



Dipartimento di Impresa e Management  
Cattedra di Finanza Aziendale

Il Venture Capital e la strutturazione dell'operazione.  
Il caso del Fondo Vertis SGR

RELATORE

Prof. Gianluca Mattarocci

CANDIDATO

Marzia Paroli

Matricola 160301

Anno Accademico 2012/2013

## INDICE

Introduzione	4
Capitolo 1 “Il ciclo dell’investimento di Venture Capital”	
1.1 Introduzione	7
1.2 La definizione di Venture Capital	8
1.3 La fase di raccolta	10
1.4 La fase dell’investimento	13
1.5 La fase del disinvestimento	16
1.6 Conclusioni	18
Capitolo 2 “La strutturazione dell’operazione di Venture Capital”	
2.1 Introduzione	20
2.2 L’attività di screening	21
2.3 La costruzione dell’operazione	26
2.3.1 Il contratto e la struttura tipica	27
2.3.2 Il finanziamento	28
2.3.3 La remunerazione, la durata ed il reporting	29
2.4 La disciplina della gestione corrente	31
2.5 Le economie di scala e di apprendimento	33
2.6 Conclusioni	34

Capitolo 3 “Il Fondo Vertis SGR”	
3.1	Introduzione 36
3.2	Il Fondo Vertis SGR 37
3.3	Regolamento e caratteristiche del fondo 39
3.4	Il portafoglio dei nuovi investimenti 41
3.5	Il mercato dei Fondi Mobiliari Chiusi italiani 44
3.6	Le performance a confronto 48
3.7	Conclusioni 53
	CONCLUSIONI 54
	BIBLIOGRAFIA 57
	SITOGRAFIA 60

## INTRODUZIONE

Joseph Schumpeter fu un economista austriaco, tra i maggiori esponenti del Ventesimo secolo. Il suo apporto fondamentale fu lo studio del dinamismo dello sviluppo nella teoria economica. Con la sua opera del 1902 *“Teoria dello sviluppo economico”*, Schumpeter supera la staticità della teoria dell’equilibrio economico di Walras, introducendo il fattore dinamico alla base dell’innovazione economica. Lo sviluppo di cui parla Schumpeter non è esogeno, ma scaturisce dalle volontà e dai meccanismi interni alla realtà di riferimento. Citando l’autore “per “sviluppo” si devono dunque intendere solo quei mutamenti della vita economica che non sono mai ad essa imposti dall’esterno, ma che scaturiscono dall’interno, dalla sua propria iniziativa”<sup>1</sup>.

Il sistema capitalistico risulta la miglior risposta all’analisi schumpeteriana, in quanto crea bisogni artificiali per i consumatori. L’imprenditore capitalista è il più grande innovatore e non è più visto come il parassita beneficiario del surplus dei lavoratori di Karl Marx. L’imprenditore riesce a cogliere una novità e a sfruttarla per migliorare il soddisfacimento dei bisogni, stravolgendo completamente il quadro produttivo. L’analisi di Schumpeter risulta ancora moderna, nonostante nel Ventunesimo secolo sia difficile pensare ad un nuovo prodotto che stravolga gli equilibri produttivi e che generi artificialmente un nuovo bisogno.

L’evoluzione del settore industriale e l’elevato grado di specializzazione permette di ripartire la figura dell’imprenditore

---

<sup>1</sup> J.A. Schumpeter *“Teoria dello sviluppo economico (1902)”*, Sansoni, Firenze, 1977.

nella sua triplice essenza: l'imprenditore è colui che ha l'idea, l'imprenditore è colui che gestisce l'idea, l'imprenditore è colui che finanzia l'idea. Il *Venture Capital* permette di re-unire l'essenza della figura imprenditoriale, attraverso operazioni che portano a risultati economici maggiori e migliori rispetto alla mera sommatoria dei risultati delle attività che si intraprendono. L'idea imprenditoriale viene sviluppata, finanziata e gestita congiuntamente dalla figura del Socio Imprenditore e del Socio Finanziatore.

L'operazione di *Venture Capital* è l'evoluzione della figura imprenditoriale, è lo sviluppo della teoria economica dinamica di Schumpeter.

Attraverso le operazioni di *Venture Capital* si permette di ottenere capitale di rischio, di *know-how* specializzato, di esperienze strategiche e manageriali, di network relazionali, che la figura del singolo imprenditore avrebbe difficoltà ad attuare. In termini di progresso economico, il *Venture Capital* permette la creazione e lo sviluppo di nuove imprese e di nuove capacità tecnico-finanziarie, che hanno ripercussioni positive in termini di qualità e produttività in tutto il sistema industriale.

L'elaborato si pone come obiettivo l'esposizione della strutturazione delle operazioni di *Venture Capital* ed è suddiviso in tre capitoli. Nel primo capitolo si spiegherà cos'è il *Venture Capital*, focalizzando l'attenzione sul ciclo di vita dell'operazione: gli operatori di *Venture Capital* effettuano una prima fase di *screening* delle varie opportunità di finanziamento, in seguito vengono definite le modalità di partecipazione alla gestione del

Fondo Comune, delineando sia i profili finanziari che manageriali e strategici; sempre in questa fase di contrattazione vengono delineate le linee guida del disinvestimento che risulteranno in seguito influenzate anche dalla situazione patrimoniale in cui si trova la Società al momento della scadenza del contratto collaborativo.

Il secondo capitolo dell'elaborato ha l'obiettivo di evidenziare le fasi che portano alla stipulazione del contratto avente per oggetto la definizione dei termini del rapporto collaborativo tra il Socio Imprenditore ed il Socio Investitore. Quando si parla di gestione comune di interessi, non si può non parlare di incertezza, di asimmetrie informative e di costi di agenzia. Il capitolo prevede un'analisi dei termini contrattuali volti a mitigare quanto più possibile le asimmetrie informative tra le controparti, concludendosi con un approfondimento sui benefici in termini di struttura di costo derivanti dal rapporto collaborativo.

L'elaborato termina con l'esame di Vertis SGR, una società italiana di Gestione del Risparmio, con sede a Napoli, che effettua sia operazione di *Private Equity* che di *Venture Capital*. La società finanzia esclusivamente società che vantano esperienza nel business di riferimento e che apportano innovazioni tecnologiche ai processi produttivi. L'attività di Vertis SGR sarà confrontata con la gestione dei Fondi Mobiliari Chiusi, dei Fondi Mobiliari Aperti e dei Fondi GPF Retail italiani, tentando di confrontare le evoluzioni dei rispettivi trend in termini di *performance* e di rischio.

## CAPITOLO 1 “Il ciclo dell’investimento di *Venture Capital*”

### 1.1 Introduzione

Il *Private Equity* e, specificatamente, il *Venture Capital* sono la risposta all’evoluzione dei principi di trasparenza e chiarezza che si stanno affermando, già a partire dagli anni Ottanta. Questa “nuova” sfera di investimenti si pone sulla stessa linea d’onda del mondo moderno, dove l’innovazione è la chiave del successo ed il mondo dell’high tech sembra l’unica soluzione all’obsoleto. Attraverso le operazioni di *Venture Capital* si dà vita ad idee innovative proposte da soggetti manchevoli di competenze economiche e/o manageriali.

Il capitolo presenta il tipico ciclo dell’investimento ed è suddiviso sulla base temporale delle varie fasi che si susseguono. Verrà portata alla luce la definizione del *Venture Capital*, evidenziandone l’importanza sia dal punto di vista finanziario che manageriale. In seguito sarà mostrato il processo di raccolta di informazioni da parte degli operatori di *Venture Capital* e la predisposizione di un *placement memorandum* da parte della Società target. La trattazione seguirà con lo studio della fase di investimento, evidenziando le diverse tipologie di intervento in relazione all’epoca storica di vita dell’impresa, per concludersi con la fase di dismissione del rapporto collaborativo, focalizzandosi sui vantaggi e svantaggi delle varie modalità di disinvestimento.

## 1.2 La definizione di *Venture Capital*

Le operazioni di *Private Equity* sono investimenti nel capitale di rischio di un'impresa obiettivo, considerata fortemente innovativa e meritevole di considerazione; in tale modo il Socio Investitore diventa socio a tutti gli effetti della Società target. Il Socio Investitore apporta non soltanto risorse finanziarie, ma anche le proprie competenze professionali, nonché il proprio network di relazioni commerciali. Questo tipo di investimento si distingue perciò da una semplice forma di finanziamento, in virtù dello stretto rapporto collaborativo tra il Socio Investitore ed il Socio Imprenditore, ossia la Società target.

Nel corso del tempo sono mutate le caratteristiche di intervento in funzione del sistema manageriale di riferimento e del diverso stadio di sviluppo del mercato di intervento. Rimane però costante l'acquisizione di partecipazioni in un'ottica di medio-lungo termine col fine ultimo di realizzare un *capital gain* considerevole<sup>2</sup>. In tale ottica allora gli investimenti possono essere classificati come<sup>3</sup>:

- Il finanziamento dell'avvio;
- Il finanziamento della crescita;
- Il finanziamento del cambiamento/espansione.

Il *Venture Capital* in senso stretto viene solitamente individuato nella prima e nella seconda categoria di finanziamento. All'interno di tale categoria rientrano pertanto tutti gli investimenti posti in

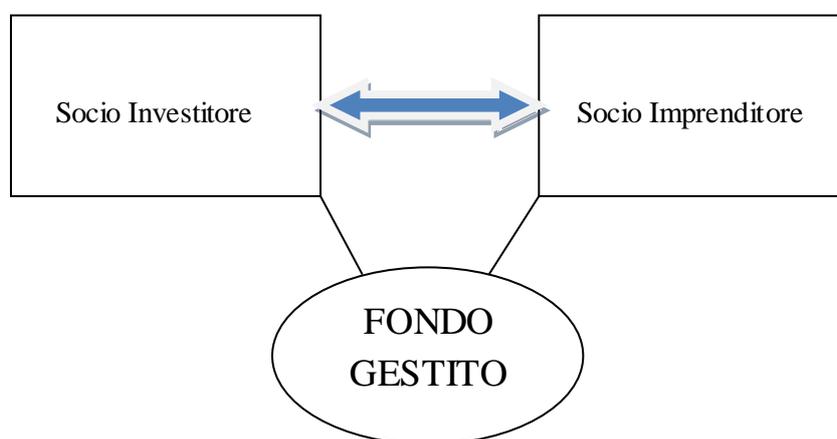
---

<sup>2</sup> S. Chapman, *The Rise of Merchant Banking*, Gregg Revivals, Hapshire, 1992

<sup>3</sup> A. Dessy, J. Vender, *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, Egea, Milano, 1996

essere con l'obiettivo di finanziare la nascita di una nuova idea imprenditoriale e di supportarla nella prima fase di sviluppo. La terza categoria è invece ricondotta all'attività di *buy out*. Mediante l'operazione di *Venture Capital*, il Socio Investitore acquisisce una partecipazione societaria, generalmente di minoranza, all'interno della Società target, azienda nuova caratterizzata da un alto potenziale di crescita. I risultati non devono essere considerati unicamente dal punto di vista contabile, bensì bisogna considerare le altre possibilità di ricchezza che offre questa modalità di investimento: è una risorsa non solo finanziaria ma anche strategica che permette la nascita e/o lo sviluppo di realtà aziendali che allo stato attuale non potrebbero avere successo.

