molto elevati per la loro attività nell'azienda; l'investitore (soprattutto nelle operazioni di early stage), invece, preferisce legare una quota rilevante dei loro compensi alla creazione di valore per l'azienda (compensi variabili) e avere un commitment pieno da parte delle figure fondamentali per la gestione dell'impresa, per le quali vengono previsti di solito patti di esclusività, oltre agli accordi di non concorrenza. L'investor, in altri termini, richiede soci e manager motivati al successo dell'iniziativa; commetterebbe un errore qualora una parte rilevante del suo apporto, soprattutto in operazioni di venture capital, sia assorbita da compensi fissi dei proponenti; evidentemente, l'introduzione di un meccanismo di compensi variabili in funzione dei risultati aziendali riduce la perdita di capitale nell'ipotesi di insuccesso dell'iniziativa.

Come già indicato, una delle principali e più frequenti divergenze in sede di trattativa ha per oggetto l'equity value pre-money, il valore assegnato all'azienda prima dell'ingresso dell'investor nel capitale e, di conseguenza, la misura della sua partecipazione. Il mancato accordo, come illustrato nel seguente case study, può essere ricondotto alla presenza di più operatori concorrenti.

Adv Srl

Nel precedente paragrafo si sono illustrati gli elementi alla base della motivazione di proseguire l'analisi della proposta di investimento in Adv Srl.

L'investitore, completata la sua fase di analisi e valutazione, comunica le proprie posizioni in merito alla struttura complessiva dell'operazione, in particolare per quanto attiene al prezzo, ai meccanismi di incentivazione, al coinvolgimento di ulteriori partner, alla rappresentanza negli organi societari e alle priorità di way-out.

I fondatori di Adv, che avevano ricevuto una proposta anche da un altro fondo, con una politica più aggressiva anche per effetto di una scadenza più prossima del proprio investment period, rifiutano l'offerta dell'investitore.

2.4.3 Modalità di superamento delle divergenze

Vi sono alcune tecniche che vengono adottate dagli investor per superare le divergenze di prezzo; alcune, in particolare, sono finalizzate a ridurre l'importanza assegnata alla variabile prezzo nell'ambito della complessiva fase di negoziazione con l'imprenditore, sulla base della conoscenza degli effettivi *desiderata* di ogni parte coinvolta.

Nella pratica delle operazioni di venture capital (e di private equity) il valore assegnato a un'azienda è influenzato da una molteplicità di fattori, quali:

- la tipologia di operatori coinvolti (investitori finanziari o industriali);
- i loro obiettivi di rendimento;
- le competenze ed esperienze degli stessi nel settore di riferimento (elemento che porta a una diversa valutazione degli eventuali punti di forza e debolezza del target);
- eventuali contingenze che influenzano il potere negoziale di ogni operatore (un fondo che abbia necessità di effettuare operazioni ha un approccio più aggressivo rispetto a un fondo per il quale la singola operazione ha minore importanza nell'ambito della sua politica di asset allocation).

Nella valutazione sono presenti numerosi elementi discrezionali, la cui determinazione da parte di soggetti diversi, basata su ipotesi differenti in ordine ai loro valori e alla loro dinamica, conduce a valori diversi, ovviamente sempre nel rispetto di approcci razionali e credibili.

Anche nella valutazione la considerazione del fattore tempo è di importanza cruciale: in effetti, il valore stimato per una data iniziativa, nel caso di seed e start up, tiene conto del tempo di avvio della sua operatività. Ipotizzare un avvio dell'iniziativa con un ritardo di alcuni mesi o prolungare

l'intero processo di esecuzione dell'operazione di investimento può significare non tanto realizzare un closing in ritardo rispetto al timing originario, ma addirittura non farlo affatto o comprometterne fortemente le possibilità di successo, data l'importanza della velocità di execution in operazioni di early stage. Per tale motivo, dunque, la valutazione nei casi prospettati non può prescindere dall'epoca in cui viene stimata.

Più in generale, alla luce delle grandezze economiche (riassunte di seguito) che influenzano il valore di un'azienda, in sede negoziale possono essere adottate opportune soluzioni volte a superare le divergenze di prezzo agendo su ciascuno di tali elementi³⁸:

- ammontare e distribuzione temporale dei flussi di cassa attesi;
- rischiosità di tali flussi, associata alla loro più o meno alta probabilità di manifestarsi;
- durata dell'investimento;
- valore in exit dell'azienda.

Tali soluzioni consentono di trasformare sostanzialmente la variabile prezzo in un aspetto di natura contrattuale e riflettono l'adozione di un approccio collaborativo orientato alla definizione di un valore condiviso dell'azienda, in una situazione caratterizzata dalla presenza di interessi opposti tra la proprietà (interessata alla più alta valutazione ottenibile) e il fondo (interessato alla minore valutazione possibile per massimizzare il rendimento dell'investimento).

Una delle soluzioni più frequenti, per ridurre o addirittura eliminare le divergenze sul prezzo da parte dell'investor e dell'imprenditore riconducibili agli elementi suindicati, è rappresentata dall'introduzione di meccanismi di earn-out, formula attraverso la quale parte del pagamento del prezzo di acquisto di un'impresa o di una quota di essa viene vincolata al verificarsi di determinate condizioni economiche, finanziarie o patrimoniali future; l'effetto di tali meccanismi è di rimandare la stima effettiva dell'equity value pre-money a un momento successivo al closing, talvolta addirittura in sede di way-out. Ciò consente di pervenire alla determinazione del valore economico del capitale aziendale con maggiore certezza sull'ampiezza e sulla distribuzione dei flussi di cassa, nonché, nell'ipotesi di riconoscimento parziale o integrale del maggior valore in sede di disinvestimento, sul rendimento realizzato dall'investor.

Tale soluzione è tipica delle operazioni di venture capital per le quali non vi è alcuna possibilità di basarsi sui risultati passati per prevedere i flussi futuri e per stimare, di conseguenza, l'equity value pre-money dell'azienda³⁹. Così operando, si lega il valore riconosciuto dall'investor all'effettiva capacità dell'impresa di realizzare gli obiettivi indicati nel business plan, assunto alla base della valutazione. L'adozione di tale meccanismo è anche un modo per verificare la fiducia e confidenza dell'imprenditore e del management negli obiettivi presentati; se essi non accettano tale meccanismo, significa che sostanzialmente non hanno fiducia nel piano presentato, che è quindi fondamentalmente un semplice esercizio numerico.

Di seguito viene illustrato il meccanismo di funzionamento dell'exit ratchet, che è una modalità di incentivazione per l'imprenditore che gli permette, in sede di disinvestimento congiunto, di ottenere una parte dei proventi derivanti dalla cessione della partecipazione dell'investitore.

³⁸ M. Carloti, *Tecniche di private equity*.

³⁹ La soluzione indicata è frequente anche nelle operazioni di private equity aventi a oggetto aziende con risultati attesi sensibilmente diversi e maggiori rispetto a quelli storici. In siffatti casi si può fare ricorso al closing anche a obbligazioni convertibili con un meccanismo di aggiustamento prezzo.

Nell'ipotesi esaminata, l'exit ratchet è correlato al raggiungimento di un determinato IRR dell'investitore a seconda dell'equity value in sede di way-out e si basa su tre scenari differenti (tabelle 18, 19 e 20) in merito all'articolazione della dinamica della quantificazione dell'exit ratchet (con una crescita lineare o esponenziale).

Le ipotesi comuni ai tre scenari sono:

- investimento del fondo: 1,5 milioni di euro;
- equity value pre-money riconosciuto al closing: 1,0 milioni di euro;
- quota del fondo al closing: 60%;
- quota dei soci originari al closing: 40%.

Tab. 18 – Scenario A

Exit ratchet ed equity value pre-money effettivo - ipotesi A			
Equity value in exit (€/mln)	Exit ratchet (€/mln)	Quota di capitale equivalente dei soci originari	Equity value pre money equivalente (€/mln)
10,0	0,00	40,0%	1,00
11,0	0,10	40,9%	1,04
12,0	0,20	41,7%	1,07
13,0	0,30	42,3%	1,10
14,0	0,40	42,9%	1,13
15,0	0,50	43,3%	1,15
16,0	0,60	43,8%	1,17
17,0	0,70	44,1%	1,18
18,0	0,80	44,4%	1,20
19,0	0,90	44,7%	1,21
20,0	1,00	45,0%	1,23

Tab. 19 – Scenario B

Exit ratchet ed equity value pre-money effettivo - ipotesi B			
Equity value in exit (€/mln)	Exit ratchet (€/mln)	Quota di capitale equivalente dei soci originari	Equity value pre money equivalente (€/mln)
10,0	0,00	40,0%	1,00
11,0	0,10	40,9%	1,04
12,0	0,20	41,7%	1,07
13,0	0,35	42,7%	1,12
14,0	0,50	43,6%	1,16
15,0	0,70	44,7%	1,21
16,0	0,90	45,6%	1,26
17,0	1,15	46,8%	1,32
18,0	1,40	47,8%	1,37
19,0	1,70	48,9%	1,44
20,0	2,00	50,0%	1,50

Tab. 20 – Scenario C

Exit ratchet ed equity value pre-money effettivo - ipotesi C			
Equity value in exit (€/mln)	Exit ratchet (€/mln)	Quota di capitale equivalente dei soci originari	Equity value pre money equivalente (€/mln)
10,0	0,00	40,0%	1,00
11,0	0,10	40,9%	1,04
12,0	0,25	42,1%	1,09
13,0	0,45	43,5%	1,15
14,0	0,70	45,0%	1,23
15,0	1,00	46,7%	1,31
16,0	1,35	48,4%	1,41
17,0	1,75	50,3%	1,52
18,0	2,20	52,2%	1,64
19,0	2,70	54,2%	1,78
20,0	3,25	56,3%	1,93

Come si può osservare dalle precedenti tabelle, l'effetto dell'exit ratchet è di incrementare (ex post) l'equity value pre-money effettivamente riconosciuto dall'investor ai soci originari dell'azienda. In particolare, un valore dell'equity in exit pari a 20 milioni di euro consente a tali soci di vedersi riconosciuta, a seconda dello scenario considerato, una maggiore valutazione del 23%, 50% o 93%, equivalente a potenziali maggiori quote pari rispettivamente a 5%, 10% o 16,3%.

