

Cattedra

RELATORE

CORRELATORE

CANDIDATO

Anno Accademico

| | |
|---|------------|
| Introduzione..... | 3 |
| CAPITOLO I | 5 |
| 1.1 Aspetti definatori | 5 |
| 1.2 I tratti distintivi del Venture Capital: le caratteristiche e i rischi..... | 10 |
| 1.3 Gli Operatori | 12 |
| 1.3.1 Gli Incubatori d’impresa e i Business Angels..... | 15 |
| 1.4 La strutturazione di un fondo di investimento | 26 |
| 1.5 La direttiva AIFM e il Regolamento EuVECA..... | 32 |
| 1.6 Il Venture Capital Process | 40 |
| 1.6.1 L’individuazione delle opportunità di investimento | 41 |
| 1.6.2 I criteri principali alla base delle decisioni di investimento | 43 |
| 1.6.3 Il Business Plan..... | 44 |
| 1.6.4 Il processo di Due Diligence..... | 47 |
| 1.6.5 Il monitoraggio e la valorizzazione dell’investimento..... | 51 |
| 1.6.6 Il processo di disinvestimento | 59 |
| CAPITOLO II | 63 |
| 2.1 La valutazione d’impresa..... | 63 |
| 2.2 I tipici problemi nella valutazione delle start-up..... | 70 |
| 2.2.1 La valutazione degli Assets intangibili | 79 |
| 2.4 I metodi tradizionali di valutazione | 90 |
| 2.4.1 Il metodo reddituale..... | 91 |
| 2.4.2 Il metodo finanziario | 102 |
| 2.4.3 Il metodo dei multipli | 109 |
| 2.5 I Metodi alternativi di valutazione | 117 |
| 2.5.1 Il Venture Capital Method | 117 |
| 2.5.2 First Chicago Method..... | 119 |
| 2.5.4 Il Metodo EVA (Economic Value Added) | 121 |
| 2.5.5 Berkus Method..... | 122 |
| 2.5.6 Risk factor summation model | 123 |
| 2.5.7 Metodo della Scorecard..... | 124 |
| CAPITOLO III | 127 |
| 3.1 Le performance delle Venture backed Company: analisi della letteratura | 127 |
| 3.2 Obiettivi e limiti della ricerca | 133 |
| 3.3 Il campione | 134 |
| 3.4 Le performance operative e di mercato..... | 138 |
| Conclusioni..... | 145 |
| Bibliografia..... | 151 |

Introduzione

Il presente elaborato si pone fundamentalmente due obiettivi: il primo è quello di analizzare il fenomeno del *Private Equity* con un *focus* particolare sul *Venture Capital*, analizzando la principale letteratura italiana e mondiale sull'argomento; il secondo, a fini di ricerca, è l'analisi sotto diversi punti di vista delle performance di società quotate italiane che hanno o hanno avuto il sostegno di un fondo di questo tipo al momento della presentazione sui listini principali.

Il fenomeno del *Private Equity* definito dall'AIFI come "l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio lungo termine" è una realtà relativamente giovane nel nostro paese con ancora pochi operatori rispetto al mercato americano dove questi rappresentano un'alternativa consistente a disposizione delle imprese per raccogliere capitale di rischio.

Il *Venture Capital* si inserisce all'interno del discorso quale *species* del primo, in quanto focalizzato esclusivamente su imprese nella loro fase embrionale, spesso costituite solo dalla *business idea*, bisognose non solo di risorse finanziarie ma anche di un solido affiancamento professionale nella strutturazione dell'impresa e nell'affrontare tutte le problematiche che il fondatore di un'impresa si trova di fronte. In tale contesto l'investitore specializzato fornirà una vasta gamma di servizi, a partire dai luoghi fisici (è il caso degli Incubatori) dove svolgere attività d'impresa, passando alla pianificazione strategica fino al networking, tutti finalizzati allo sviluppo, sopravvivenza e crescita dell'impresa neonata.

Tanto gli operatori del Private Equity, specializzati in imprese già più mature e pronte alla fase della quotazione, quanto i secondi sono mossi dall'obiettivo di ottenere nel medio-lungo periodo un ritorno economico dismettendo la partecipazione acquisita. Diventa allora fondamentale l'attività di *scouting* e la valutazione dell'impresa e dell'idea alla sua base sia sotto il profilo qualitativo che quantitativo.

Il secondo capitolo analizzerà allora proprio le diverse tecniche e metodi adottati da tali fondi che, nel corso del tempo, hanno dovuto affiancare ai classici (reddituale, patrimoniale e finanziario), basati sulle analisi di bilancio, altri più

innovativi, capaci di misurare soprattutto nelle giovani imprese un valore ancora solo potenziale.

Saranno a tal fine esaminati innanzitutto i comuni problemi che interessano proprio le start-up, dove flussi di cassa non costanti, e per un determinato arco di tempo negativi, e assenza di imprese *comparables* impediscono l'uso dei tradizionali metodi di valutazione per poi passare in rassegna in modo sintetico quelli tradizionali e quelli alternativi, primo fra tutti il *Venture Capital Method*.

Nella terza e ultima parte, sulla base di numerosi studi effettuati nel mercato americano ed europeo negli ultimi anni, si proverà a misurare le performance di tutte le società quotate dal 2012 al 2017, focalizzandoci su quelle che presentano al momento dell'ammissione un fondo di *Private Equity* in azionariato.