Figura 1. “Relazione tra il Socio Investitore ed il Socio Imprenditore”



Elaborazione dell'autore

La figura evidenzia il “ponte” diretto che si crea tra il Socio Investitore ed il Socio Imprenditore, andando ad escludere dal sistema il tradizionale ricorso alle istituzioni finanziarie e dando così una voce in capitolo alle nuove idee di qualità.

### 1.3 La fase di raccolta

La fase di raccolta è molto delicata ed impegnativa sia dal punto di vista delle risorse materiali che temporali. Durante questa fase l'operatore di *Venture Capital* deve individuare quali settori sono per lui appetibili in termini di strategia e di rischio per ottenere un coerente ritorno nel medio-lungo termine. Da parte sua, il futuro Socio Imprenditore deve predisporre un *placement memorandum*, sulla scorta di un business plan, dove si espone la strutturazione del fondo sotto il profilo tecnico e legale. Pertanto un *placement memorandum* per essere efficace sul mercato deve contenere i termini e le condizioni in merito alla dimensione del fondo e delle quote partecipative, piuttosto che la durata del fondo e le politiche di distribuzione dei proventi derivanti dalla collaborazione.

Nella ricerca di possibilità collaborative profittevoli, esistono dei profili comuni a tutte le forme di investimento di *Venture Capital* che devono essere alla base del processo valutativo<sup>4</sup>:

---

<sup>4</sup> V. Coda, *La valutazione della formula imprenditoriale*, in Sviluppo & Organizzazione, 1984.

- Il profilo manageriale dell'Impresa target, in un'ottica di affidabilità, competenza e reputazione del Socio Imprenditore;
- Il valore dell'azienda in termini di mercato attuale e potenziale, di tecnologia posseduta e di crescita prevista in seguito all'operazione;
- La struttura dell'operazione in modo tale da allineare quanto più possibile gli interessi delle due controparti (Socio Imprenditore e Socio Investitore).

Al fine di valutare la convenienza di un investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate<sup>5</sup> esistono diversi metodi: il più diffuso è il cd. *Venture Capital Method*. Esso inizia attribuendo un valore finale atteso all'impresa relativo al momento in cui si pensa avverrà la dismissione dell'investimento<sup>6</sup>. Tale valore finale è generalmente individuato utilizzando i multipli di mercato e viene poi scontato ad un tasso di attualizzazione compreso, nella prassi, tra il 30% ed il 70% sulla base del rischio connesso all'operazione. I *venture capitalist* utilizzano questo metodo per determinare la quota di partecipazione che posso acquisire<sup>7</sup>. Il limite del *Venture Capital Method* risiede nell'ipotesi che non ci saranno variazioni nella quota partecipativa durante tutta la vita dell'operazione collaborativa.

---

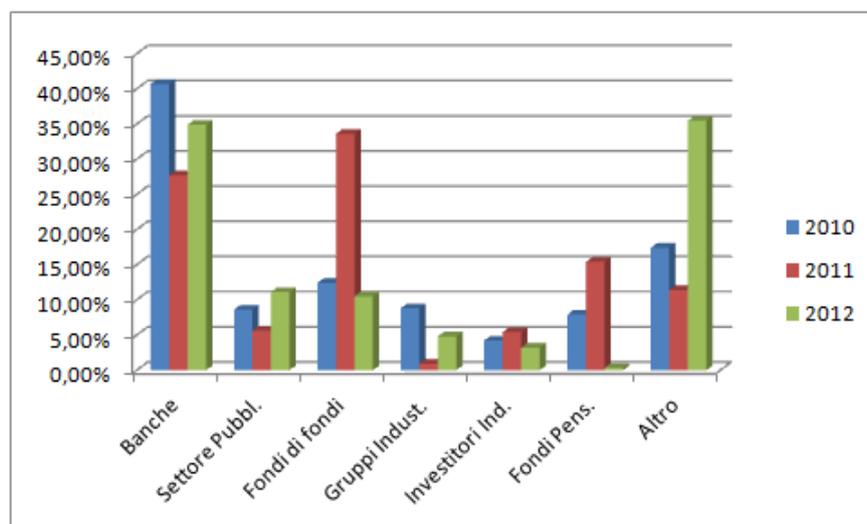
<sup>5</sup> J. Lerner, *Venture Capital & Private Equity. A Casebook*, New York, 1999

<sup>6</sup> W.A. Shalman, *A Method for Valuing Higher Risk Long-Term Investments*, in Harvard Business School Note, 2003. Disponibile su "Harvard Business School".

<sup>7</sup> L.R. Petillon, *Representing Start-up Companies*, Clark Boardman Callaghan, 1992

La figura 2 mostra la forte attività da parte delle istituzioni finanziarie (prevalentemente banche) nel settore del *Private Equity* in Italia, che nel 2010 rappresentavano la fonte principale di finanziamento nel capitale di rischio (40,7%). Un ruolo sempre crescente si sta riservando ai fondi di fondi, con un picco del 33,6% nel 2011. I fondi di fondi sono veri e propri fondi con grandi quantità di capitale a disposizione, che impegnano le loro somme nell'investimento in quote di altri fondi di *Private Equity* e *Venture Capital*, invece che direttamente in partecipazioni aziendali. Il vantaggio principale dei fondi di fondi risiede nell'alta diversificazione del portafoglio di investimenti con la conseguente riduzione del rischio. Tuttavia i costi di gestione risultano essere non indifferenti e si rischia di perdere trasparenza nell'indirizzamento dei fondi comuni.

Figura 2. “Gli operatori italiani dal 2010 al 2012”



Fonte dati: AIFI, 2012

Elaborazione dell'autore

#### 1.4 La fase dell'investimento

Nelle operazioni di *Venture Capital* ciò che è richiesto non è solamente un mero apporto finanziario, bensì un supporto nella formulazione di una strategia di successo. Il Socio Investitore, possessore di una competenza professionale altamente qualificata, fornisce allora una serie di servizi, non oggetto di un obbligo giuridico. Si porrà in essere un'attività di supporto all'attività manageriale e un'attività di monitoraggio<sup>8</sup>. Queste attività consistono nella professionalizzazione delle risorse umane, attraverso incentivi, e l'introduzione di figure di spicco all'interno del Consiglio di Amministrazione. L'intervento prevede anche un intervento di consulenza aziendale. Attraverso un sistema efficiente di supporto e monitoraggio si tenta di minimizzare i costi di agenzia derivanti dal comportamento opportunistico tipico dei rapporti collaborativi.

Il Socio Investitore investe nella Società target acquistando una partecipazione e/o sottoscrivendo un aumento di capitale. La letteratura classica tende a segmentare le diverse tipologie di investimento sulla base del momento storico in cui si trova l'Impresa target; infatti al variare dello stadio di esistenza dell'Impresa, variano anche le esigenze avvertite in termini di capitale e *know-how*. Si parlerà dunque di *seed financing* e *early stage financing* quando l'investimento è volto al finanziamento di un'idea embrionale. In questo caso l'ausilio nella definizione della strategia è fondamentale: infatti il detentore dell'idea è spesso un

---

<sup>8</sup> Hellman-Puri, *Venture Capital and the Professionalization of start-up firms: Empirical Evidence*, in *The Journal of Finance*, vol. 57, 2002

soggetto manchevole di competenze manageriali. Il concetto di innovazione appartiene a questa categoria di investimenti, più di tutte le altre: l'obiettivo sarà allora far vincere una nuova imprenditorialità sul mercato. A maggior ragione, parallelamente ad un impegno finanziario, sarà necessario un supporto di tipo strategico e manageriale. È utile sottolineare che nel caso di *seed financing*, l'investitore in capitale di rischio è presente già nella fase di sperimentazione dell'idea/prodotto. In tale ipotesi si richiederanno anche delle competenze tecnico-scientifiche. Con interventi di *expansion financing* o *development capital* si mira alla risoluzione di problematiche inerenti lo sviluppo di una realtà aziendale già esistente. Pertanto si perseguiranno obiettivi di sviluppo esterno, attraverso l'acquisizione di altre aziende o rami di azienda, ed obiettivi di sviluppo interno, mediante l'aumento della capacità produttiva. In entrambi i casi l'apporto di natura finanziaria sarà focale, ferma restando la necessità di un riferimento consulenziale. Infine con le operazioni di *replacement capital* si dà modo agli azionisti di minoranza di dismettere la propria partecipazione poiché non più interessati agli sviluppi dell'impresa.

Giova sottolineare l'alto grado di rischio caratterizzante i finanziamenti cd. *early stage*: in questa fase di investimento i *venture capitalist* non sono molto attivi, lasciando il posto agli incubatori e agli investitori privati informali. L'incubatore si configura come un'istituzione che interviene nella definizione e nella formulazione di un'idea imprenditoriale. L'attività di incubazione nasce negli Stati Uniti durante gli anni Sessanta, e

soltanto negli anni Ottanta approda nella realtà europea<sup>9</sup> in seguito ad un rapido sviluppo del fenomeno. I manager che lavorano negli incubatori hanno grandi esperienze e competenze in tutti gli ambiti aziendali: dalla finanza al marketing, dalla strategia aziendale alla contabilità. L'attività degli incubatori non si conclude nel mero sostegno finanziario, ma va ben oltre: l'incubatore raffina l'idea imprenditoriale e favorisce l'accesso a spazi fisici ed infrastrutture; mette a disposizione dell'imprenditore la propria rete di contatti commerciali per trovare delle conoscenze proficue anche per la futura crescita dell'impresa; professionalizza il capitale umano. Il ruolo degli investitori privati è invece ricoperto da soggetti privati con la passione per la sfida manageriale e con ingenti disponibilità di capitale, conosciuti come *private angel*. Sono spesso manager in pensione, ex proprietari di impresa ed hanno pertanto un'alta competenza tecnico-strategica, oltre ad un ampio campo di conoscenze interessanti. La principale differenza tra un *private angel* ed un'istituzione di *Venture Capital* risiede nel campo di intervento: i *private angel* sono spesso i finanziatori di realtà imprenditoriali di dimensioni ridotte, che vengono trascurate dalle istituzioni di *Venture Capital* poiché l'intervento richiesto in termini di risorse è troppo alto in relazione ai ritorni che un'impresa più piccola può garantire. Inoltre l'organizzazione del mondo dei *private angel* è meno formalizzata, anche se si sta assistendo ad una sempre maggiore strutturazione del finanziamento attraverso l'istituzione di associazioni di investitori privati.

---

<sup>9</sup> R. Laikaka, *Lesson from international experience for the promotion of business incubation systems in emerging economies*, UNIDO, 1997.