L'articolazione della dinamica della quantificazione dell'exit ratchet dipende dall'accordo tra le parti e tiene conto degli obiettivi di IRR del Fondo e, quindi, è correlata all'anno di disinvestimento; talvolta viene inserito un *cap* all'importo dell'exit ratchet e, di conseguenza, al valore dell'equity value pre-money effettivamente riconosciuto ex post dall'investor.

I meccanismi di incentivazione illustrati, soprattutto se di dimensioni rilevanti, portano a una conclusione che potrebbe apparire addirittura provocatoria: la valutazione inizialmente riconosciuta in operazioni di venture può diventare solo indicativa e addirittura, sotto alcuni punti di vista, perdere teoricamente importanza, favorendo il superamento dell'empasse negoziale sulla valutazione dell'azienda. In effetti, se vi sono incrementi di azioni dei soci originari, attraverso varie modalità, quali la sottoscrizione di warrant o la retrocessione di azioni, significa che la valutazione dell'equity value pre-money riconosciuta ex post è maggiore di quella di riferimento al closing; del resto, se si lascia il controllo della gestione ai soci originari, anche nell'ipotesi che gli stessi non abbiano la maggioranza del capitale sociale, e gli si riconosce in exit potenzialmente (al raggiungimento degli obiettivi di piano e di rendimento condivisi con l'investor) la valutazione da essi richiesta, aumentano le possibilità di concludere positivamente la trattativa. Per tale motivo è necessario comprendere cosa interessi realmente all'imprenditore e definire una struttura dell'operazione in linea con i suoi *desiderata*, al di là di pregiudiziali negli schemi di comportamento e/o di luoghi comuni precostituiti, quali la coincidenza tra possesso della maggioranza del capitale e controllo della gestione (uno degli errori più frequenti dei proponenti è la confusione tra maggioranza del capitale e controllo della gestione aziendale), o la considerazione che non conservare la maggioranza del capitale al closing sia una dimostrazione di debolezza dell'imprenditore.

Così operando viene riconosciuta centralità al processo di creazione di valore per l'azienda e per l'investitore durante il monitoraggio e il disinvestimento.

I meccanismi di incentivazione descritti rappresentano, inoltre, un modo efficace per gestire le asimmetrie informative non solo in sede di analisi ma anche durante il monitoraggio; in quest'ultima fase, consentono anche di gestire il potenziale di free riding dell'imprenditore e del management, motivati a creare valore per l'azienda e l'investitore per vedere riconosciuto un maggior valore di loro pertinenza.

Par. 2.5 – La Due diligence da closing

2.5.1 Definizione

Dopo la firma della Lol si dà avvio alle attività di due diligence, espressione inglese che si può tradurre "diligenza dovuta". Nella sua accezione più propria, per due diligence si intende la due diligence da closing (o final due diligence), l'insieme di analisi e verifiche effettuate dall'investitore attraverso il ricorso a consulenti e professionisti esterni (legali, fiscalisti, commercialisti, società di revisione, tributaristi, consulenti industriali, giuslavoristici, brevettuali o ambientali) prima del closing dell'operazione di investimento, la cui esecuzione, in effetti, è condizionata proprio all'esito e alle risultanze della due diligence.

Anche se l'ipotesi più frequente è che le attività di due diligence vengano effettuate prima del closing, non è da escludere il ricorso ad analoghe verifiche e analisi dopo l'esecuzione del contratto; in particolare, la due diligence post closing è prevista nelle ipotesi in cui il pagamento del corrispettivo per l'ingresso dell'investitore non avvenga in un'unica soluzione al closing, ma in più tranche, come tipicamente avviene nelle operazioni con aziende in early stage.

Nelle operazioni di venture capital la due diligence ha per oggetto, principalmente, verifiche brevettuali e sullo stadio di sviluppo (prototipazione, industrializzazione ecc.), mentre scarso peso

assumono le verifiche sugli altri aspetti, quali quelli contabili, fiscali, giuslavoristici e ambientali. In particolare, possono emergere problemi in merito alla tutela brevettuale; addirittura, non è raro riscontrare un'errata formulazione della domanda di brevetto da parte dei proponenti (ipotesi frequente quando questi ultimi non si sono rivolti a consulenti specializzati per la verifica di anteriorità e la presentazione della domanda), brevetti con area geografica limitata (ciò implica una limitazione considerevole del mercato potenziale dell'iniziativa) o, nell'ipotesi di domanda di brevetto non ancora presentata, la presenza di brevetti concorrenti che, pertanto, riducono drasticamente il valore dell'iniziativa target. Analogamente, può emergere l'assenza di certificazioni⁴⁰ (o la presenza di ostacoli per l'ottenimento) per l'esercizio dell'attività d'impresa; la presenza di ostacoli al loro ottenimento, comportando l'allungamento dei tempi di avvio dell'iniziativa, può avere lo stesso risultato dell'assenza, soprattutto in operazioni di early stage in cui la velocità di execution è fondamentale.

Di solito, pertanto, nelle operazioni di venture capital le attività di due diligence hanno una durata sensibilmente inferiore rispetto a operazioni di private equity, nelle quali la due diligence ha un'estensione e una profondità significativamente maggiori; anzi, talvolta la due diligence è assente, come accade per start-up non ancora costituite, la cui costituzione avviene in prossimità del closing, prima del quale sono allo stadio di puri progetti.

Per tale motivo, l'esame della fase in oggetto viene approfondito nel capitolo sul private equity.

Par. 2.6 – Il closing

2.6.1 Definizioni e contenuto tipico

Dopo aver raggiunto un accordo su tutti gli aspetti e la struttura complessiva dell'operazione, e aver completato le attività di due diligence, si passa al closing, che consiste nella chiusura formale dell'accordo. Le parti sottoscrivono l'Accordo di investimento e i Patti Parasociali⁴¹ (signing) e danno esecuzione al contratto (closing) con l'immissione dei capitali in azienda, l'acquisto della partecipazione da parte dell'investitore e le altre attività previste, quali la nomina degli amministratori.

Dal closing in poi l'investor e l'imprenditore sono soci della stessa iniziativa e collaborano per massimizzare la creazione di valore; in altri termini, mentre prima del closing gli interessi erano divergenti (a parità di altre condizioni l'investor cerca di pervenire a una stima più bassa dell'equity value dell'azienda, diversamente dall'imprenditore interessato a massimizzare il valore pre-money al fine di minimizzare la sua diluizione conseguente all'ingresso dell'investor nel capitale), dopo il signing e il closing gli interessi diventano convergenti sulla finalità di massimizzare la crescita di valore dell'azienda. Ciò è maggiormente vero nell'ipotesi in cui sin dall'inizio le due parti abbiano convenuto che la way-out sia un trade sale o la quotazione; diversamente, invece, nell'ipotesi di buy-back come prioritaria modalità di disinvestimento, nel qual caso bisogna adottare opportune azioni per contenere il maggior potenziale di free riding dell'imprenditore.

Nella realtà, a riprova di quanto detto in merito all'iteratività delle fasi, la predisposizione del contratto di investimento avviene durante lo svolgimento delle attività di due diligence in modo tale da consentire di abbreviare i tempi dell'operazione.

Gli elementi condivisi nella Lol e oggetto di trattativa vengono approfonditi nell'Accordo di investimento e nei Patti Parasociali, nei quali si disciplinano in modo più compiuto sia le condizioni

⁴⁰ In alcuni settori, quale ad esempio quello aeronautico, per l'esercizio delle attività di progettazione e produzione sono necessarie specifiche autorizzazioni.

⁴¹ Nel seguito del testo, per comodità di esposizione, l'Accordo di investimento e i Patti Parasociali vengono indicati complessivamente come "contratto" o "contratto di investimento".

di ingresso dell'investitore (Accordo) sia i rapporti (facoltà e impegni reciproci) tra i soci fino al disinvestimento (Patti Parasociali). Confermando quanto detto sulle connessioni tra le varie fasi di un'operazione, è necessario che la Lol contenga e chiarisca i più importanti elementi della trattativa, per evitare che, in caso contrario, durante la negoziazione dell'Accordo e dei Patti Parasociali possano emergere differenze inconciliabili con il conseguente abbandono del deal dopo aver effettuato le attività di due diligence. Nel contratto vengono chiariti e disciplinati puntualmente tutti i punti del rapporto, che nella Lol potrebbero essere stati trattati solo in modo generico; in particolare, anche se il contenuto del contratto si differenzia in relazione ai singoli casi concreti e alla tipologia di operazione di private equity o venture capital, si possono identificare alcune clausole che ne determinano una sorta di contenuto tipico (corporate governance e materie riservate, impegni di non concorrenza, representations and warranties, disciplina delle modalità di way-out, drag along e tag along, liquidation preference). Più in generale, nel contratto sono disciplinati i seguenti elementi:

- oggetto del contratto;
- prezzo, modalità di pagamento ed eventuali condizioni, correlate a milestone di risultati o ad attività dei soci storici ecc;
- struttura dell'operazione. In particolare la partecipazione al capitale di rischio da parte dell'investitore istituzionale si può attuare tecnicamente mediante l'acquisizione di:
 - azioni ordinarie (pieno diritto di voto);
 - azioni privilegiate (non danno diritto di voto ma sono privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società);
 - obbligazioni convertibili (danno la facoltà di rimanere creditore della società emittente, con lo status di obbligazionista, e di incassare interessi o di convertire le obbligazioni in azioni ordinarie o privilegiate);
 - obbligazioni cum warrant (si caratterizzano per la presenza insieme al titolo principale, l'obbligazione, di un warrant e in virtù di tale diritto accessorio danno al sottoscrittore la possibilità, a una scadenza o in un periodo prefissato, di sottoscrivere o acquistare, a condizioni predeterminate, titoli obbligazionari e/o azionari della medesima o di un'altra società);
- representations and warranties (Rep & Warranties), con obblighi di indennizzo a carico dei soci venditori. Il contratto presenta sempre una parte relativa alle garanzie (representations and warranties) che i soci originari (venditori) forniscono all'investitore (acquirente) sulla situazione attuale dell'azienda e sui suoi rapporti passati. Eventuali problematiche ambientali (ad esempio, l'uso negli anni precedenti di amianto nei processi produttivi), contenziosi tributari su imposte degli esercizi precedenti o risarcimenti per cause di lavoro, sono alcune delle casistiche che richiedono opportune garanzie all'investitore e che possono anche comportare una modifica del prezzo di ingresso. In generale, vengono previsti cap e franchigie per il venditore ai fini della quantificazione dell'eventuale danno oggetto di risarcimento. In sintesi, l'investor vuole essere responsabile di ciò che avviene dal suo ingresso nella target in poi e quindi il suo IRR non può essere influenzato da situazioni pregresse, quali quelle appena evidenziate. Anche in tale ambito emerge l'importanza fondamentale di soci onesti e trasparenti;
- impegni di non concorrenza e di eventuale esclusività dell'attività di alcuni soci/manager;
- gestione dalla data di sottoscrizione del contratto alla data di esecuzione;
- corporate governance: rappresentatività nel consiglio di amministrazione, presenza nel collegio sindacale, definizione di materie assembleari e consiliari riservate su cui deliberare con il parere favorevole del rappresentante dell'investitore, situazioni di stallo (mancata

assunzione di delibere per una o più volte). In generale, il veto dell'investitore è su decisioni aventi a oggetto deviazioni dal business plan e attività previste nel business plan ma di valore superiore a un certo importo;