Il *venture capitalist* può effettuare l'investimento unitamente ad altri operatori, attraverso l'istituto conosciuto come "sindacazione dell'investimento". Tale istituto si concretizza nell'esistenza di un investitore principale (*lead investor*), detentore di una partecipazione più consistente rispetto agli altri partecipanti. Con la sindacazione dell'investimento si permette ai vari *venture capitalist* di diversificare il rischio del proprio portafoglio di investimenti; inoltre aumentano le disponibilità di investimento e si migliora la qualità della selezione dei possibili interventi grazie ad un confronto tra i diversi partecipanti.

Generalmente il finanziamento non viene conferito in un'unica soluzione, bensì in più *tranches* che si susseguono seguendo delle scadenze temporali che possono dipendere da diversi fattori; l'attività di *staging capital* risulta essere anche uno strumento di controllo dell'attività del Socio Imprenditore, infatti il Socio Investitore ha solamente la facoltà, e non il dovere, di fornire le restanti parti del finanziamento.

#### 1.5 La fase del disinvestimento

La fase del disinvestimento rappresenta l'ultima fase del rapporto collaborativo. La scelta del canale di disinvestimento può ricadere nella cessione privata a terzi (*trade sale*), nell'offerta pubblica iniziale (IPO), nella cessione della partecipazione ad un altro operatore finanziario o nell'annullamento della partecipazione qualora il fondo non possa più garantire i ritorni inizialmente

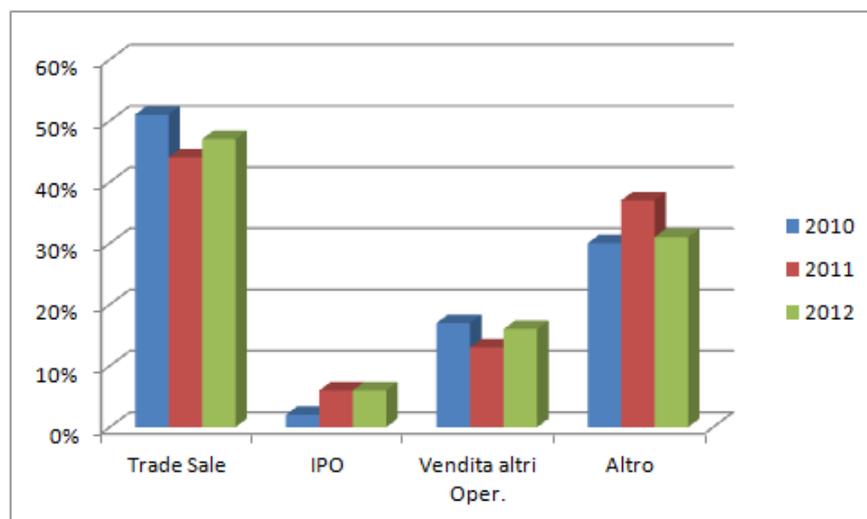
previsti.<sup>10</sup> Ovviamente la modalità di disinvestimento, seppur preventivamente definita in fase di contrattazione, dipende da una serie di fattori che vanno considerati congiuntamente, quali la dimensione dell'impresa, i risultati raggiunti e le volontà degli azionisti.

Tutte le modalità di uscita "positive" presentano vantaggi e svantaggi. Nel caso di cessione privata si può richiedere un prezzo maggiore in virtù dell'importanza strategica che ora possiede l'impresa; è senza dubbio un'operazione più rapida, semplice e meno costosa rispetto ad un IPO; ci si rivolge ad un singolo operatore acquirente. Tuttavia il management dell'impresa ceduta può opporsi a questo tipo di operazione o potrebbe non essere facile trovare dei *trade buyer*. Attraverso la dismissione pubblica è molto più probabile incontrare il consenso del management; si può sperare in un'ulteriore guadagno derivante dall'acquisto delle azioni post quotazione. Al contempo si deve affrontare un sistema di costi maggiore ed è una strada non percorribile da imprese di piccole dimensioni. Il caso di cessione ad un altro investitore finanziario sta pian piano prendendo corpo tra le ipotesi di dismissione, tuttavia può incorrere nelle disapprovazioni del management perché si sostanzia in un passaggio da un investitore ad un altro.

---

<sup>10</sup> SMITH, *The Exit Structure of Venture Capital*, UCLA Law Review, vol. 53, 2005

Figura 3. “Le modalità di dismissione”



Fonte dati: AIFI, 2012

Elaborazione dell'autore

L'elevato ricorso alla cessione privata (oltre il 45% nell'arco degli ultimi tre anni) conferma che il mercato italiano è caratterizzato per lo più da piccole-medie imprese, che spesso non riescono a raggiungere volumi tali da avere un ruolo rilevante sul mercato borsistico; infatti la dismissione tramite IPO si è mantenuta sempre al di sotto del 10% nell'arco degli ultimi tre anni considerati.

## 1.6 Conclusioni

Dall'analisi svolta emerge quali siano la *ratio* e la natura dell'intervento di *Venture Capital*. In particolare, il contributo del Socio Investitore al Socio Imprenditore non si limita ad un conferimento di capitale e ad un rapporto strettamente finanziario. L'apporto più rilevante consiste nel supporto nella definizione di

una strategia manageriale di successo, nell'espansione delle competenze del management, nel miglioramento dei principi di trasparenza e chiarezza tra i vari organi interni della Società. È altresì importante l'immagine e la notorietà della stessa sul mercato dei capitali assunta in seguito all'espansione imprenditoriale, frutto dell'investimento in capitale di rischio da parte dei *venture capitalist*. Seppur l'investimento abbia generalmente un arco temporale ridotto (si parla al massimo di 10 anni), i benefici che ne conseguono non hanno scadenze: le competenze acquisite non svaniscono, il network relazionale e commerciale continua la sua espansione, l'atteggiamento volto alla creazione di valore continua a persistere nella politica aziendale. Nonostante l'uscita del Socio Investitore, i vantaggi derivanti dal rapporto collaborativo permangono in termini di "cultura manageriale".

## CAPITOLO 2 “La strutturazione dell’operazione di *Venture Capital*”

### 2.1 Introduzione

Nella strutturazione di un’operazione di *Venture Capital* gioca un ruolo focale l’allineamento degli interessi del Socio Investitore e del Socio Imprenditore. L’incertezza delle idee imprenditoriali da finanziare rappresenta un primo ostacolo da superare: spesso chi chiede la partecipazione dei *venture capitalist* sono soggetti privi di competenze strategiche e/o manageriali, pertanto per il Socio Investitore sarà fondamentale una fase preliminare di analisi. Un’ulteriore problematica del rapporto deriva dalle asimmetrie informative possedute dalle parti in fase di contrattazione: il Socio Imprenditore potrebbe avere interesse solamente al finanziamento della sua idea per poi abbandonare la gestione, ed il Socio Investitore potrebbe perseguire delle strategie di brevissimo termine per rientrare il prima possibile dell’investimento effettuato a discapito dello sviluppo della Società target.

Il capitolo espone i comportamenti preliminarmente assunti dal Socio Investitore nella fase di *screening* delle varie idee finanziabili, approfondendo le tematiche dell’incertezza e delle asimmetrie informative. In seguito si esporrà la struttura tipica di un contratto di *Venture Capital*, trattando i termini comuni del contratto, i diritti e i doveri disposti alle parti. La trattazione si conclude con un’analisi della gestione corrente, ponendo in

evidenza le differenze tra le varie tipologie di Soci Investitori e di intervento in funzione della tipologia di operazione. In un'ultima analisi si esporranno i benefici in termini di struttura di costo derivanti da questo tipo di rapporto collaborativo.

## 2.2 L'attività di *screening*

I *venture capitalist* effettuano una lunga serie di analisi prima di individuare la Società target per loro più profittevole. Una delle caratteristiche salienti del *Venture Capital* consiste proprio nel finanziamento di un'idea imprenditoriale di recente costituzione<sup>11</sup>, per cui il livello di incertezza circa gli esiti è molto elevato: uno studio dimostra che il 92% dei Soci Imprenditori coinvolti in un'operazione di *Venture Capital* tra il 1991 ed il 2003, era alla loro prima esperienza imprenditoriale.<sup>12</sup>

L'incertezza riguarda innanzitutto le prospettive economiche e di crescita della Società finanziata, non essendo disponibili i dati storici della stessa. Inoltre il Socio Investitore ed il Socio Imprenditore posseggono diverse informazioni circa gli elementi della Società: pertanto, finché non si istituisce un sistema di compensazione volto alla riduzione delle asimmetrie informative, il Socio Imprenditore sarà restio a rivelare tutte le informazioni ai *venture capitalist*.

---

<sup>11</sup> Gompers-Lerner, *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, USA, 2000.

<sup>12</sup> Bengtsson, *Relational Venture Capital Financing of Serial Founders*, SSRN Working Paper, 2008.

In virtù di tale riflessione è lecito supporre il manifestarsi di costi di agenzia tra il Socio Investitore ed il Socio Imprenditore generalmente sotto due profili: da un lato il Socio Imprenditore può ricevere i cd. “benefici privati”<sup>13</sup>. Essi possono consistere nella semplice soddisfazione nel vedere realizzata una propria idea imprenditoriale o nell’utilizzo per uso personale dei beni sociali. Dall’altro lato, in virtù delle maggioranze richieste in assemblea, chi ha il controllo della società può tenere un comportamento opportunistico nel senso di massimizzazione dei proprio interessi a discapito di quelli dell’intera società<sup>14</sup>. Tipicamente negli accordi di *Venture Capital*, il controllo della società è dinamico poiché i termini contrattuali permettono il trasferimento del controllo sulla base dei risultati conseguiti. Appurare l’esistenza del comportamento opportunistico delle parti è empiricamente complesso e molti autori assumono pertanto, in astratto, l’esistenza di un azzardo morale reciproco. Tuttavia l’evidenza dimostra che è molto più facile che sia il Socio Investitore ad assumere un comportamento opportunistico: infatti è quest’ultimo che si garantisce il controllo sulla società e sul Consiglio di Amministrazione ed i termini contrattuali sono tipicamente più favorevoli al suo operato.

Il Socio Investitore può sostituire il Socio Imprenditore dalla carica di amministratore delegato, sfruttando la clausola per cui, nel caso di cessazione da tale carica, le opzioni detenute dal Socio Imprenditore che non sono ancora state esercitate vengano

---

<sup>13</sup> Aghion-Bolton, *An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting*, in *Review of Economic Studies*, vol. 59, 1992.

<sup>14</sup> Broughman, *Investor Opportunism and Governance in Venture Capital*, in Cumming (ed.), Wiley, 2009.

cancellate e/o riacquistate al prezzo di mercato. In questo modo il Socio Imprenditore può essere sostituito con un socio che accetti dei compensi minori andando ad eliminare l'effetto incentivante della remunerazione.

Le condizioni contrattuali tipiche prevedono la consegna di azioni privilegiate convertibili a favore del Socio Investitore; questo strumento è causa di ulteriori costi di agenzia, poiché le azioni privilegiate fanno sì che il *venture capitalist* sia maggiormente propenso a perseguire strategie poco rischiose che contengano le perdite<sup>15</sup>.

Inoltre il Socio Investitore preferirà liquidare la società, anche se la soluzione efficiente fosse la prosecuzione della gestione del fondo comune, per garantirsi il ritorno sull'investimento iniziale, forte dei privilegi in sede di liquidazione. A partire da questa potenziale strategia del Socio Investitore, sorgono due ulteriori distorsioni: da una parte i *private angels* saranno meno disposti ad investire poiché si vedranno attribuire azioni ordinarie; dall'altra parte si conterrà il meccanismo incentivante nei confronti dei dipendenti della società.

Sebbene sia meno frequente, non può escludersi aprioristicamente un comportamento opportunistico da parte del Socio Imprenditore, esercitato grazie ad un vantaggio in termini di asimmetria informativa. Il Socio Imprenditore può ricattare il Socio Investitore abbandonando l'attività una volta ottenuto il

---

<sup>15</sup> Bascha-Walz, *Convertible Securities and Optional Exit Decisions in Venture Capital Finance*, in *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, 2001.

finanziamento<sup>16</sup>. Questa strategia è molto invalidante soprattutto in quegli accordi che si basano sul capitale umano: il Socio Investitore non ha le conoscenze scientifiche o tecniche per ottenere dei validi risultati o anche soltanto per rientrare dell'investimento effettuato.

Al fine di ridurre quanto più possibile l'incertezza, le asimmetrie informative ed i costi di agenzia, si fa ricorso alla contrattazione privata. Lo strumento più importante di controllo è il meccanismo dello *staging capital*<sup>17</sup>. Raramente il Socio Investitore conferisce in un'unica soluzione tutto il capitale sottoscritto, ma investe nel capitale di rischio in momenti diversi e successivi; infatti il Socio Investitore non è legalmente obbligato a fornire tutto il capitale sottoscritto, ma può recedere dal rapporto collaborativo quando vengono meno le prospettive inizialmente considerate. Il metodo dello *staging capital* è anche un modo per incentivare il team manageriale ad una corretta gestione: i conferimenti sono connessi al raggiungimento di determinati obiettivi economico-finanziari o industriali. Il diniego delle successive *tranches* di capitale, oltre ad interrompere lo sviluppo della Società, è anche un segnale negativo che viene lanciato sul mercato, pertanto trovare altri possibili Soci Investitori sarà più complicato che in precedenza. Generalmente il Socio Imprenditore accetta la suddivisione in più fasi del finanziamento poiché ripone grande fiducia nella capacità di raggiungere gli obiettivi prefissati.

---

<sup>16</sup> Klein-Crawford-Alchian, *Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process*, in *Journal of Law & Economics*, vol. 21, 1978.

<sup>17</sup> Gompers, *Optimal Investment, Monitoring and the Staging of Venture Capital*, in *Journal of Finance*, vol. 5, 1995.

Un altro strumento chiave per ridurre le asimmetrie informative tra le parti coinvolte è il contratto: se il Socio Imprenditore risulta essere riluttante circa alcuni termini del contratto, probabilmente non confida nella buona riuscita della sua idea imprenditoriale. A titolo di esempio, nel *Venture Capital Method*, si usano dei tassi di attualizzazione molto elevati (30-70%) proprio per scoraggiare investimenti in progetti di medio-lungo termine incerti. Attraverso i termini contrattuali è possibile tutelare il Socio Investitore dal rischio di ricatto della controparte, formalizzando degli obblighi di non concorrenza e/o delle clausole punitive qualora il Socio Imprenditore abbandoni anzitempo la gestione comune.

Attraverso il contratto si può predisporre un'allocazione ottimale di *equity* e debito: maggiore sarà la partecipazione del Socio Investitore all'*equity* e minori saranno i costi di agenzia volti alla mitigazione dei comportamenti opportunistici. Infatti sarà anch'egli coinvolto nella sopportazione di tali costi in misura proporzionale alla partecipazione al capitale di rischio della Società. La scelta relativa alla struttura finanziaria completa quegli aspetti contrattuali non definibili *ex-ante*<sup>18</sup>: viene assegnato a ciascuna parte il potere decisionale in misura della partecipazione nei diritti amministrativi connessi.

---

<sup>18</sup> Aghion-Bolton, *An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting*, in *The Review of Economic Studies*, vol. 59, 1992.

### 2.3 La costruzione dell'operazione

La tipica struttura societaria che si viene ad istituire in seguito alle operazioni di *Private Equity* e *Venture Capital* è l'organizzazione in Società in Accomandita per Azioni, dove il Socio Investitore diventa socio accomandatario ed il Socio Imprenditore ricopre il ruolo di socio accomandante. In sede di redazione e stipulazione del contratto vengono disciplinati i seguenti aspetti<sup>19</sup>:

- Stabilità della compagine sociale, attraverso accordi di *lock-up* (per cui il Socio Imprenditore si impegna a non cedere la propria quota partecipativa per un periodo di tempo determinato), piani di *stock options* (meccanismi di fidelizzazione del team manageriale), piani di *exit* e clausole di prelazione;
- *Governance* della Società target, per garantire la trasparenza e la corretta gestione del fondo comune;
- Informativa societaria, quale elemento fondamentale del rapporto collaborativo tra le parti attraverso l'adozione di politiche di divulgazione tempestiva delle informazioni;
- Disinvestimento da parte del Socio Investitore, regolamentato già in sede di contrattazione.

La trattazione proseguirà con la descrizione della struttura contrattuale tipica che definisce inoltre le clausole relative al finanziamento iniziale e al disinvestimento in sede di cessione

---

<sup>19</sup> Parlotti, *Il ruolo del Private Equity*, L'impresa, n. 6/2004.

dell'attività. Verranno seguitamente esposti i dettagli circa la remunerazione dei *venture capitalist*, la durata del rapporto collaborativo e gli obblighi informativi tra gli organi gestori del fondo comune.

### 2.3.1 Il contratto e la struttura tipica

Il rapporto collaborativo tra le parti è stabilito da un contratto che prevede, tra l'altro, che al *venture capitalist* vengano assegnate delle azioni privilegiate convertibili in azioni ordinarie, venga predisposta la partecipazione al Consiglio di Amministrazione, venga assegnato il diritto di prelazione qualora la Società partecipata sia ceduta, venga attribuito in sede di aumento di capitale il diritto di opzione, vengano conferiti particolari diritti nel caso di quotazione della Società partecipata<sup>20</sup>. Queste disposizioni permettono, grazie ad un'accurata allocazione di diritti patrimoniali ed amministrativi, di mitigare i problemi connessi al comportamento opportunistico delle parti coinvolte.<sup>21</sup>

---

<sup>20</sup> Bartlett, *Fundamentals of Venture Capital*, Madison Brooks, New York, 1999.

<sup>21</sup> Schmidt, *Convertible Securities and Venture Capital Finance*, in *Journal of Finance*, vol. 58, 2003.

### 2.3.2 Il finanziamento

Il Socio Investitore partecipa alla costituzione del fondo sottoscrivendo una minima parte, generalmente almeno pari all'1% del capitale costituente il fondo.<sup>22</sup>

Gli accordi circa il finanziamento, e il seguente disinvestimento della quota partecipativa, sono stabiliti all'interno dei patti parasociali. La possibilità di uscita dal rapporto collaborativo entro una certa scadenza o in seguito a determinati obiettivi raggiunti, è garantita da un'opzione *put* a favore del Socio Investitore: quest'ultimo può vendere la propria quota partecipativa ad una data stabilita, o entro un arco temporale prestabilito, al prezzo determinato in sede di contrattazione, all'azionista di maggioranza, il quale è obbligato ad acquistare l'intera quota. I termini, sia temporali che di definizione del prezzo, sono molto variabili.

Un'alternativa all'azione *put* è il cd. "*reverse drag along right*": un contratto avente per oggetto il diritto di mettere in vendita, entro una data scadenza, l'intera società e garantendo al contempo la possibilità all'azionista di maggioranza il diritto di prelazione in fase di acquisto. Generalmente si affida l'operazione ad una società di consulenza in modo tale da effettuare la cessione al prezzo più alto alla corrente situazione del mercato.

Esiste un'ulteriore clausola contrattuale, volta a tutelare gli azionisti, ed è rappresentata dal cd. "diritto di seguito": il socio di

---

<sup>22</sup> Gilson, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, in *Stanford Law Review*, vol. 55, 2002-2003.

minoranza partecipa pro-quota a tutte le attività poste in essere dall'azionariato di maggioranza che prevedono la cessione delle quote partecipative. In tal modo si tutela la parità di trattamento indipendentemente dal numero di azioni detenute.

### 2.3.3 La remunerazione, la durata ed il *reporting*

Il Socio Investitore riceve la remunerazione per il proprio investimento nel capitale di rischio attraverso due canali principali: esiste una commissione per la gestione (il cd. "*management fee*"), che si calcola rispetto alla totalità dell'importo costituente il fondo comunemente gestito; è prevista anche una partecipazione agli utili (il cd. "*carried interest*"), quantificata in base ai *capital gain* che si ottengono in seguito alla cessione della Società gestita.

La durata del rapporto collaborativo è generalmente stabilita in dieci anni, ma si rimette al Socio Investitore la possibilità di estenderla per una o più volte per la durata di un anno. Pertanto il *management fee* ed il *carried interest* devono essere distribuiti entro la scadenza del fondo inizialmente pattuita, o entro il termine prorogato successivamente. Nella prassi la remunerazione, per entrambe le categorie di soci, avviene su base annuale o semestrale e non alla scadenza del contratto. A tal riguardo è utile presentare l'evoluzione storica che ha subito la ripartizione dei proventi tra *venture capitalist* e soci accomandanti. Agli esordi del *Venture Capital* si prevedeva che i *venture capitalist* ricevessero la propria quota partecipativa solamente dopo che i soci accomandanti fossero rientrati dell'intero capitale investito. Quando la domanda di

*Venture Capital* è cominciata ad aumentare (verso la prima metà degli anni Ottanta), i *venture capitalist* hanno fatto sì che la situazione si capovolgesse, eliminando le clausole che postergavano le proprie quote rispetto al rimborso dei soci accomandanti: i *capital gain* erano così divisi immediatamente tra le due categorie di soci. Tuttavia alla fine degli anni Ottanta la domanda di *Venture Capital* è diminuita e si è ristabilito un trattamento simile a quello iniziale<sup>23</sup>: ai soci accomandanti è garantita una soglia minima di ritorno (il cd. “*hurdle rate*”) e solamente in seguito i *venture capitalist* ricevono la propria quota partecipativa. Una tale disciplina sembra favorire il Socio Imprenditore, tuttavia il Socio Investitore può perseguire una strategia finanziaria di breve termine per raggiungere il prima possibile la suddetta soglia e poter beneficiare dei *capital gain*. Inoltre per ristabilire un equilibrio nella divisione degli utili, si garantisce ai *venture capitalist* l’introduzione di clausole di recupero (le cd. clausole di “*catch-up*”) che consentono a questi ultimi di ottenere dei ritorni più cospicui una volta raggiunta la soglia minima a favore dei soci accomandanti.