- eventuale facoltà dell'investitore di inserire controller o altre figure nella gestione, a seconda delle esigenze aziendali. Come già osservato, l'ingresso di un fondo nel capitale di un'azienda la obbliga ad adottare una governance trasparente e al rafforzamento dell'organizzazione e dei sistemi di controllo della gestione;
- clausole a salvaguardia del valore dell'investimento del fondo. Con queste clausole l'investitore ricerca una protezione, almeno parziale del valore del proprio investimento, trasferendo sull'imprenditore parte del rischio del mancato raggiungimento di determinati target concordati; si fa riferimento in particolare ai già citati meccanismi di aggiustamento prezzo, che prevedono la possibilità di rivedere a posteriori il prezzo d'ingresso in base ai risultati effettivamente conseguiti dall'azienda con la clausola in base alla quale, nell'ipotesi di scostamenti eccessivi, i soci storici sono tenuti a cedere a titolo gratuito parte delle loro azioni⁴²;
- meccanismi di earn out, di exit ratchet, piani di stock option. Diversamente dalle situazioni precedentemente indicate, in altre circostanze si può condividere una valutazione più bassa al closing, per poi consentire incrementi di partecipazioni ai soci proponenti al verificarsi di determinate condizioni. Possono essere previsti meccanismi di exit ratchet al raggiungimento di un determinato IRR del fondo; inoltre, possono essere condivisi piani di incentivazione con maggiori compensi per i soci-manager e stock option;
- obbligo di certificazione del bilancio da parte di primaria società di revisione contabile;
- limiti al trasferimento delle partecipazioni. Possono essere previsti piani di lock-up per i soci originari⁴³, clausole di prelazione e gradimento per l'ingresso di nuovi soci, diritti di covendita. In particolare, va segnalata la presenza di clausole di drag along e di tag along, la cui disciplina varia a seconda dell'acquisizione da parte dell'investitore di partecipazioni di maggioranza o di minoranza, con l'inserimento, in quest'ultimo caso, dell'obbligo di vendere per l'investitore, nell'ipotesi di un'offerta di acquisto della totalità del capitale della target, solo se il prezzo di tale offerta gli consente di realizzare un determinato IRR;
- modalità e priorità di way-out. Vengono inserite clausole che facilitano la cessione della partecipazione acquisita, al fine di tutelare l'investitore da uno dei maggiori fattori di criticità in un'operazione di private equity e venture capital: l'illiquidità dell'investimento, che va risolta entro la scadenza del fondo e richiede la condivisione con l'imprenditore delle potenziali vie di uscita;
- liquidation preference. Consiste nella preferenza, a favore dell'investor, del ricavato derivante dalla vendita della società o da un altro evento in sede di exit.

A chiusura del contratto vengono inserite clausole penali per la violazione dello stesso, la possibilità di risoluzione per inadempimento e una clausola arbitrale volta a dirimere eventuali controversie.

Riguardo al conferimento dei mezzi finanziari da parte dell'investor, una delle modalità principalmente adottate è lo stage financing (finanziamento per stadi), che consente di gestire più

⁴² In operazioni di expansion, soprattutto quando i risultati attesi dei primi anni di piano sono significativamente superiori a quelli dell'ultimo esercizio consuntivo, si può sottoscrivere un prestito obbligazionario convertibile (POC) definendo un valore di conversione che potrà essere rivisto in funzione dei risultati effettivamente realizzati dall'impresa.

⁴³ In base alla clausola di lock-up i soci originari si impegnano a non cedere le loro partecipazioni prima di una predeterminata scadenza.

efficacemente le asimmetrie informative, in sede sia di analisi e valutazione sia di monitoraggio, e i costi di agenzia, allineando gli interessi dell'imprenditore a quelli dell'investitore.

Nelle operazioni di venture capital gli accordi tra le parti non prevedono generalmente l'apporto dei mezzi finanziari in un'unica soluzione, ma in più tranche (stage financing), ciascuna delle quali correlata al raggiungimento da parte dell'imprenditore di determinati risultati obiettivo (milestones), a cui talvolta è condizionato anche il riconoscimento di meccanismi di incentivazione. Il venture capitalist non è comunque mai obbligato per l'importo complessivo, neanche nelle ipotesi in cui l'impresa effettivamente consegua i risultati programmati, ma conserva, a ogni stadio definito nel contratto, un'opzione in ordine alla prosecuzione del rapporto. La ripartizione dell'intero apporto in più stadi riduce l'esposizione del venture capitalist al rischio complessivo dell'operazione, dal momento che all'investitore viene data un'opzione all'abbandono del progetto a ogni nuovo stadio, senza aver investito al closing l'intero capitale richiesto; inoltre, il ricorso a parametri oggettivi a cui legare la decisione sulla prosecuzione dell'iniziativa può ridurre l'incertezza alla base delle scelte dell'investor e fornirgli un utile indicatore della probabilità di successo dell'impresa⁴⁴.

In sintesi, lo stage financing fornisce all'investitore uno strumento di monitoraggio sull'impresa finanziata, la cui frequenza dipende dal numero degli stadi di finanziamento individuati: ogni successivo stadio rappresenta un'occasione di verifica ex post della rispondenza dei risultati raggiunti a quelli programmati, che favorisce la riduzione delle asimmetrie informative nel corso del rapporto e la valutazione della correttezza dell'attività dell'imprenditore. Al tempo stesso, la minaccia implicita che l'investor esercita sull'impresa attraverso il diritto di abbandonare il progetto a ogni stadio successivo agisce come un incentivo per l'imprenditore a comportamenti corretti ed efficienti al fine di massimizzare le performance dell'azienda.

Lo stage financing può inoltre agire come un efficace metodo di selezione degli imprenditori migliori e più confidenti nella propria iniziativa, poiché solo questi sono disposti ad accettare un intervento condizionato alle performance aziendali: in questo modo, il rischio manageriale e la sua difficoltà di valutazione ex ante possono essere ridotti. Del resto, l'eventuale mancata accettazione da parte del proponente, di tale modalità di erogazione dei fondi, evidenzia una scarsa fiducia nelle stime fornite e la natura di sterile esercizio numerico per il business plan presentato.

Infine, il finanziamento per stadi può contribuire a rendere più trasparenti, razionali e ponderate le informazioni e le stime fornite dall'imprenditore in sede di conclusione del contratto: dal momento che le milestones vengono definite sulla base dei risultati previsionali contenuti nel business plan da lui proposto, l'imprenditore ha razionalmente interesse a non sovrastimare tali risultati (il loro mancato raggiungimento potrebbe determinare l'abbandono del progetto da parte del venture capitalist) né a sottostimarli (per evitare condizioni peggiori al closing).

Dopo aver erogato la prima tranche al closing, l'eventuale mancato rispetto della prima milestone e l'abbandono del progetto renderebbe il primo round non recuperabile (sunk cost); a tal proposito, diventano fondamentali potenziali sviluppi alternativi dell'iniziativa, a cui in fase di analisi viene riconosciuta una significativa importanza, per la possibilità di ridurre la rischiosità dell'iniziativa e l'eventuale perdita qualora non si rispettino gli obiettivi principali del piano.

L'eventuale rischio che lo stage financing induca l'imprenditore a privilegiare politiche di gestione orientate al breve termine, penalizzando le performance di lungo periodo, può essere superato

⁴⁴ In operazioni di private equity, se i risultati degli ultimi esercizi prima dell'ingresso del fondo sono erratici, una logica analoga è caratterizzata da un intervento in due fasi, spesso con la prima tranche erogata con un POC, da convertire poi a determinate condizioni, contestualmente a un secondo eventuale apporto nell'ambito di un aumento di capitale necessario per finanziare l'ulteriore sviluppo dell'azienda.

definendo obiettivi e meccanismi di incentivazione con riferimento alla fase di exit (quali, ad esempio, l'exit ratchet); in effetti, se è vero che, da un lato, l'imprenditore potrebbe massimizzare i risultati nel breve termine per essere sicuro del sostegno finanziario dell'investitore in ogni stadio, dall'altro, per ricevere l'exit ratchet dovrebbe operare al fine di massimizzare la creazione di valore per l'impresa nel lungo termine.

2.6.2 Liquidation preference e valutazione

Un particolare approfondimento richiede la liquidation preference, clausola molto frequente in operazioni di venture capital e spesso causa di abbandono del deal da parte dei founders di un'iniziativa.

Nella pratica la preferenza riconosciuta all'investitore, nella distribuzione del cash ricavato dalla vendita della società (o da un altro evento in sede di exit), può assumere svariate modalità per quanto attiene alla sua dinamica. In particolare, rispetto al capitale apportato dall'investitore, può essere calcolata con riferimento a un multiplo k o sulla base di un dato IRR; inoltre, può essere caratterizzata da un andamento più o meno simmetrico per i founders rispetto all'investitore.