Il contratto prevede che il Socio Investitore debba ricevere a determinate scadenze (generalmente annuali) una relazione da parte dell’organo amministrativo sulla situazione economico-finanziaria del fondo comunemente gestito. Specificatamente si richiede che il Socio Imprenditore fornisca al Socio Investitore un *plafond* contenente:

---

<sup>23</sup> Lerner, *Venture Capitale and Private Equity: A Course Overview*, SSRN, Working Paper, 2001.

- Informazioni circa particolari fattori di rischio che possono incidere sulla performance della Società (particolarità del business in cui la Società opera, utilizzo di strumenti finanziari rischiosi come i derivati, eventuali conflittualità all'interno degli organi amministrativi);
- Informazioni circa i dati finanziari ed operativi della Società, per consentire un controllo costante dell'attività imprenditoriale. Questa categoria di informazioni generalmente comprende lo stato patrimoniale, il conto economico ed il rendiconto finanziario, tutti redatti secondo i principi vigenti nel mercato in cui la Società opera.

L'obbligo informativo risulta molto importante per supervisionare l'andamento della società e per capire con anticipo se la strategia posta in essere porterà ai risultati preliminarmente previsti. Inoltre con questo tipo di informativa si stabiliscono i successivi obiettivi da conseguire per ottenere le restanti *tranches* di capitale sottoscritto ma non ancora conferito da parte del Socio Investitore.

#### 2.4 La disciplina della gestione corrente

Fine ultimo del management è riuscire ad orientare tutti gli interessi aziendali in una comune direzione. Per perseguire tale obiettivo è necessaria una struttura che ottimizzi le prestazioni,

andando ad intervenire nelle seguenti aree<sup>24</sup>, con una moltitudine di scelte di diversa rilevanza sia gestionale che finanziaria:

- Selezione e promozione delle risorse umane in funzione dei posti di lavoro disponibili;
- Valido sistema di incentivazione per premiare le condotte determinanti lo sviluppo e correggere quelle non in linea con la strategia aziendale;
- Valido sistema premiante, coerente col suddetto, per motivare le risorse umane e limitarne la dispersione verso l'esterno;
- Sviluppo della dirigenza, formando figure professionali di spicco;
- Miglioramento dei rapporti con i dipendenti.

Come precedentemente accennato, le scelte ricoprono una vasta gamma di possibili interventi che variano in funzione dell'operatore finanziario e della tipologia di operazione. In particolare si distinguono i Soci Investitori attivi da quelli passivi: i primi partecipano alla crescita dell'azienda finanziata, i secondi si limitano ad apportare il capitale necessario e ad effettuare controlli periodici sulla gestione. Ovviamente un Socio Investitore attivo potrà seguire un numero inferiore di progetti. Un'analisi svolta da MacMillan, Kulow e Khoylian tra il 1986 ed il 1987, ha permesso di classificare gli investitori in tre tipologie<sup>25</sup>: i cd. "investitori

---

<sup>24</sup> Hax-Majiluf, *La gestione strategica dell'impresa*, Edizioni Scientifiche Italiane, 1991.

<sup>25</sup> MacMillan, Kulow, Khoylian, *Venture capitalists' involvement in their investments: extent and performance*, in *Journal of Business Venturing*, vol. 4, 1988.

*laissez faire*” che hanno un minimo coinvolgimento nella gestione societaria, andando per lo più a fungere da consulenti finanziari; gli investitori moderati si caratterizzano per espletare anche funzioni manageriali, come la selezione, la formazione e la stipulazione di contratti; l’ultimo gruppo è costituito dagli investitori attivi, i quali partecipano anche alle decisioni strategiche e monitorano l’attività.

L’entità della partecipazione del Socio Investitore alla gestione societaria varia anche in funzione della tipologia di partecipazione posta in essere: nelle partecipazioni allo stato iniziale e al successivo sviluppo, gli interventi perseguono gli interessi del gruppo industriale al fine del buon esito dell’idea finanziata. Nel caso di interventi finalizzati alla quotazione in Borsa, la società ha generalmente un piano di sviluppo chiaro e stabile, per cui il Socio Investitore assumerà una partecipazione di minoranza che potrà dismettere senza complicazioni subito dopo la quotazione IPO. Qualora l’intervento invece sia volto alla ristrutturazione di una società in crisi finanziaria, il Socio Investitore è spesso obbligato per legge ad assumere la complessiva responsabilità gestionale.

## 2.5 Le economie di scala e di apprendimento

Con riferimento alla struttura dei costi, le economie di scala e le economie di apprendimento sono molto significative per un Socio Investitore che partecipa alla gestione di più fondi. Le economie di scala esistono quando i costi unitari di produzione e distribuzione diminuiscono all’aumentare dei volumi; nel sistema

di *Venture Capital* per produzione e distribuzione si intende la ricerca e la strutturazione di accordi, il monitoraggio degli investimenti e la distribuzione dei *capital gain*. Tuttavia la tipologia di costi sostenuti dai *venture capitalist* sono principalmente fissi, pertanto le economie di scala non sono così evidenti come nella gestione di altri modelli produttivi.

Rispetto alle economie di apprendimento, i *venture capitalist* ne beneficiano divenendo sempre più abili nella stipulazione di accordi con altri soggetti coinvolti nell'investimento, come per esempio le banche e le società contabili che partecipano all'operazione. Si coltiva così il *network* commerciale che incrementa il valore economico e la credibilità sul mercato della società target finanziata.

Tuttavia, quando il Socio Investitore crea il suo portafoglio di società target, non persegue sempre la struttura ottimale: spesso i costi operativi sopracitati ed i tassi di rischio connessi alla gestione come soci accomandatari sono correlati negativamente.

## 2.6 Conclusioni

La logica di un intervento di finanza straordinaria, quale quello di *Venture Capital*, deve essere di medio-lungo termine al fine di poter programmare e conseguire un piano di sviluppo sostenibile. È necessario allora trovare del capitale “paziente”, in linea con un obiettivo di creazione di valore. La presenza di investitori istituzionali nel capitale di rischio della società e l'adozione di un consono sistema di regole di *corporate*

*governance*, rappresentano un importante elemento strategico su cui far leva per lo sviluppo della Società target. Pertanto inserire un articolato sistema di regole, volto alla riduzione, per quanto possibile, di asimmetrie informative, è il presupposto per l'incremento valoriale della Società e per il miglioramento della gestione aziendale: il rispetto delle disposizioni in termini di buon governo e buona gestione dell'impresa funge da acceleratore per la crescita aziendale. Le società partecipate da investitori istituzionali riscontrano miglioramenti nella pianificazione strategica e nel controllo operativo della situazione finanziaria, pongono in essere un efficiente sistema di incentivi e di remunerazione, migliorano la comunicazione tra gli organi interni predisponendo un accurato sistema di *reporting*.

## CAPITOLO 3 – IL FONDO VERTIS SGR

### 3.1 Introduzione

Le operazioni di *Private Equity* e di *Venture Capital* sono inserite nel più ampio contesto della Gestione del Risparmio. Essendo delle operazioni ancora “giovani” caratterizzate da una ridotta esperienza dei principali operatori finanziari, il settore risulta molto dinamico e fortemente connesso al contesto macroeconomico di riferimento.

La società di gestione del risparmio Vertis SGR opera sia nel settore del *Private Equity* che del *Venture Capital*. Localizzata nel Mezzogiorno, è proprio in queste regioni che promuove le proprie attività.

Nel seguito verrà esposta la struttura organizzativa della società in questione, definendone il campo di azione e le politiche strategiche. A tal fine si farà riferimento all’attività di *screening* posta in essere da Vertis SGR, vedendo come viene declinata nella selezione effettiva delle società finanziate.

L’attività di Vertis SGR verrà confrontata con le *performance* dell’intero mercato italiano della Gestione del Risparmio, in particolare dei fondi mobiliari chiusi.

### 3.2 Il Fondo Vertis SGR

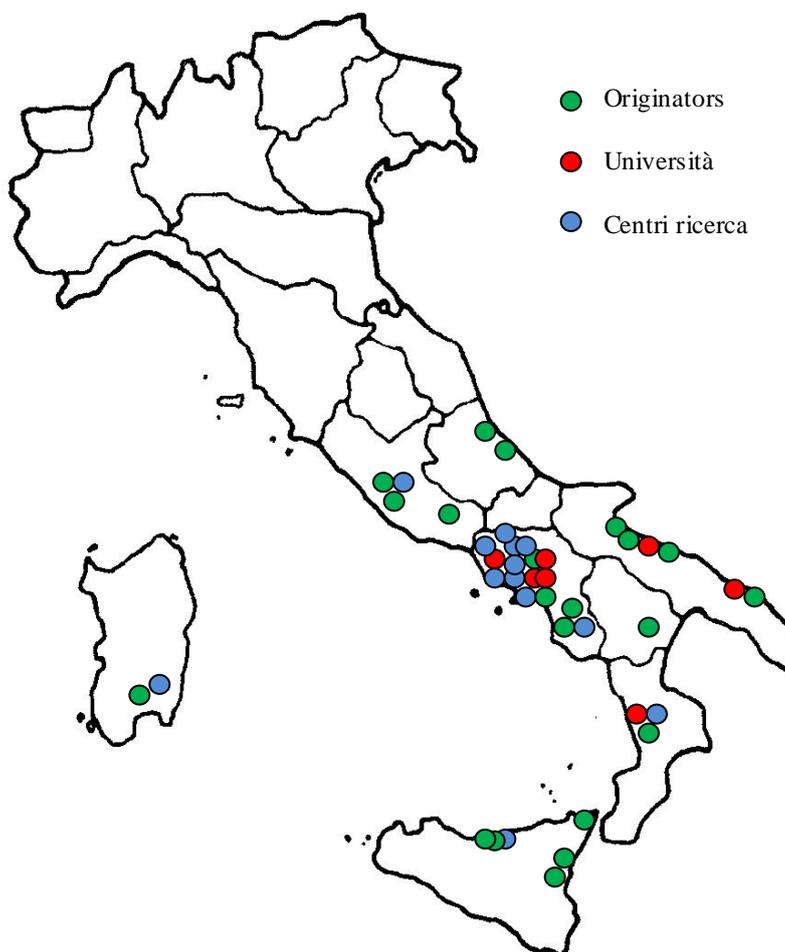
Vertis SGR è una società italiana di Gestione del Risparmio con sede a Napoli. Gestisce sia fondi di *Private Equity* che di *Venture Capital*, con i quali assume partecipazioni in piccole e medie imprese italiane localizzate nelle regioni del Mezzogiorno. La gestione di entrambe le tipologie di fondo, permette a Vertis SGR di accompagnare le società sia nelle fasi iniziali di finanziamento che nelle operazioni di *buy-out*.

Vertis SGR si caratterizza per l'assenza di soggetti legati a qualsiasi gruppo bancario, per un'attività incentrata solamente nel Sud Italia che le consente un contatto più agevole e diretto con gli imprenditori, e per un *know-how* garantito da oltre quindici anni di esperienza nel settore. Tutto questo ha fatto di Vertis SGR una delle società di *Private Equity* e *Venture Capital* più prestigiose del Mezzogiorno.

Per favorire una gestione quanto più consapevole e professionale, Vertis SGR ha stipulato accordi con quattordici centri di ricerca e sette università localizzate nelle regioni del Sud, e contratti con numerose società di consulenza, studi commercialisti e legali ed altre figure professionali (*originators*).

La figura 3.1 mostra la distribuzione geografica dei partner, evidenziando l'esclusività dell'attività nelle regioni del Mezzogiorno.

Figura 3.1 “La distribuzione geografica dei partner”



Elaborazione dell'autore

Ogni intervento di *Venture Capital* realizzato ha una dimensione abbastanza ridotta che varia tra 0,5 e 2,5 milioni di euro. Vertis SGR valuta le opportunità di investimento in base a:

- Presenza di innovazioni riguardanti i processi produttivi;

- Imprese localizzate nelle regioni del Sud Italia;
- Management già esperto nel business di riferimento.

Inoltre è richiesto alla società proponente un'indicazione circa gli indirizzi storici dell'iniziativa in questione ed i principali risultati economici, sia conseguiti che attesi.

### 3.3 Regolamento e caratteristiche del fondo

Vertis SGR investe principalmente in società non quotate con lo scopo di accrescerne il valore nel tempo. Gli investimenti si rivolgono esclusivamente ad operazioni di *early stage financing* ed *expansion capital*. Gli interventi in una stessa impresa sono ripartiti in un massimo di tre *tranches* a distanza di almeno un semestre.

L'ammontare iniziale del Fondo è fissato pari a venticinque milioni di euro ed è costituito da due categorie di quote, A e B. Hanno entrambe valore nominale pari a cinquantamila euro e differiscono nei diritti patrimoniali. Ciascun possessore di quote di tipo A può esercitare un'opzione di acquisto delle quote B ottenendo un corrispettivo pari al costo di acquisto maggiorato del 3% composto su base annua. Nel momento di cessione delle quote di tipo B, i partecipanti al Fondo hanno il diritto di prelazione in misura proporzionale alle quote già possedute.

La remunerazione dei partecipanti al fondo consiste in una *management fee* pari al 2,8% su base annua, distribuita semestralmente, calcolata sull'ammontare sottoscritto in fase di investimento, ed un *carried interest* distribuito pro-quota. In fase di

disinvestimento si ripartisce fra i partecipanti una somma fino a concorrenza dell'importo sottoscritto inizialmente, e un'ulteriore somma calcolata applicando alle sottoscrizioni effettuate un tasso di interesse pari all'Euribor ad un anno, rilevato alla data di sottoscrizione, maggiorato del 2%. Le ulteriori somme che possono residuare vengono distribuite per l'80% ai possessori di quote di tipo B ed il restante 20% alla SGR.

Lo scioglimento del Fondo ha effetto decorsa la durata fissata pari a nove anni, o qualora sovvenga una delle seguenti cause:

- Scioglimento della SGR;
- Impossibilità della gestione del Fondo per giusta causa;
- Delibera del Consiglio di Amministrazione.

La SGR deve consegnare al Comitato di Controllo un report semestrale che illustri l'andamento delle partecipazioni e dell'attività di gestione del Fondo; ogni anno un'analisi del gap tra i risultati previsti ed i risultati effettivamente conseguiti.

L'attività di Vertis SGR ha visto una notevole crescita negli ultimi quattro anni, modificando anche i business di riferimento a cui rivolgere i finanziamenti. A partire dal 2009, ma ancora di più nel 2012, Vertis SGR ha rivolto i proprio fondi per lo sviluppo di nuove tecnologie nei processi produttivi e per l'implementazione di *application* per *smartphone*, in linea con la forte evoluzione proprio di quest'ultimo settore.

### 3.4 Il portafoglio dei nuovi investimenti

Come precedente detto, Vertis SGR indirizza i propri fondi per partecipazioni con Società localizzate delle regioni del Mezzogiorno e che presentino innovazioni di processo e di prodotto. L'analisi del portafoglio degli investimenti è fatta cronologicamente.

Nel dicembre 2009, Vertis SGR investe in Personal Factory Srl ed in Mosaicoon SpA. Personal Factory Srl è una società calabrese già attiva nel mercato dell'edilizia e che ha sviluppato un macchinario innovativo di miscelazione che permette di ridurre l'impatto ambientale di circa il 90%; l'investimento complessivo è stato di 900.000 euro. Mosaicoon SpA è una *start-up* palermitana nata con l'intento di sviluppare un nuovo modello integrato di comunicazione digitale. L'investimento iniziale è stato di 600.000 euro, seguito da ulteriori 2.400.000 euro nel dicembre 2012.

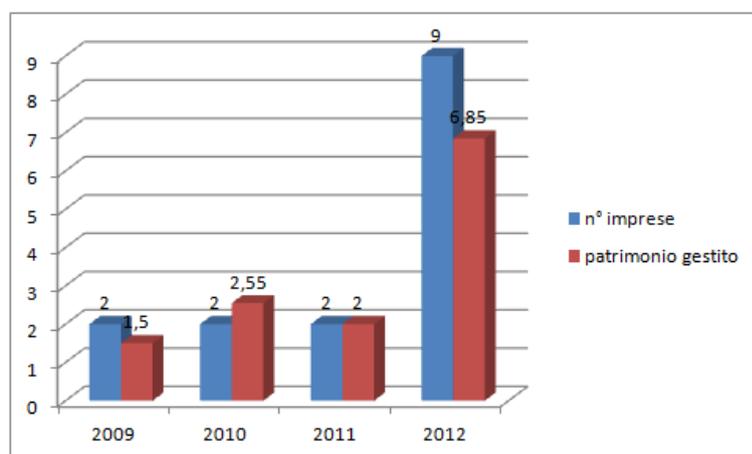
Nell'aprile 2010 Vertis SGR finanzia solamente l'attività di Glomeria Therapeutics Srl, una *start-up* abruzzese specializzata nella ricerca e nello sviluppo di strumenti terapeutici. L'investimento è stato pari a 800.000 euro. Sempre nello stesso anno, ma nel mese di novembre, Vertis SGR finanzia con 1.750.000 euro un'altra società di biochimica, la BioUniversa Srl.

Anche il 2011 vede l'attività di Vertis SGR rivolgersi soltanto a due Società: 800.000 euro indirizzati a Promoqui SpA, specializzata nel sostegno del consumatore nella ricerca di informazioni via web, e 1.200.000 euro per AutoXY SpA, operante nel settore degli annunci di autovetture usate. Entrambi i

finanziamenti sono stati rivolti all'implementazione della funzione di marketing.

Il 2012 risulta essere l'anno di maggiore attività per Vertis SGR che finanzia ben nove Società. Investe 1.000.000 euro per Fluidotecnica Sanseverino Srl, società barese operante nel settore della purificazione idrica; 400.000 euro per Cogisen per lo sviluppo di sistemi di intelligenza artificiale. AppsBuilder Srl ha visto un finanziamento di 650.000 euro per lo sviluppo di *application* per *smartphone*; sempre nel settore tecnologico sono stati stanziati 300.000 euro per LinkPass Srl, 350.000 euro per Karalit Srl, 850.000 euro per Vivocha Srl, 250.000 euro per DeRev Srl, 1.750.000 euro per +plugg Srl, 1.300.000 per Blomming SpA.

Figura 3.2 “L'evoluzione temporale dei nuovi investimenti”



Elaborazione dell'autore

La figura 3.2 mostra una notevole crescita nel 2012 sia nel numero delle imprese finanziate (in aumento del 3,5% rispetto

all'anno precedente) che nell'entità degli importi (in aumento del 2,4% rispetto al 2011). Fattore principale è la notevole crescita delle tecnologie per *smartphone*, settore verso cui sono stati indirizzati la maggioranza degli investimenti del 2012. Il mercato delle *application* è in virtuosa crescita e Vertis SGR ha seguito la tendenza del mercato nella selezione dei possibili investimenti.

Figura 3.3 “Quote annuali investite (mln Euro) dal 2009 al 2012”

	2009	2010	2011	2012
<b>Impresa 1</b>	<b>0,90</b>	<b>0,80</b>	<b>0,80</b>	<b>1,00</b>
<b>Impresa 2</b>	<b>0,60</b>	<b>1,75</b>	<b>1,20</b>	<b>0,40</b>
<b>Impresa 3</b>				<b>0,65</b>
<b>Impresa 4</b>				<b>0,35</b>
<b>Impresa 5</b>				<b>0,30</b>
<b>Impresa 6</b>				<b>0,85</b>
<b>Impresa 7</b>				<b>0,25</b>
<b>Impresa 8</b>				<b>1,75</b>
<b>Impresa 9</b>				<b>1,30</b>

Elaborazione dell'autore

La figura 3.4 mostra l'evoluzione della concentrazione delle quote investite da Vertis SGR, studiate attraverso l'indice di *Hirschman-Herfindahl*, calcolato come sommatoria dei quadrati delle quote relative investite ( $s_i$ ):

$$HHI = \sum_{i=1}^n s_i^2$$

Per come è costruito l'indice esso varia tra 0 e 1 e valori più elevati dell'indicatore identificano situazioni di concentrazione maggiore del portafoglio gestito.

Figura 3.4 "Concentrazione delle quote dal 2009 al 2012"

	2009	2010	2011	2012
Indice di concentrazione	52,00%	56,94%	52,00%	15,63%

Elaborazione dell'autore

Con l'aumento delle società finanziate nel 2012, i fondi disponibili sono stati ripartiti più equamente rispetto all'attività dei precedenti anni: l'indice relativo all'anno 2012 è infatti prossimo allo zero (0,1563), mentre nei precedenti anni si assestava intorno allo 0,50.

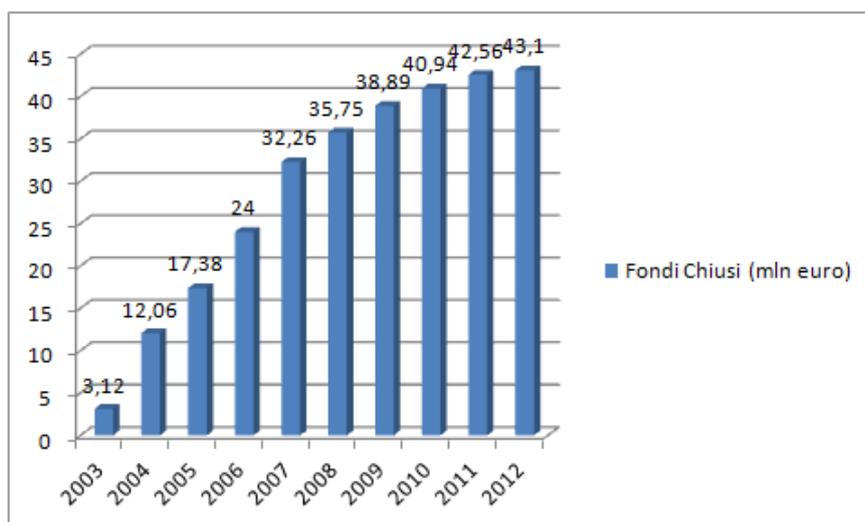
### 3.5 Il mercato dei Fondi Mobiliari Chiusi

Le dinamiche del Risparmio Gestito italiano riflettono la recente crisi finanziaria che ha indotto un generale rallentamento della crescita macroeconomica e la perdita di fiducia da parte del pubblico dei risparmiatori; quest'ultimi saranno allora maggiormente orientati verso strumenti meno remunerativi, ma percepiti con profili di rischio quasi nulli. Prima della crisi dei mutui *subprime* la principale esigenza degli investitori italiani era l'investimento in strumenti finanziari che, pur restando il rischio di poter perdere una parte del capitale investito, garantivano una

maggior potenziale di rendimento. Le esigenze risultano diametralmente opposte in questo momento storico, in quanto il pubblico dei risparmiatori si rivolge quasi esclusivamente a strumenti certi e a bassa remunerazione.