In taluni casi un dato funzionamento della liquidation preference può dar luogo a fenomeni di opportunismo, per superare i quali vengono inseriti alcuni correttivi, quali le clausole di catch-up. Infine, analogamente a quanto visto in precedenza con l'inserimento di meccanismi di incentivazione nell'ambito della negoziazione, la presenza della liquidation preference può ridurre sensibilmente il grado di effettività della valutazione dell'equity value pre-money condivisa tra le parti, ancorandola pesantemente all'equity value ottenuto in exit.

Di seguito vengono illustrate diverse modalità di funzionamento della clausola in esame, nell'ipotesi di un accordo di un investitore con i founders di una start-up caratterizzato dai seguenti aspetti:

- equity value pre-money: 4,5 milioni di euro;
- investimento del fondo: 1,5 milioni di euro;
- quota del capitale sociale di pertinenza dei founders e del fondo pari rispettivamente al 75% e al 25%.

Nell'esempio che segue la liquidation preference viene calcolata con riferimento a un multiplo $k=1$ del capitale investito dall'operatore di venture capital; inoltre, dopo che l'investitore avrà ricevuto integralmente quanto investito, lo stesso moltiplicatore viene applicato all'equity value pre-money riconosciuto ai founders; successivamente, l'eventuale cash eccedente viene distribuito in proporzione all'articolazione delle quote di capitale condivise al closing.

Tabella 21

Equity value in exit (in €/000)	Cash per il fondo (in €/000)	Cash per i founders (in €/000)	Cash per il fondo (%)	Cash per i founders (%)	Equity value pre- money effettivo (in €/000)
500	500	0	100,0%	0,0%	0
1.000	1.000	0	100,0%	0,0%	0
1.500	1.500	0	100,0%	0,0%	0
2.000	1.500	500	75,0%	25,0%	500
2.500	1.500	1.000	60,0%	40,0%	1.000
3.000	1.500	1.500	50,0%	50,0%	1.500
3.500	1.500	2.000	42,9%	57,1%	2.000
4.000	1.500	2.500	37,5%	62,5%	2.500
4.500	1.500	3.000	33,3%	66,7%	3.000
5.000	1.500	3.500	30,0%	70,0%	3.500
5.500	1.500	4.000	27,3%	72,7%	4.000
6.000	1.500	4.500	25,0%	75,0%	4.500
7.000	1.750	5.250	25,0%	75,0%	4.500
8.000	2.000	6.000	25,0%	75,0%	4.500
9.000	2.250	6.750	25,0%	75,0%	4.500
10.000	2.500	7.500	25,0%	75,0%	4.500
25.000	6.250	18.750	25,0%	75,0%	4.500
50.000	12.500	37.500	25,0%	75,0%	4.500

In sintesi, l'equity value pre-money effettivamente riconosciuto ai founders è pari ai 4,5 milioni di euro condivisi solo per equity value della società in exit pari ad almeno 6 milioni di euro. Maggiore è il moltiplicatore adottato, maggiore deve essere l'equity value in exit per il pieno riconoscimento della valutazione condivisa al closing, come evidenziato nella seguente tabella ($k=2$).

Tabella 22

Equity value in exit (in €/000)	Cash per il fondo (in €/000)	Cash per i founders (in €/000)	Cash per il fondo (%)	Cash per i founders (%)	Equity value pre- money effettivo (in €/000)
1.000	1.000	0	100,000%	0,000%	0
2.000	2.000	0	100,000%	0,000%	0
3.000	3.000	0	100,000%	0,000%	0
4.000	3.000	1.000	75,000%	25,000%	500
5.000	3.000	2.000	60,000%	40,000%	1.000
6.000	3.000	3.000	50,000%	50,000%	1.500
7.000	3.000	4.000	42,857%	57,143%	2.000
8.000	3.000	5.000	37,500%	62,500%	2.500
9.000	3.000	6.000	33,333%	66,667%	3.000
10.000	3.000	7.000	30,000%	70,000%	3.500
11.000	3.000	8.000	27,273%	72,727%	4.000
12.000	3.000	9.000	25,000%	75,000%	4.500
13.000	3.250	9.750	25,000%	75,000%	4.500
15.000	3.750	11.250	25,000%	75,000%	4.500
20.000	5.000	15.000	25,000%	75,000%	4.500
30.000	7.500	22.500	25,000%	75,000%	4.500
40.000	10.000	30.000	25,000%	75,000%	4.500
50.000	12.500	37.500	25,000%	75,000%	4.500

Dall'esame delle precedenti tabelle emerge in particolare la presenza di un intervallo di valori dell'equity value in exit in corrispondenza dei quali:

- ai founders non è riconosciuto niente (si tratta dei valori fino a 1,5 milioni di euro nella tabella 21 e fino a 3 milioni di euro nella tabella 22);
- per l'investitore la vendita della società a valori inferiori è assolutamente indifferente, poiché il cash a esso destinato non varia (si tratta dei valori da 1,5 a 6 milioni di euro nella tabella 21 e da 3 a 12 milioni di euro nella tabella 22). In siffatte situazioni è evidente il potenziale di opportunismo per l'investitore, soprattutto qualora la way-out sia gestita dallo stesso.

Per mitigare le problematiche appena evidenziate, si può prevedere il meccanismo di catch-up che consente la distribuzione, a favore dei founders, di una quota del cash anche per valori inferiori alle soglie indicate per la liquidation preference, e l'eliminazione dell'intervallo di valori in exit per i quali l'investitore non ha alcun incremento del cash di sua pertinenza.

In alcuni casi può accadere che non venga rispettata la simmetria, nella distribuzione del cash riveniente dalla vendita, tra l'investitore e i fondatori di una start-up. In altri termini, tale distribuzione avviene prima a favore dell'investitore in funzione del moltiplicatore adottato e, successivamente, l'eccedenza viene divisa in base alle quote societarie definite al closing.

Nell'esempio che segue, che tiene conto delle stesse ipotesi di valore e di articolazione delle quote societarie dei precedenti, il moltiplicatore adottato è pari a 2.

Tabella 23

Equity value in exit (in €/000)	Cash per il fondo (in €/000)	Cash per i founders (in €/000)	Cash per il fondo (%)	Cash per i founders (%)	Equity value pre- money effettivo (in €/000)
1.000	1.000	0	100,000%	0,000%	0
2.000	2.000	0	100,000%	0,000%	0
3.000	3.000	0	100,000%	0,000%	0
4.000	3.250	750	81,250%	18,750%	346
5.000	3.500	1.500	70,000%	30,000%	643
6.000	3.750	2.250	62,500%	37,500%	900
7.000	4.000	3.000	57,143%	42,857%	1.125
8.000	4.250	3.750	53,125%	46,875%	1.324
9.000	4.500	4.500	50,000%	50,000%	1.500
10.000	4.750	5.250	47,500%	52,500%	1.658
15.000	6.000	9.000	40,000%	60,000%	2.250
20.000	7.250	12.750	36,250%	63,750%	2.638
25.000	8.500	16.500	34,000%	66,000%	2.912
30.000	9.750	20.250	32,500%	67,500%	3.115
35.000	11.000	24.000	31,429%	68,571%	3.273
40.000	12.250	27.750	30,625%	69,375%	3.398
45.000	13.500	31.500	30,000%	70,000%	3.500
50.000	14.750	35.250	29,500%	70,500%	3.585
60.000	17.250	42.750	28,750%	71,250%	3.717
70.000	19.750	50.250	28,214%	71,786%	3.816
80.000	22.250	57.750	27,813%	72,188%	3.893
90.000	24.750	65.250	27,500%	72,500%	3.955
100.000	27.250	72.750	27,250%	72,750%	4.005
200.000	52.250	147.750	26,125%	73,875%	4.242
300.000	77.250	222.750	25,750%	74,250%	4.325
400.000	102.250	297.750	25,563%	74,438%	4.368
500.000	127.250	372.750	25,450%	74,550%	4.394
1.000.000	252.250	747.750	25,225%	74,775%	4.446
2.000.000	502.250	1.497.750	25,113%	74,888%	4.473
3.000.000	752.250	2.247.750	25,075%	74,925%	4.482
4.000.000	1.002.250	2.997.750	25,056%	74,944%	4.487
5.000.000	1.252.250	3.747.750	25,045%	74,955%	4.489
10.000.000	2.502.250	7.497.750	25,023%	74,978%	4.495
15.000.000	3.752.250	11.247.750	25,015%	74,985%	4.496
20.000.000	5.002.250	14.997.750	25,011%	74,989%	4.497
25.000.000	6.252.250	18.747.750	25,009%	74,991%	4.498
30.000.000	7.502.250	22.497.750	25,008%	74,993%	4.498
35.000.000	8.752.250	26.247.750	25,006%	74,994%	4.498
40.000.000	10.002.250	29.997.750	25,006%	74,994%	4.499
45.000.000	11.252.250	33.747.750	25,005%	74,995%	4.499
50.000.000	12.502.250	37.497.750	25,005%	74,996%	4.499
100.000.000	25.002.250	74.997.750	25,002%	74,998%	4.499

Dall'analisi dell'esempio precedente emerge che, nelle ipotesi in cui il funzionamento della liquidation preference avvenga come descritto, la valutazione dell'equity pre-money condivisa al closing è solo il limite asintotico a cui tende l'equity value pre-money effettivo, in funzione di valori crescenti dell'equity in exit. Per valori verosimili dell'equity in exit (ad esempio fino a 50-100 milioni di euro), tanto più è alto il moltiplicatore per la liquidation preference, tanto più è distante l'equity value pre-money effettivamente riconosciuto da quello teorico condiviso al closing. Non di rado, infine, accanto alla liquidation preference viene previsto anche un meccanismo di incentivazione, basato generalmente sul rispetto di un IRR soglia per l'investitore.

Nel rispetto delle stesse ipotesi di valore e di articolazione delle quote societarie dei precedenti esempi, di seguito si prevede:

- distribuzione sulla base di un moltiplicatore pari a 1 prima per l'investitore e poi per i founders;
- successivamente, distribuzione tra le parti in funzione della rispettiva quota di partecipazione al capitale, fino al raggiungimento di un IRR per il fondo pari al 30%;
- per l'eventuale eccedenza, si prevede l'incremento della quota destinata ai founders di un punto percentuale del capitale sociale per ogni tre punti percentuali di incremento dell'IRR per l'investitore, con un cap pari al 10% del capitale sociale.

Tabella 24

Equity value in exit (€/000)	Cash per il fondo (€/000)	IRR del fondo post incentivazione founders	Cash per founders (€/000)	IRR founders	Cash per il fondo (%)	Cash per i founders (%)	Equity Value pre-money effettivo (€/000)
1.000	1.000	-16,3%	0	-100,0%	100,00%	0,00%	0
1.500	1.500	0,0%	0	-100,0%	100,00%	0,00%	0
2.000	1.500	0,0%	500	-57,3%	75,00%	25,00%	500
2.800	1.500	0,0%	1.300	-38,2%	53,57%	46,43%	1.300
3.600	1.500	0,0%	2.100	-25,5%	41,67%	58,33%	2.100
4.400	1.500	0,0%	2.900	-15,6%	34,09%	65,91%	2.900
5.200	1.500	0,0%	3.700	-7,3%	28,85%	71,15%	3.700
6.000	1.500	0,0%	4.500	0,0%	25,00%	75,00%	4.500
7.000	1.750	7,0%	5.250	6,1%	25,00%	75,00%	4.500
8.000	2.000	13,4%	6.000	11,8%	25,00%	75,00%	4.500
9.000	2.250	19,3%	6.750	17,0%	25,00%	75,00%	4.500
10.000	2.500	24,9%	7.500	21,9%	25,00%	75,00%	4.500
10.976	2.744	30,0%	8.232	26,3%	25,00%	75,00%	4.500
12.042	2.890	33,0%	9.152	31,6%	24,00%	76,00%	4.750
13.252	3.048	36,0%	10.204	37,3%	23,00%	77,00%	5.022
14.568	3.205	39,0%	11.363	43,1%	22,00%	78,00%	5.318
16.024	3.365	42,0%	12.659	49,2%	21,00%	79,00%	5.643
17.675	3.535	45,0%	14.140	55,8%	20,00%	80,00%	6.000
19.500	3.705	48,0%	15.795	62,6%	19,00%	81,00%	6.395
21.569	3.883	51,0%	17.687	69,9%	18,00%	82,00%	6.833
23.909	4.065	54,0%	19.844	77,6%	17,00%	83,00%	7.324
26.570	4.251	57,0%	22.319	85,9%	16,00%	84,00%	7.875
29.617	4.443	60,0%	25.174	94,7%	15,00%	85,00%	8.500
30.017	4.503	60,9%	25.514	95,8%	15,00%	85,00%	8.500
35.017	5.253	71,9%	29.764	107,8%	15,00%	85,00%	8.500
40.017	6.003	82,0%	34.014	118,8%	15,00%	85,00%	8.500
45.017	6.753	91,4%	38.264	129,0%	15,00%	85,00%	8.500
50.017	7.503	100,2%	42.514	138,5%	15,00%	85,00%	8.500
100.017	15.003	168,5%	85.014	211,9%	15,00%	85,00%	8.500

L'attivazione del meccanismo di incentivazione (a partire da un equity value in exit pari a circa 11 milioni di euro) comporta l'incremento dell'equity value pre-money effettivamente riconosciuto ai founders.

2.6.3 Il gap di investimento

Dopo aver esaminato tutte le fasi che portano dal primo contatto al closing di un'operazione, si può affermare che gli elementi chiave, oggetto di valutazione, che spingono un investor a decidere se effettuare o meno un investimento sono:

- aspetti finanziari/di rendimento: rendimento potenziale, liquidabilità, tempistica del disinvestimento, pay-back period;
- valutazione del business e dell'azienda (dimensione del mercato e attrattività del settore, posizionamento attuale e/o prospettico dell'azienda, grado di innovatività, prospettive di crescita);
- valutazione del management (esperienze, competenze, onestà, commitment).

Fondamentali nell'economia di un investitore e del fondo sono la numerosità, il controvalore complessivo e il timing dei closing.

Si è già visto che i target di un investitore sono operazioni caratterizzate da un elevato IRR potenziale, necessario per assicurare ai sottoscrittori un adeguato rendimento del proprio investimento compensando i due seguenti fattori:

- costi a carico del fondo;
- investimenti con rendimento negativo, in particolare i write off.

Ai due fattori indicati ne va aggiunto un terzo: la quota non investita dei capitali totali raccolti di un fondo, che può essere definita "gap di investimento". In generale, considerando il caso esemplificativo illustrato nella parte prima del presente lavoro, viene investito in operazioni l'85% circa del capitale complessivamente raccolto e, quindi, dei capitali richiamati ai sottoscrittori. Nell'ipotesi, tuttavia, che l'investor non sia in grado di realizzare closing che consentano di investire l'intero capitale disponibile, al netto delle spese, a parità di IRR medio delle operazioni si riduce l'IRR dei sottoscrittori o, alternativamente, per riconoscere loro lo stesso IRR obiettivo è necessario investire in iniziative che assicurino un rendimento maggiore.

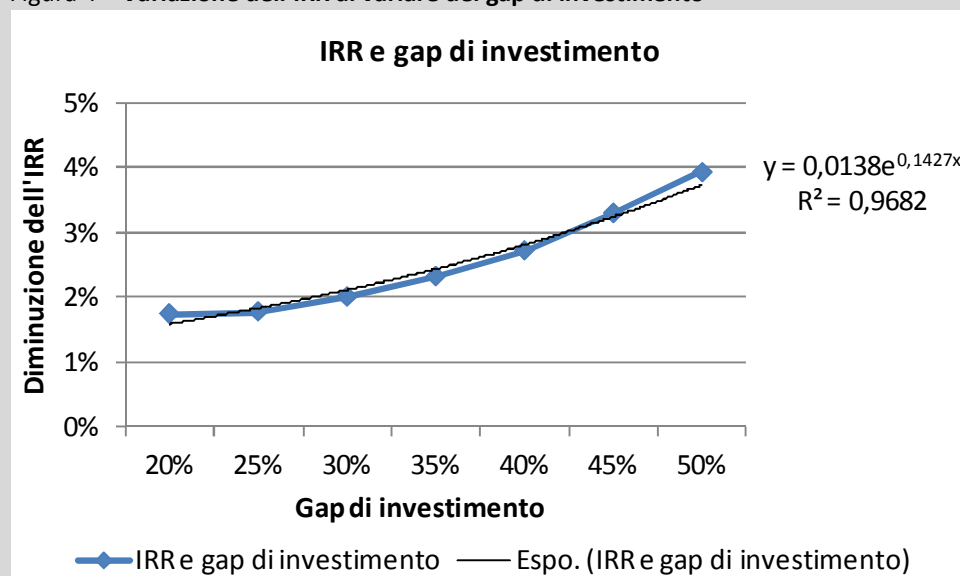
Le elaborazioni illustrate di seguito si basano su due scenari differenti: nel primo viene lasciato costante l'IRR medio di ogni operazione (25%) e l'IRR dei sottoscrittori diminuisce dal 15,5% al 12,9%; nel secondo scenario si lascia costante l'IRR dei sottoscrittori (15,5%) e l'IRR medio delle operazioni è necessario che aumenti dal 25% al 28,4%.

In particolare (tabella 25), ipotizzando un gap di investimento crescente dal 20% al 50% (rispetto al capitale raccolto del fondo) omogeneamente distribuito tra gli anni dell'investment period (in altri termini, rispetto al caso esemplificativo discusso nel primo capitolo – vedi [par. 1.1 Introduzione](#) –, l'articolazione e numerosità degli investimenti è invariata, mentre cambia solo il loro importo medio), a parità di IRR medio delle operazioni (25%) la diminuzione dell'IRR dei sottoscrittori cresce in modo più che proporzionale all'aumentare del gap di investimento, con una relazione sostanzialmente esponenziale (figura 4); analogo andamento lega al gap di investimento l'aumento dell'IRR medio delle operazioni, nell'ipotesi di invarianza dell'IRR dei sottoscrittori (15,5%).

Tab. 25 – **Variazione dell'IRR delle operazioni e del fondo al variare del gap di investimento**

IRR delle operazioni e dei sottoscrittori del fondo al variare del gap di investimento								
capitale raccolto (€/mln)	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
capitale investito (€/mln)	42,9	40,0	37,5	35,0	32,5	30,0	27,5	25,0
capitale investito/cap. raccolto	85,8%	80,0%	75,0%	70,0%	65,0%	60,0%	55,0%	50,0%
scenario con IRR medio degli investimenti costante								
gap di investimento	-	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%	45,0%	50,0%
IRR medio investimenti	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
IRR sottoscrittori	15,5%	15,2%	15,0%	14,7%	14,3%	13,9%	13,5%	12,9%
scenario con IRR dei sottoscrittori costante								
gap di investimento	-	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%	45,0%	50,0%
IRR sottoscrittori	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%
IRR medio investimenti	25,0%	25,4%	25,7%	26,1%	26,5%	27,1%	27,7%	28,4%

Figura 4 – **Variazione dell'IRR al variare del gap di investimento**



I risultati illustrati sono riconducibili al fatto che, all'aumentare del gap tra i capitali investiti e il patrimonio raccolto, il capital gain, a parità di IRR medio delle operazioni, è sempre più basso in valore assoluto, a fronte di spese fisse costanti e principalmente parametrizzate al valore totale dei capitali raccolti, quale la management fee durante l'investment period.

Inoltre, se, invece di considerare l'ipotesi di omogenea distribuzione del gap di investimento, si supponga l'assenza di investimenti nel primo anno dell'investment period, a parità di IRR medio delle operazioni la diminuzione dell'IRR per i sottoscrittori è tanto più elevata e crescente quanto maggiore è il tempo di mancati investimenti e il gap di investimento.

Non è un caso che nel 2010 alcuni fondi americani di private equity abbiano liberato i sottoscrittori da una parte degli impegni assunti al closing dei rispettivi fondi, per effetto dell'assenza di operazioni effettuate, a causa della difficoltà nell'individuare iniziative interessanti⁴⁵.