Come precedentemente accennato, la dinamica della Gestione dei Fondi, nello specifico dei Fondi Mobiliari Chiusi, non è stata priva degli effetti della crisi finanziaria internazionale. Tuttavia non si è registrata una flessione nell'andamento crescente, ma solamente un rallentamento: la crescita è stata esponenziale per tutto il periodo a cavallo tra il 2003 ed il 2008 (oltre il 1000%), per poi limitarsi a circa il 21% tra il 2008 ed il 2012.

Figura 3.5 "I Fondi Mobiliari Chiusi in Italia"



Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni, 2013

Figura 3.6 “Numero e percentuale di crescita dei Fondi gestiti a confronto”

		2009	2010	2011	2012
Vertis SGR	N°	2	2	2	9
	Δ %	-	0.00%	0.00%	350.00%
Italia	N°	3407	3558	3707	3904
	Δ %	-	4.43%	4.19%	5.31%

Elaborazione dell'autore

La tabella 3.6 riporta l'evoluzione dal 2009 al 2012 del numero dei Fondi Gestiti in Italia e da Vertis SGR. È evidente l'ampia discrasia nei valori riportati, essendo la realtà di Vertis SGR molto ridotta (la Società opera solamente nelle regioni del Mezzogiorno). Come riporta la figura 3.6, l'evoluzione di Vertis SGR ha visto un netto incremento tra il 2011 ed il 2012, mentre la situazione italiana si è sempre assestata sullo stesso trend di crescita. Una plausibile spiegazione risiede nell'espansione del business delle application, business verso cui Vertis SGR ha focalizzato i finanziamenti per tutto il 2012.

Figura 3.7 “Entità (mln euro) e percentuali di crescita del Patrimonio Gestito a confronto”

		2009	2010	2011	2012
Vertis SGR	N°	1,50	2,55	2,00	6,85
	Δ %	-	70,00%	-27,50%	242,50%
Italia	N°	38,89	40,94	42,56	43,10
	Δ %	-	4,11%	3,96%	1,27%

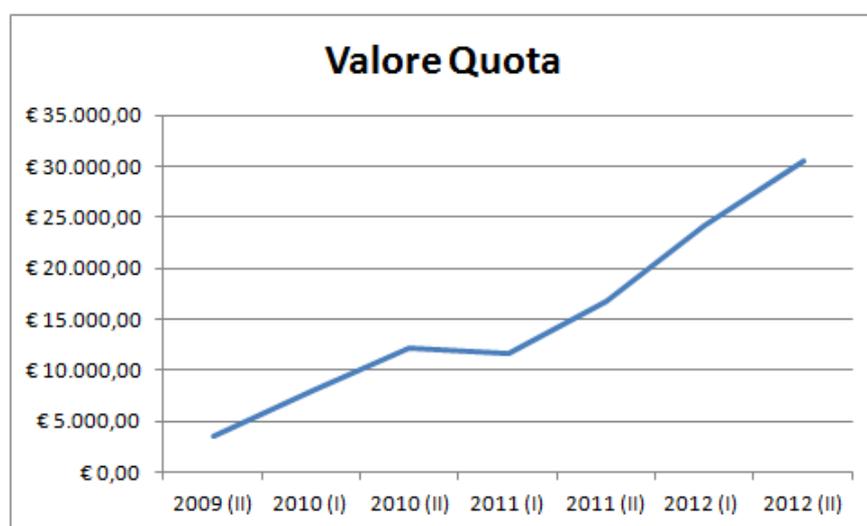
Elaborazione dell'autore

L'analisi dei *trend* inerenti la gestione dei Fondi Chiusi, riportata in figura 3.8, presenta pressoché lo stesso andamento. Ovviamente va ricordato che il portafoglio degli investimenti di Vertis SGR è notevolmente ridotto, pertanto non essendo disponibile un'ampia base per diversificare il rischio complessivo, un piccolo segnale di fiducia nel pubblico dei risparmiatori porta ad incrementi del 242,50% come tra il 2011 ed il 2012, e picchi negativi (-27,50%) come nel caso tra il 2010 ed il 2011. Inoltre Vertis SGR, a differenza della maggior parte delle società di Gestione del Risparmio, non è un operatore a matrice bancaria pertanto la propria gestione non può essere sostituita e/o implementata con altre attività bancarie, come ad esempio quella della raccolta diretta.

### 3.6 La *performance* di Vertis SGR a confronto col mercato italiano

Il patrimonio di Vertis SGR è costituito tramite la sottoscrizione di due categorie di quote, entrambe di valore nominale pari a cinquantamila euro. Il regolamento societario prevede una comunicazione semestrale ai sottoscrittori circa il valore delle Quote. Si riporta nella figura 3.8 il valore semestrale delle quote per il periodo 2009-2012.

Figura 3.8 “Il valore delle Quote sottoscritte”



Elaborazione dell'autore

Dall'analisi dei valori riportati, emerge un evidente miglioramento del valore economico di Vertis SGR, ad eccezione di una modesta diminuzione tra il secondo semestre del 2010 ed il primo semestre del 2011 pari a circa il -5,29%. Il *trend* globale del

periodo considerato è nettamente positivo, con un incremento del valore delle quote del 757,20%.

Per un più ampio confronto con la situazione del mercato italiano, saranno considerati non solo i Fondi Chiusi, ma anche i Fondi Aperti, che sono la tipologia più diffusa di gestione collettiva, ed i Fondi GPF Retail, che attengono alla gestione di portafoglio e permettono di diversificare maggiormente il rischio degli strumenti finanziari con una gestione personalizzata degli stessi.

Figura 3.9 “I Fondi Chiusi Italiani (mln euro)

2009 (I)		2009 (II)		2010 (I)		2010 (II)	
Racc. Netta	Patr. Gest. Net						
450,60	32168,30	93,40	32801,70	227,60	33573,50	1107,90	40772,80
2011 (I)		2011 (II)		2012 (I)		2012 (II)	
Racc. Netta	Patr. Gest. Net						
951,20	40916,10	1007,70	42307,50	964,20	43232,00	32,90	42876,70

Elaborazione dell’ autore su dati Assogestioni, 2013

Figura 3.10 “I Fondi Aperti Italiani (mln euro)

2009 (I)		2009 (II)		2010 (I)		2010 (II)	
Racc. Netta	Patr. Gest. Net						
-147,40	391034,90	6417,10	430444,30	-193,50	441355,80	-2377,00	452618,30
2011 (I)		2011 (II)		2012 (I)		2012 (II)	
Racc. Netta	Patr. Gest. Net						
-2701,90	451498,30	-18214,60	409060,30	-1551,20	418213,10	1543,80	471317,50

Elaborazione dell’ autore su dati Assogestioni, 2013

Figura 3.11 “I Fondi GPF Retail Italiani (mln euro)”

2009 (I)		2009 (II)		2010 (I)		2010 (II)	
Racc. Netta	Patr. Gest. Net						
-2266,90	10873,30	192,60	12383,50	-658,80	14599,70	147,70	16075,10
2011 (I)		2011 (II)		2012 (I)		2012 (II)	
Racc. Netta	Patr. Gest. Net						
-1879,50	14921,90	-1703,50	12839,50	-1008,90	10089,90	-301,10	10615,60

Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni, 2013

I dati riportati presentano un andamento abbastanza uniforme, tuttavia solamente i Fondi Chiusi non hanno mai registrato dei valori negativi per la raccolta netta, a differenza dei Fondi Aperti e dei Fondi GPF Retail. I primi infatti riportano una raccolta netta negativa per tutto il periodo preso in considerazione ad eccezione del secondo semestre del 2009 e del secondo semestre del 2012; i Fondi GPF Retail riportano una raccolta netta positiva solamente nel secondo semestre del 2009 e nel secondo semestre del 2010.

Le *performance* delle diverse tipologie di Fondo considerate, sono studiate a partire dalla formula:

$$\frac{\text{Patrimonio Gest. Netto}_t - \text{Patrimonio Gest. Netto}_{t-1} + \text{Raccolta Netta}_t}{\text{Patrimonio Gest. Netto}_{t-1}}$$

Mentre la performance di Vertis sarà valutata sulla variazione percentuale del valore delle Quote:

$$\frac{\text{Valore Quota}_t - \text{Valore Quota}_{t-1}}{\text{Valore Quota}_{t-1}}$$

Figura 3.12 “Performance a confronto”

	2009 (II)	2010 (I)	2010 (II)	2011 (I)	2011 (II)	2012 (I)	2012 (II)
Vertis	n/a	122,677%	54,196%	-5,289%	44,918%	43,328%	26,904%
Fondi Chiusi	2,259%	3,047%	24,743%	2,684%	5,863%	4,464%	-0,746%
Fondi Aperti	11,719%	2,490%	2,013%	-0,844%	-13,434%	1,858%	13,067%
GPF Retail	15,660%	12,576%	11,117%	-18,866%	-25,371%	-29,273%	2,226%

Elaborazione dell'autore

Come si evince dal confronto grafico delle *performance* considerate, il *trend* di Vertis SGR segue l'andamento generale del mercato dei Fondi considerati, ponendosi sempre al di sopra ad eccezione di una leggera flessione nel primo semestre del 2011. In seguito a suddetto periodo, la *performance* di Vertis recupera immediatamente assestandosi su valori superiori al 40%, mentre l'andamento generale del mercato rimane recessivo per tutto il 2012, per poi recuperare con valori positivi che tuttavia non raggiungono mai i valori di Vertis.