Quanto detto testimonia ulteriormente la centralità della gestione del fattore tempo nell'economia di un fondo chiuso: è necessario individuare iniziative interessanti e in tempi brevi, a partire dall'avvio dell'investment period. Tra l'altro, i closing possono avvenire solo entro tale periodo, scaduto il quale è possibile effettuare richiami ai sottoscrittori solo per dei follow-on, cioè ulteriori investimenti nelle imprese già partecipate. Il controvalore dei closing⁴⁶ e l'identificazione di operazioni con elevato rendimento è infine fondamentale anche per i compensi della SGR, la cui management fee, dopo l'investment period, si calcola sul NAV del fondo.

All'avvicinarsi della scadenza del periodo di investimento (generalmente 4-5 anni) l'investitore si trova di fronte a un trade-off: più vicina è la scadenza (con ancora elevati capitali del fondo da investire) e maggiore deve essere l'IRR delle operazioni, ma questo significa che minori potrebbero essere le iniziative potenzialmente interessanti e, quindi, i capitali investiti. In altri termini, non investire nei primi anni e non investire la totalità dei capitali disponibili, al netto delle spese, significa penalizzare fortemente l'IRR complessivo di un fondo.

Le esigenze connesse alla realizzazione di closing, unitamente a una maggiore conoscenza delle condizioni del territorio di riferimento, sono anche alla base di un eventuale cambiamento delle politiche di investimento degli investor durante l'investment period, in particolare dei loro parametri per la selezione delle target. Va rilevato che anche la durata dell'intero processo, dal primo contatto nella fase di scouting al closing concreto, è rilevante; se passa troppo tempo, non solo si hanno gli effetti illustrati in precedenza, ma addirittura si rischia di non concludere i deal, per effetto di un eventuale cambiamento nelle condizioni delle aziende esaminate oppure in quanto l'imprenditore potrebbe non essere più interessato all'operazione o questa non essere utile.

La necessità di realizzare closing tali da garantire un pieno impiego dei capitali disponibili è tuttavia alla base di uno degli errori più frequenti degli investitori al momento dell'investimento: la fretta di concludere operazioni.

A tale errore se ne possono aggiungere altri, strettamente correlati ai vari aspetti di un deal, quali l'epoca di investimento, il prezzo elevato⁴⁷, una struttura manageriale non chiara (mancata soluzione delle questioni organizzative legate alla crescita aziendale), patti parasociali deboli o la incompleta e non corretta valutazione delle opzioni di disinvestimento.

Tali errori condizionano negativamente il rendimento di un'operazione anche qualora l'azienda sia sana⁴⁸; in altri termini, nell'ipotesi che l'azienda abbia buone performance, non è scontato che l'investimento di un fondo sia un successo; ciò conferisce forte criticità e rilevanza alle condizioni

⁴⁵ Wall Street Journal, 26 maggio 2010.

⁴⁶ A conferma della rilevanza del controvalore dei closing e del loro timing nell'economia di un fondo si riportano le conclusioni di un'analisi di Bloomberg (pubblicata il 10 marzo 2010) che evidenzia i paradossi della crisi finanziaria degli ultimi anni: in particolare, alla luce del valore complessivo degli investimenti effettuati dai principali gruppi mondiali di private equity nei dodici mesi precedenti, gli stessi avrebbero bisogno di circa un decennio per investire la liquidità a disposizione, pari a oltre 500 miliardi di dollari, se l'attività continuasse ai ritmi più recenti; tuttavia, dieci anni sono di gran lunga superiori al tempo solitamente a disposizione dei fondi (non oltre 5-6 anni) per impiegare i capitali raccolti.

⁴⁷ In operazioni di private equity va aggiunta la definizione di una tipologia di operazione non adeguata (ad esempio, un'operazione di replacement e/o di expansion/replacement caratterizzata principalmente dall'acquisto delle quote dell'imprenditore).

⁴⁸ Evidentemente, al momento dell'investimento un errore dell'investitore può essere quello di commettere analisi non corrette sul potenziale dell'iniziativa e sul business.

del closing e alla struttura complessiva dell'operazione. Per superare tali errori, gli investitori devono gestire opportunamente le questioni connesse alla corporate governance (eventualmente lasciando all'imprenditore la maggioranza del CdA, anche in ipotesi di acquisizione di una partecipazione di maggioranza) con la definizione di materie riservate, evitare di investire nel picco di mercato (un affare si fa acquistando a condizioni convenienti; se l'azienda va bene l'operazione potrebbe chiudersi con rendimento negativo solo perché si è strapagato al closing), pensare sempre al peggio nella stesura dei contratti, definire adeguati meccanismi di incentivazione per l'imprenditore e il management e selezionare soci onesti.

Come già detto, nella fase di closing, analogamente a quelle precedenti, vanno poste le basi affinché il monitoraggio e il disinvestimento siano condotti con economicità, evitando che errori nella fase di investimento condizionino negativamente le fasi successive.

Par. 2.7 – Il monitoraggio

2.7.1 Definizione

Nell'ambito di un'operazione di venture capital (e di private equity), il monitoraggio è il complesso di attività finalizzato principalmente all'esame dell'andamento dell'azienda partecipata e alla definizione di azioni atte a favorirne la crescita di valore e a consentire all'investitore la scelta del momento più opportuno per la way-out, per massimizzare il rendimento dell'investimento; ulteriore finalità è la verifica degli adempimenti previsti contrattualmente.

I principali strumenti adottati dall'investor per realizzare il monitoraggio di una partecipata sono i seguenti:

- nomina di uno o più membri nel consiglio di amministrazione (board representation);
- nomina di uno o più membri, tra cui generalmente il presidente, nel collegio dei sindaci;
- nomina della società di revisione;
- inserimento di un controller con responsabilità nell'area amministrazione, finanza e controllo;
- reporting;
- meccanismi di incentivazione;
- milestones e stage financing.

Il monitoraggio consente all'intermediario di ridurre il grado di asimmetria informativa ex-post e il problema di moral hazard e di free riding da parte dell'imprenditore e del management.

Il problema delle asimmetrie informative si pone, come già visto, nella fase genetica dell'operazione, quando l'investitore si trova a dover valutare le incertezze sulle capacità dei proponenti di un'iniziativa, sulla sua validità e sulle sue potenzialità; si pone poi anche per tutta la durata del rapporto e del monitoraggio, poiché l'intervento dell'investor non implica mai un pieno coinvolgimento nella gestione quotidiana dell'impresa, che rimane affidata all'imprenditore e al management dell'azienda le cui capacità e competenze, va sottolineato ulteriormente, sono una delle principali motivazioni alla base dell'investimento.

Accanto ai problemi di asimmetrie informative, vi è da considerare la presenza di significativi costi di agenzia a carico dell'investitore, anch'essi legati all'impossibilità, da parte dell'investitore, di controllare pienamente l'operato dell'imprenditore e del management, per verificare che la loro attività sia conforme ai piani stabiliti. Essi, infatti, possono essere indotti a non impegnarsi pienamente nello sviluppo dell'impresa o ad assumere comportamenti opportunistici tesi ad aumentare i propri benefici privati derivanti dalla conduzione dell'impresa a scapito degli interessi del fondo; possono realizzare strategie significativamente diverse da quelle concordate con l'investitore o adottare strategie che comportino un livello di rischio non ottimale, nella consapevolezza che lo stesso è sopportato anche da terzi. Per esempio, nel caso di imprese biotecnologiche, il proponente/ricercatore potrebbe avere interesse anche in progetti di ricerca

diversi da quelli oggetto di investimento, eventualmente per aumentare la sua reputazione nella comunità scientifica, con l'effetto di ridurre il suo commitment a favore dell'iniziativa finanziata pregiudicando il rendimento potenziale per l'investitore; in iniziative di private equity con il buy-back come modalità prioritaria di way-out per il fondo, l'imprenditore potrebbe adottare azioni finalizzate a deprimere il valore dell'azienda, soprattutto in prossimità dell'epoca di disinvestimento.

Proprio al fine di superare i problemi elencati, assume un peso rilevante la presenza di adeguati meccanismi incentivanti, da correlare ai risultati dell'azienda e alla sua crescita di valore nel tempo; in particolare, possono essere previsti significativi compensi variabili per il management e meccanismi finalizzati a consentire l'incremento della partecipazione dei fondatori/manager o la distribuzione a loro favore di una parte del valore per l'investitore, una volta superato un determinato rendimento dell'operazione. Come segnalato in precedenza in merito allo stage financing e alle milestones⁴⁹, inoltre, l'adozione di azioni finalizzate a migliorare le performance dell'impresa è oggetto di valutazione da parte dell'investor ed è condizione necessaria per realizzare la totalità dell'intervento finanziario previsto contrattualmente; in effetti, lo stage financing fornisce all'investitore un efficace strumento di monitoraggio, poiché condiziona ogni stadio di finanziamento alla verifica ex post dell'adozione di comportamenti, dell'imprenditore e del management, tali da consentire la rispondenza dei risultati consuntivi a quelli previsti nel piano.

2.7.2 Il reporting

Importanza centrale nel monitoraggio è assunta dal reporting, che rappresenta l'informativa periodica sistematica che ogni società partecipata prepara e trasmette all'investor dopo il closing, per permettergli un monitoraggio continuo del proprio investimento. Obiettivo del reporting è di mettere a disposizione, in modo esaustivo e tempestivo, le informazioni sui principali aspetti della gestione secondo contenuti e tempistiche articolati a seconda del destinatario; in particolare, vanno fornite informazioni all'investment manager della SGR che gestisce il fondo che ha effettuato l'investimento.

Il reporting destinato all'investment manager, che ha effettuato le analisi prima del closing, deve contenere tutte le informazioni sugli aspetti più rilevanti per la valutazione dell'equilibrio economico-finanziario della partecipata, consentendo il confronto tra gli obiettivi definiti nel business plan e i risultati consuntivi; l'esaustività e la tempestività del reporting è fondamentale per la definizione e l'implementazione di interventi correttivi qualora vi siano scostamenti tra gli obiettivi e i risultati. In particolare, è fondamentale monitorare l'andamento delle variabili che rappresentano i key driver dell'iniziativa; pertanto, il contenuto del reporting dovrà essere adeguato alle caratteristiche dell'azienda partecipata e del business di riferimento. In altri termini, pur essendoci grandezze tipicamente oggetto di monitoraggio, indipendentemente dalle specificità dell'azienda (fatturato, margine operativo lordo, indebitamento finanziario), è necessario anche impostare ad hoc il sistema di reporting, inserendo le variabili maggiormente segnaletiche delle performance aziendali. Ad esempio, per aziende operanti nell'advertising on line, è fondamentale monitorare il valore assoluto e i tassi di crescita del numero di utenti iscritti e attivi, delle pagine visualizzate, i KPI (key performance indicator) quali il cost per lead e il cost per acquisition di un cliente e così via; per imprese con attività caratterizzate dall'acquisizione di commesse va attentamente monitorato il portafoglio ordini; per imprese biotecnologiche cruciale è la verifica dei valori di sensitività e specificità dei test correlati ai progetti di ricerca finanziati.

⁴⁹ Per maggiori dettagli si rinvia al paragrafo "Closing".

Il reporting è inoltre dipendente dalla tipologia di operazione: in una di venture capital diventa fondamentale controllare il burn rate dell'azienda; in una di expansion la dinamica nell'espansione dei mercati, delle linee di prodotto e della quota di mercato dell'azienda; in un leveraged buy-out la riduzione dell'indebitamento.

Accanto alle finalità esaminate in precedenza, il monitoraggio è necessario per verificare l'adempimento degli obblighi contrattuali e il rispetto delle condizioni previste al closing, quali il deposito di brevetti, la registrazione di marchi, l'ottenimento di certificazioni e autorizzazioni.

Le informazioni raccolte dall'investment manager sono poi utilizzate per la predisposizione della reportistica periodica prodotta per i sottoscrittori del fondo di investimento, al fine di consentire loro di monitorare il valore delle proprie quote.

Più in generale, il reporting richiede la corretta predisposizione dei seguenti aspetti/dimensioni:

- contenuto;
- tempistica, eventualmente differenziata in funzione del contenuto;
- format;
- persone interessate.

Gli aspetti elencati sono strettamente correlati tra di loro. In particolare, sussiste un trade-off tra l'accuratezza e la tempestività del reporting: a seconda della tipologia di informazioni, in alcuni casi è preferibile privilegiare la tempestività all'accuratezza per favorire l'eventuale implementazione di interventi correttivi.

Inoltre, la tempestività e frequenza nella trasmissione delle informazioni dipende dalla tipologia stessa di informazioni: per alcune, quali il fatturato, gli ordinativi in portafoglio o i debiti verso banche, può essere prevista una periodicità anche mensile; per altre, quali il margine operativo lordo o il conto economico, in generale si può adottare una periodicità almeno trimestrale. Per ogni grandezza oggetto di indagine si evidenziano i valori del periodo di riferimento, quelli cumulati dall'inizio dell'esercizio e i confronti con quelli previsti nel piano e con quelli degli analoghi periodi precedenti.

Di seguito (tabella 26) viene presentato un modello di reporting tipico di un'operazione di venture con un'impresa biotech, con l'indicazione di tempistiche differenziate a seconda delle informazioni richieste:

Tab. 26 – **Modello di reporting**

Termine di consegna	Documento
Entro 1 mese dalla chiusura di ciascun trimestre:	<ul style="list-style-type: none"> • Analisi dell'andamento dell'attività di ricerca, con indicazione dei valori di sensitività e specificità distinti per area di ricerca. • Management report trimestrale che evidenzi la situazione economico-finanziaria nel trimestre di riferimento e cumulata da inizio anno, confrontate con le situazioni del medesimo periodo dell'anno precedente e del budget. <ul style="list-style-type: none"> • Organico: <ul style="list-style-type: none"> - numero componenti; - costo. • Breve commento dell'Amministratore Delegato sulle prospettive sia delle attività di ricerca, ottimizzazione e validazione sia dell'andamento economico-finanziario della Società.
Annualmente entro la data di chiusura di ogni esercizio:	Previsioni sull'andamento dell'attività di ricerca per l'esercizio successivo. Budget per l'anno successivo contenente una situazione di conto economico, stato patrimoniale e cash flow, sia annuale che trimestrale.

Per quanto attiene al format del reporting, dato il tipico contenuto delle informazioni, è preferibile l'adozione di fogli excel per le informazioni di natura quantitativa, così da agevolare i confronti tra i valori di diversi periodi e tra quelli previsti e consuntivi.

Data la rilevanza del reporting, le sue modalità vengono definite e condivise nel contratto di investimento. Uno degli errori che l'investitore può commettere è di sopravvalutare, al closing, l'adeguatezza del sistema di reporting aziendale compromettendo, in tal modo, l'effettiva possibilità di ricevere la reportistica periodica, almeno fino al superamento dei gap iniziali. A tal proposito, assume un'importanza fondamentale la definizione delle persone da coinvolgere nell'azienda partecipata e dei processi da implementare per consentire un efficace reporting; non di rado l'introduzione di sistemi di reporting può essere considerata come un'inutile ingerenza da parte dell'investitore e un mero adempimento formale per l'impresa⁵⁰, laddove, in realtà, essa può agevolare l'implementazione di un adeguato sistema di pianificazione e controllo e rappresentare una delle principali eredità di un'operazione di venture capital (e di private equity), anche dopo la cessione della partecipazione dell'investor.

In merito all'estensione del contenuto del reporting, il monitoraggio può ereditare eventuali errori o problemi nella fase di analisi e negoziazione, correlati alla presenza di soci poco trasparenti e alla conseguente necessità di sottoporre a controllo numerose attività e di prevedere numerose materie riservate che richiedano il voto favorevole dell'investitore.

Accanto al reporting prodotto dalla partecipata, centrale nel monitoraggio è la capacità dell'investitore di esaminare le dinamiche dell'ambiente competitivo di riferimento dell'azienda, il suo posizionamento rispetto ai concorrenti, le loro azioni e reazioni quali il lancio sul mercato di prodotti e/o servizi in grado di condizionare la sostenibilità del suo vantaggio competitivo, l'andamento delle variabili macro-economiche e geo-politiche più rilevanti per lo sviluppo del piano aziendale e, infine, l'andamento dei mercati finanziari e dell'M&A. A proposito dell'ultimo aspetto segnalato, a conferma delle connessioni tra le fasi di un'operazione, nel monitoraggio è necessario che l'investitore identifichi il momento più opportuno per il disinvestimento; a tal fine è dunque opportuna non solo la tempestività di eventuali interventi per favorire il rispetto del piano e la creazione di valore per l'impresa, ma anche l'analisi delle dinamiche del settore, delle strategie dei concorrenti e dell'andamento dei mercati finanziari per definire la tempistica e la modalità più concrete per la way-out.

2.7.3 Creazione di valore ed economie di apprendimento

In generale, la finalità più significativa del reporting e del monitoraggio non è tanto e solo di consentire interventi per correzioni, quanto soprattutto quella di favorire l'effettiva creazione di valore per la partecipata e per l'investitore; in altri termini, attraverso la verifica dell'andamento dell'azienda finanziata può emergere la necessità della revisione del piano di sviluppo non solo quando le performance sono inferiori a quelle attese, ma anche quando superano le aspettative, situazione certamente positiva ma per la quale bisogna garantire il rispetto delle condizioni di sostenibilità economico-finanziaria e organizzativo-gestionale.

Riguardo al coinvolgimento dell'investitore nella gestione della partecipata, si distinguono due differenti approcci:

1. hands off: è caratterizzato dall'assenza di alcun coinvolgimento nella gestione dell'impresa;
2. hands on: è caratterizzato da un attivo coinvolgimento alla gestione d'impresa.

⁵⁰ Ciò vale nelle iniziative di early stage ma anche e, soprattutto, in operazioni di private equity aventi a oggetto aziende familiari di piccole e medie dimensioni.

Va sottolineato, comunque, che non è obiettivo dell'investor gestire direttamente l'azienda e che in ogni caso le principali responsabilità gestionali vengono lasciate agli imprenditori-fondatori che, del resto, come già detto, rappresentano uno dei principali motivi alla base dell'investimento.

L'investitore deve impostare in modo corretto il proprio rapporto con l'imprenditore, rispettandone l'autonomia decisionale, valorizzandone al massimo le capacità, e intervenendo quando necessario. Un fattore importante per il successo di un investimento consiste anche nel grado di comunicazione e di reciproca intesa che si stabilisce tra l'imprenditore e l'investor: il dialogo tra i due, la loro capacità di ascoltarsi e di comprendersi, non solo sugli aspetti tecnici e professionali, ma anche su quelli personali, costituisce una risorsa che può rivelarsi decisiva ai fini del successo dell'impresa e dell'operazione.

Il monitoraggio, considerato in modo proattivo, è del resto coerente con le caratteristiche proprie di un operatore di venture capital (e di private equity), che non esaurisce la sua attività al momento dell'investimento in un'impresa, ma offre un fattivo supporto manageriale e consulenziale all'impresa finanziata; è proprio tale supporto che distingue un investitore nel capitale di rischio dagli altri finanziatori e che è spesso decisivo per realizzare un'operazione di successo. In altri termini, il sostegno manageriale e l'apporto di conoscenze e competenze nei vari ambiti aziendali costituiscono buona parte del valore aggiunto e l'elemento realmente qualificante di un'operazione di private equity o venture capital⁵¹.

Il supporto dell'investitore assume contenuti, intensità e profondità variabili a seconda della tipologia di operazione e delle condizioni della partecipata; ad esempio, è necessario in operazioni di early stage financing per consentire alle imprese finanziate di raggiungere uno stadio di maturità finanziaria e manageriale, mentre in operazioni di expansion capital per perseguire le strategie di crescita e/o di diversificazione. Più in generale, la presenza dell'investor assicura un contributo essenziale nella pianificazione strategica e nell'implementazione del piano di sviluppo, favorendo il miglioramento delle performance aziendali e lo sfruttamento di economie di apprendimento.

Tali economie, presenti in ogni operazione di equity, sono decisamente più significative in un'operazione di venture capital rispetto a una di private equity, in considerazione dello stadio di sviluppo meno maturo per le aziende in early stage. In una start-up, ad esempio, i proponenti potrebbero non avere idee univocamente chiare sul business model, sulle reali potenzialità del proprio prodotto/servizio, sugli scenari alternativi di sviluppo; in tali casi, il supporto del venture capitalist può consentire, sulla base dell'analisi dell'andamento della partecipata nei primi mesi, la risoluzione tempestiva dei problemi e la definizione delle strategie più adeguate.