La variabilità dei risultati è studiata attraverso lo scarto quadratico medio (deviazione standard), calcolato come radice quadrata degli scarti al quadrato dalla media:

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2}$$

Dove:

$$\sigma^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x - \bar{x})^2$$

I dati relativi alle deviazioni standard delle *performance* degli ultimi tre anni (2010-2012) sono riassunti in figura 3.14.a e 3.14.b:

Figura 3.13 “Deviazione standard delle *Performance* a confronto”

	2010	2011	2012
<b>Vertis</b>	<b>34,240%</b>	<b>25,104%</b>	<b>8,212%</b>
<b>Fondi Chiusi</b>	<b>10,848%</b>	<b>1,590%</b>	<b>2,605%</b>
<b>Fondi Aperti</b>	<b>0,238%</b>	<b>6,259%</b>	<b>5,604%</b>
<b>GPF Retail</b>	<b>0,730%</b>	<b>3,253%</b>	<b>15,749%</b>

Elaborazione dell'autore

I risultati riportati evidenziano la netta riduzione dello scarto quadratico medio di Vertis SGR che passa dal 34,240% nel 2010 all'8,212% nel 2012, valore tuttavia al di sopra rispetto agli altri Fondi considerati nell'analisi; l'evidenza riportata non stupisce se si pensa che l'analisi confronta la gestione di una società localizzata esclusivamente nelle regioni del Mezzogiorno con la gestione dell'intero mercato italiano. Si aggiunge, inoltre, che il settore è altamente correlato alla situazione del mercato: uno studio effettuato da Robert E. Hall e Susan E. Woodward<sup>26</sup> ha infatti dimostrato che il settore del *Private Equity* e del *Venture Capital* presenta un Beta pari a 1,3; un valore molto elevato che acuisce gli effetti del mercato sulle *performance* delle imprese del settore. Dall'analisi congiunta dell'andamento del valore economico della società e della variabilità dei risultati, calcolata attraverso lo scarto quadratico medio, emerge la caratteristica fondamentale del *Venture Capital*: un elevato *trade-off* tra rischio e rendimento.

<sup>26</sup> E.Hall – E. Woodward “The Quantitative Economics of Venture Capital”, 2007, disponibile su [www.stanford.edu](http://www.stanford.edu)

### 3.7 Conclusioni

Le politiche di investimento adottate dalla società Vertis SGR risultano in piena linea con la lettura accademica: la società rivolge i propri fondi allo sviluppo e al potenziamento di idee innovative ad alto contenuto tecnologico, forti di un *team* manageriale esperto del settore.

La difficile espansione del risparmio gestito non ha risparmiato neanche Vertis SGR. La società, come tutto il mercato mobiliare italiano, ha risentito della recente crisi finanziaria e le *performance* risultano minate dalle dinamiche macroeconomiche restrittive. La propensione del pubblico dei risparmiatori è completamente mutata in seguito alla crisi dei mutui *subprime*, mostrando una forte diffidenza verso il settore del Risparmio Gestito, a favore di strumenti finanziari meno remunerativi ma con profili di rischio molto bassi. Nonostante la momentanea difficoltà, Vertis SGR può vantare un *trend* in crescita; molto è sicuramente dovuto alla tipologia di investimenti effettuati. La vicinanza geografica con le società finanziate, l'assenza di reti distributive di carattere bancario favoriscono la trasparenza ed aumentano l'ampiezza e la qualità del servizio offerto, minimizzando gli effetti di sfiducia che caratterizzano l'intero mercato italiano.

## CONCLUSIONI

La tesi ha considerato la logica delle operazioni di *Private Equity* e *Venture Capital*. Alla base delle suddette attività vi è l'idea di instaurare una sinergia che permetta di creare un'idea manageriale, di svilupparla e di portarla, eventualmente, alla quotazione in borsa. Il rapporto collaborativo prevede il lavoro congiunto di un Socio Investitore ed un Socio Imprenditore; nello specifico, quest'ultimo deve essere forte di un'idea imprenditoriale innovativa e meritevole di considerazione da parte del Socio Investitore che non si limita ad un apporto di capitale, ma per il quale è prevista anche la messa a disposizione di competenze manageriali, strategiche, consulenziali e commerciali.

La logica dell'operazione presuppone un investimento di medio-lungo termine in grado di sviluppare la sinergia tra le controparti e creare un'immagine degna di nota sul mercato. Il rapporto collaborativo non è esente da possibili comportamenti opportunistici da parte sia del Socio Investitore che del Socio Imprenditore. L'attività è caratterizzata da un alto livello di incertezza e di asimmetrie informative. Per ridurre quanto più possibile tali imperfezioni, risulta essenziale un'oculata attività di screening, effettuata dal *venture capitalist* per escludere *ex-ante* una serie di possibili progetti finanziabili e non remunerativi. In seguito, dopo la scelta della società da finanziare, sarà necessaria una contrattazione quanto più possibilmente accurata: si determineranno dei meccanismi valutativi, di remunerazione ed incentivazione e di *reporting* in grado di far convergere verso

un'unica direzione gli interessi del Socio Investitore e del Socio Imprenditore.

Il mercato italiano risulta fortemente colpito dall'attuale crisi dei mercati finanziari e ciò non ha risparmiato neanche il settore dei Fondi Mobiliari Chiusi: si è osservata una fase di crescita nel periodo a cavallo tra il 2003 ed il 2008, per poi veder ridurre notevolmente i tassi di crescita nel periodo della crisi internazionale (circa il 21%). Ad aggravare tale contesto macroeconomico, si aggiunge una forte diffidenza da parte del pubblico dei risparmiatori che, in seguito alla crisi dei mutui *subprime*, ha rivolto la propria attenzione verso strumenti meno remunerativi ma con profili di rischio possibilmente molto bassi. Un'ulteriore aggravante per lo sviluppo del settore del Risparmio Gestito è la scarsa informazione tra il pubblico dei risparmiatori: sembra infatti ignorato il valore aggiunto che caratterizza tale settore, esprimibile in termini di qualità, professionalità ed esperienza manageriale.

Nonostante le oggettive difficoltà, la diffidenza e l'assenza di una cultura del Risparmio Gestito, Vertis SGR può vantare un'attività costantemente in crescita (oltre il 350% per il periodo a cavallo tra il 2009 ed il 2012). Ciò è sicuramente favorito da una serie di fattori caratterizzanti l'attività di Vertis: innanzitutto la vicinanza geografica permette un contatto diretto ed un confronto costante con le realtà imprenditoriali finanziate; l'assenza di operatori bancari all'intero della Società favorisce i principi di trasparenza e di qualità dei servizi offerti; l'ultima considerazione attiene alla selezione degli investimenti, in quanto Vertis finanzia

esclusivamente idee innovative ad alto contenuto tecnologico che risultano coerenti con i business più sviluppati e a maggior potenziali di crescita al momento attuale. Inoltre, il trend della performance di Vertis SGR a confronto con le performance dei Fondi Chiusi, i Fondi Aperti ed i Fondi GPF Retail italiani, risulta superiore ai suddetti. Anche in termini di profilo di rischio, studiato attraverso lo scarto quadratico medio, la gestione di Vertis risulta notevolmente migliorata tra il 2009 ed il 2012 passando da circa il 34% a poco più dell'8%.

In conclusione l'analisi svolta dimostra come i settori del Private Equity e del Venture Capital siano la risposta all'evoluzione dell'attuale contesto industriale che richiede sempre di più profili di novità e di specializzazione. Sono settori che possono rispondere positivamente alle crisi finanziarie, puntando soprattutto sulla collaborazione, sulla trasparenza e sulla sinergia delle controparti, superando il metodo della raccolta diretta degli intermediari finanziari. Per investire nel *Venture Capital* è necessaria la presenza di strumenti quali i Fondi di Gestione Comune, per selezionare le idee veramente meritevoli di finanziamenti. Affinché ciò sia possibile, risulta essenziale la presenza per lo più marginale di reti distributive di matrice bancaria nella gestione di finanziamenti, e l'aumento della cultura del Risparmio Gestito tra il pubblico dei consumatori. Questi ultimi dovranno infatti riconoscere nelle operazioni di *Venture Capital* l'evoluzione della semplice raccolta diretta degli istituti finanziari, ed apportare risorse per lo sviluppo delle idee manageriali necessitanti di finanziamenti.

## BIBLIOGRAFIA

AIFI, *Il Private Equity come motore di sviluppo*, Il Quaderno n. 1/2004, Milano

AIFI, *Le metodologie di valutazione delle performance nell'attività di Private Equity e Venture Capital*, Il Quaderno n. 2/2004, Milano

Aghion-Bolton, *An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting*, in *Review of Economic Studies*, vol. 59, 1992

Bartlett, *Fundamentals of Venture Capital*, Madison Brooks, New York, 1999

Bascha - Walz, *Convertible Securities and Optional Exit Decisions in Venture Capital Finance*, in *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, 2001

Bengtsson, *Relational Venture Capital Financing of Serial Founders*, SSRN Working Paper, 2008

Broughman, *Investor Opportunism and Governance in Venture Capital*, in Cumming (ed.), Wiley, 2009

Chapman, *The Rise of Merchant Banking*, Gregg Revivals, Happsire, 1992

Coda, *La valutazione della formula imprenditoriale*, in *Sviluppo & Organizzazione*, 1984

Dessy - Vender, *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, Egea, Milano, 1996

Gervasoni - Sattin, *Private Equity e Venture Capital*, Guerini Studio, Milano, 2008

Gervasoni, *Dall'idea all'impresa: il ruolo degli incubatori*, Guerini e Associati, Milano, 2004

Gilson, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, in *Stanford Law Review*, vol. 55, 2002-2003

Gompers, *Optimal Investment, Monitoring and the Staging of Venture Capital*, in *Journal of Finance*, vol. 5, 1995

Gompers - Lerner, *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, USA, 2000

Hall – Woodward, *The Quantitative Economics of Venture Capital*, 2007, disponibile su stanford.edu

Hax - Majiluf, *La gestione strategica dell'impresa*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 1991

Hellman - Puri, *Venture Capital and the Professionalization of start-up firms: Empirical Evidence*, in *The Journal of Finance*, vol. 57, 2002

Klein – Crawford - Alchian, *Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process*, in *Journal of Law & Economics*, vol. 21, 1978

Lalkaka, *Lesson from international experience for the promotion of business incubation systems in emerging economies*, UNIDO, 1997

Lerner, *Venture Capital & Private Equity: a Casebook*, J. Wiley and Sons Inc., New York, 1999

Lerner, *Venture Capital and Private Equity: a Course Overview*, SSRN Working Paper, 2001

MacMillan – Kulow - Khoylian, *Venture capitalists' involvement in their investments: extent and performance*, in *Journal of Business Venturing*, vol. 4, 1988

Parlotti, *Il ruolo del Private Equity*, *L'impresa*, n. 6/2004

Petillon, *Representing Start-up Companies*, Clark Boardman Callaghan, Deerfield, 1992

Sahlman, *The structure and governance of venture-capital organizations*, in *Journal of Financial Economics*, n. 27, 1990

Sahlman, *A Method for Valuing Higher Risk Long-Term Investments*, in *Harvard Business School Note*, 2003

Schmidt, *Convertible Securities and Venture Capital Finance*, in *Journal of Finance*, vol. 58, 2003

Schumpeter, *Teoria dello sviluppo economico (1902)*, Sansoni, Firenze, 1977

Smith, *The Exit Structure of Venture Capital*, *UCLA Law Review*, vol. 53, 2005

Zenoni, *Venture Capital e diritto azionario*, Cedam, Padova, 2010

## SITOGRAFIA

[www.aifi.it](http://www.aifi.it)

[www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it)

[www.evca.eu](http://www.evca.eu)

[www.privateequitymonitor.it](http://www.privateequitymonitor.it)

[www.vertis.it](http://www.vertis.it)