Nell'ambito del supporto dell'investitore assume un peso rilevante l'inserimento di figure manageriali; spesso, infatti, l'imprenditore ha considerevoli conoscenze tecniche, ma non sufficienti competenze manageriali, o l'azienda non presenta un management completo. In operazioni di venture capital per sviluppare nuove aziende di successo non è sufficiente avere un'ottima idea, un eccellente prodotto e i necessari mezzi finanziari; a tali fondamentali risorse è necessario aggiungere capacità manageriali, organizzative e gestionali, che possono però anche non fare parte, tutte contemporaneamente e originariamente, del bagaglio professionale del fondatore e del team proponente, i quali di solito, pur essendo dotati di capacità innovativa, hanno una cultura e una formazione prevalentemente tecniche, non sempre corredata dall'esperienza manageriale e gestionale necessaria per lo sviluppo di una nuova azienda⁵².

⁵¹ Per maggiori dettagli si rinvia al paragrafo 1.1 del presente capitolo "Aspetti definitivi, tassonomia e vantaggi del private equity e venture capital".

⁵² In operazioni di private equity, invece, essendo le aziende caratterizzate da una maggiore maturità, l'inserimento di manager, principalmente nell'area amministrativo/finanziaria o commerciale, è finalizzato a completare il

L'investitore, grazie alla propria reputazione e al proprio network, favorisce il reclutamento di manager di elevata professionalità che generalmente un'azienda non venture backed non è in grado di attrarre. A tal proposito rilevante è il grado di evoluzione del sistema Paese, con la presenza di managerialità diffusa; le operazioni di venture capital (e di private equity) possono favorire un mercato dei manager, agevolando la mobilità di figure manageriali da aziende mature ad altre aziende, anche in early stage, che necessitano di competenze per la realizzazione del proprio piano di sviluppo.

La questione del sistema Paese rileva anche per la diffusione di competenze di natura tecnica, oltre che manageriali: in effetti, uno dei problemi più frequenti nel monitoraggio, particolarmente presente in operazioni aventi a oggetto aziende del Sud Italia, è il reperimento di risorse necessarie per garantire la realizzazione del piano e la sostenibilità organizzativa dello sviluppo aziendale.

Come detto in precedenza, la velocità di execution⁵³ è alla base del successo di un'operazione e della sostenibilità del vantaggio competitivo di un'azienda; talvolta, tuttavia, essa è ostacolata dalla disponibilità tempestiva di risorse e competenze manageriali e di natura tecnica. Tale fenomeno può condizionare il successo di un'iniziativa e di un'operazione di investimento anche nelle ipotesi che una start-up evidenzia una crescita maggiore di quella attesa; in siffatti casi, mentre la disponibilità di eventuali maggiori risorse finanziarie può non rappresentare un problema, data la possibilità e la convenienza di un follow-on da parte dell'investitore, la presenza tempestiva di maggiori e più qualificate risorse organizzative può costituire un grave ostacolo, soprattutto nelle aree meno sviluppate dal punto di vista economico e culturale.

In sintesi, nel monitoraggio assume un'importanza fondamentale la gestione del fattore tempo, con la capacità dell'investor di intervenire tempestivamente su tutti gli aspetti critici dell'iniziativa e dell'operazione, al fine di garantire la realizzazione del piano favorendo la crescita di valore della partecipata; la velocità di execution del piano si riferisce al raggiungimento degli obiettivi e assume contenuti differenti a seconda della tipologia di operazione:

- nel finanziamento di una start-up è prima la penetrazione nel mercato e il break-even finanziario e poi l'accelerazione dello sviluppo;
- in un'operazione di expansion può essere rappresentata dall'incremento della quota di mercato, dal numero di mercati serviti e/o dal miglioramento della marginalità reddituale;
- se si tratta di un'operazione di buy-out è la riduzione del debito;
- infine, in una di turnaround è rappresentata dal ripristino di condizioni equilibrate dal punto di vista economico-finanziario.

Infine, attraverso il monitoraggio l'investitore cerca di adottare le scelte e azioni più opportune per fronteggiare i rischi presenti nella gestione di una partecipata:

- rischio manageriale: è connesso con le capacità dell'imprenditore e del management di gestire l'azienda in maniera efficace e di implementarne il piano di sviluppo;
- rischio finanziario: è correlato al fabbisogno dei mezzi finanziari necessari per lo sviluppo e il successo di un'iniziativa, nonché ai suoi risultati economici. Ad esempio, in un'operazione di venture capital si sostanzia in un burn rate maggiore del previsto, causato da minori entrate e/o maggiori uscite. In generale, si sostanzia in performance economico-finanziarie inferiori a quelle previste;

management (eventualmente anche sostituendo figure precedenti), non di rado per favorire la personalizzazione dell'azienda e la sua crescita organizzativa.

⁵³ Per maggiori dettagli si veda il paragrafo "Analisi".

- rischio di mercato: dipende da numerosi elementi legati a fattori di origine settoriale o di carattere ambientale e macroeconomico. Tra i primi si possono citare le azioni dei concorrenti, i fenomeni di concentrazione, le modifiche nei mercati di fornitura e l'elasticità dei risultati al variare della congiuntura economica; tra i secondi vanno considerate cause ambientali (energetiche, climatiche, ecologiche), politiche (governative, legislative), economiche (tassi, cambi, inflazione), sociali (abitudini, mode) e scientifiche (nuove scoperte, ricerche).

A tali rischi, comuni a operazioni di venture capital e di private equity, in iniziative con aziende in early stage si aggiunge anche il rischio tecnico, dato dalla validità tecnica del prodotto o del processo e dalla sua capacità di soddisfare le esigenze del mercato; in considerazione di tale rischio assume rilevanza la presenza di scenari alternativi di sviluppo, a cui in fase di analisi viene assegnata una significativa importanza.

2.7.4 Gli errori più frequenti

Come riprova della criticità e dell'importanza del monitoraggio, si segnala che, anche se l'azienda è sana, non è scontato che l'operazione sia un successo, cioè che si concluda con un elevato capital gain⁵⁴.

Gli errori più frequenti dell'investor nel monitoraggio e nella gestione della partecipata sono i seguenti:

- non agire con determinazione e tempismo nei momenti di crisi;
- trascurare gli aspetti di reporting;
- non intervenire sugli aspetti organizzativi o, meglio, trascurare gli aspetti organizzativi;
- continuare a sostenere finanziariamente l'azienda considerando le risorse già investite piuttosto che le prospettive di sviluppo dell'azienda;
- dare per scontato che imprenditore e management siano onesti.

Accanto a tali errori vanno segnalati anche quelli dell'imprenditore e del management, che condizionano negativamente le performance di un'azienda limitandone lo sviluppo:

- errori dell'imprenditore: superomismo e accentramento del potere, difesa a oltranza del controllo della società, mancato rispetto dei contratti, difesa a oltranza del proprio posto di lavoro, prevalenza della visione di breve rispetto a quella di lungo termine;
- errori del management: difesa a oltranza del proprio posto di lavoro, approccio scarsamente imprenditoriale o sudditanza psicologica all'imprenditore, lentezza nell'implementazione delle azioni correttive, prevalenza della visione di breve rispetto a quella di lungo termine.

In generale, centrali nel monitoraggio e nella gestione della partecipata sono i problemi organizzativi, che assumono contenuti e profondità differenti a seconda che si tratti di un'operazione di venture capital o di private equity; in considerazione della loro rilevanza, le questioni organizzative vanno affrontate fin dalle fasi di screening e di analisi di una proposta di investimento, nella quale, non a caso, vengono esaminate approfonditamente le competenze del team imprenditoriale/manageriale. In tali fasi competenze insufficienti dei proponenti o la mancanza di un adeguato management rappresentano uno dei principali motivi di abbandono del deal; anche se al closing di un'operazione l'azienda può essere molto dipendente dall'imprenditore/fondatore, soprattutto in imprese start-up⁵⁵, il proponente deve evidenziare una visione che sia di cambiamento non solo strategico e gestionale, ma anche organizzativo,

⁵⁴ Si rinvia al paragrafo "Disinvestimento" per approfondimenti sulla misura del capital gain affinché un'operazione sia di successo.

⁵⁵ In operazioni di private equity la forte dipendenza da una sola figura è frequente in aziende familiari e di piccole dimensioni, caratterizzate dalla presenza di un imprenditore *one man show*.

soprattutto alla luce dell'auspicabile sentiero di sviluppo prospettato nel business plan. I necessari cambiamenti organizzativi sono inoltre fondamentali per consentire una più agevole way-out per il fondo; un'azienda spersonalizzata e con un elevato grado di managerialità è più agevolmente "vendibile".

Le competenze del management e dell'imprenditore rilevano anche sotto un ulteriore punto di vista: la turbolenza dei mercati e la maggiore competitività possono causare un repentino cambiamento delle performance di un'azienda minando le fonti del suo vantaggio competitivo e rendendo superati i piani di sviluppo condivisi al closing; per tale motivo, è fondamentale la valutazione della capacità di tali figure di interpretare le dinamiche del mercato e i principali key driver, di considerare scenari alternativi di sviluppo, fin dalla condivisione del piano originario, e di reagire tempestivamente ed efficacemente alle mutate condizioni di mercato.

Avvalorando quanto detto sull'importanza della corretta gestione di tutte le varie fasi del processo operativo di un investitore, l'attività di monitoraggio può essere negativamente condizionata da errori ereditati dalle fasi precedenti, riconducibili principalmente alla sopravvalutazione delle capacità del management e dell'imprenditore e ad analisi non esaustive e corrette sulle potenzialità dell'azienda e del suo mercato e sulla sua capacità innovativa.

Par. 2.8 – Disinvestimento

2.8.1 Definizione

Il disinvestimento consiste nella cessione, totale o parziale, della partecipazione detenuta dall'investitore istituzionale, che in alcuni casi può decidere di mantenere una minima quota di capitale nell'impresa in via più duratura; è il momento in cui si conclude l'operazione ed è una fase estremamente delicata, dal cui esito si realizza un capital gain o una capital loss.

In considerazione delle maggiori modalità di disinvestimento nelle operazioni di private equity rispetto a quelle di venture capital, la fase in oggetto viene esaminata approfonditamente nel capitolo sul private equity.