Saranno analizzate sia sotto il profilo operativo che di mercato nel breve e nel lungo periodo per poter comprendere il ruolo ricoperto dall'investitore istituzionale e i possibili segnali che costui invia al mercato sull'impresa quotata.

CAPITOLO I

1.1 Aspetti definitivi

Negli anni '80 il termine “Venture Capital” ha visto il suo esordio nella letteratura economica per definire operazioni di medio-lungo termine di apporto di capitale tramite la sottoscrizione di azioni o titoli convertibili, da parte di operatori specializzati, in imprese non quotate e con elevate prospettive di sviluppo in termini di nuovi prodotti o servizi, nuove tecnologie, nuove concezioni di mercato.¹ Nel corso degli anni, accanto all'elemento fondante già accennato (l'acquisizione di partecipazioni significative), si sono aggiunti una serie di servizi non solo finanziari ma anche di supporto, consulenza e trasmissione di know-how all'attività manageriale delle imprese nascenti con il comune obiettivo di accrescere il suo valore e ottenere una plusvalenza sulla vendita delle azioni in sede di dismissione.²

Da un punto di vista prettamente terminologico, seguendo gli standards USA, l'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio, nella sua globalità, rientra nell' “attività di private equity” e, successivamente, viene suddivisa tra venture capital funds e operazioni di buy out a seconda del tipo di operatore che esegue l'operazione.³ In Italia, riprendendo tale demarcazione, l'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital) ha definito l'attività di private equity come “attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio lungo termine”⁴ sottolineando in questo modo che il venture capital non è un'attività distinta dal private equity, bensì una *species* nell'ambito di un *genus*, in quanto focalizzata in investimenti nelle prime fasi del ciclo imprenditoriale mettendo così in evidenza le diverse caratteristiche, i differenti strumenti e rischi che l'attività assume.

¹ AIFI, *L'attività di venture capital e private equity*, Capitali per lo sviluppo, Il Sole 24 Ore Libri, Milano, 1999

² CHAPMAN, *The Rise of Merchant Banking*, Gregg Revivals, Hampshire 1992

³ BYGRAVE W., TIMMONS J.A., *Venture Capital at the Crossroad*, Harvard Business School Press, Boston 1992

⁴ Da delibera del Consiglio Direttivo di AIFI del 22 Luglio 2004

Il modello classico del ciclo di vita dell'impresa ci aiuta a comprendere meglio le diverse fasi di sviluppo in cui si colloca l'attività del venture capitalist e i relativi fabbisogni finanziari che va a soddisfare. Si compone di quattro stadi fondamentali:

- i) nascita (c.d. *early stage*), a sua volta suddiviso in seed, start-up e first stage;
- ii) sviluppo (*expansion financing* o *development capital*) composto dal *second stage* e *third stage*;
- iii) maturità (*fourth stage*);
- iv) declino.⁵

Limitaremo, qui, brevemente, ad accennare a queste ultime due, in quanto raccolgono una serie di operazioni che non rientrano nel core business del venture capitalist poiché presuppongono l'esistenza di imprese già mature e avviate.

Nel *fourth stage* il tasso di sviluppo del fatturato cresce fino a stabilizzarsi; l'impresa, ormai affermata nel mercato di riferimento, percepisce che il prodotto che ha trainato lo sviluppo ha raggiunto lo stadio di declino ed emerge, allora, la necessità di rilanciarsi ed innovarsi, ricerca nuove modalità di sviluppo fondate sulla tecnologia esistente o scarsamente correlate alle attività esistenti. In questa fase, l'impresa, di medie dimensioni e caratterizzata da imprenditorialità e managerialità nella conduzione, con una buona redditività attuale e prospettica e una struttura patrimoniale-finanziaria equilibrata, ha ben chiaro il progetto di sviluppo che vuole intraprendere e si relaziona con le merchant banks per un'imminente quotazione in Borsa.

Nell'ultimo stadio di vita, la necessità di rivitalizzare il business o sostituirlo genera una serie di operazioni - caratterizzate dall'uso di ingenti capitali e dalla richiesta di specifiche competenze professionali - quali quelle di risanamento, riorganizzazione e ristrutturazione aziendale di realtà ormai prive di capacità imprenditoriali o con una formula imprenditoriale obsoleta. Gli operatori più attivi in questa fase sono eterogenei e vanno dalle banche ai fondi specializzati in investimento in aziende in crisi o declino (*vulture investor*), passando per enti

⁵ PERRINI F., *Le nuove quotazioni alla borsa italiana: evidenze empiriche delle PMI*, Egea, 1999

pubblici e società finanziarie di diritto estero o italiane.

Volendo approfondire le caratteristiche dei finanziamenti all'avvio e dell'*expansion*, oggetto di studio di questo elaborato, possiamo analizzare con maggiore dettaglio queste fasi e i diversi sottostadi che le compongono e le relative caratteristiche.⁶

Si parla di *seed financing* qualora il finanziamento giunga già nella fase di sperimentazione e ad esistere è solo un'idea o un'invenzione che solo successivamente, al termine del processo di sviluppo, darà vita a un prodotto. L'apporto finanziario in questa fase è contenuto (tra i 100.000 e i 500.000 euro) ma il ritorno è potenzialmente altissimo a causa dell'alto rischio di fallimento del progetto, in quanto la validità tecnica del prodotto/servizio è ancora da dimostrare e l'investitore si trova di fronte non un imprenditore già formato con capacità manageriali, bensì un inventore con altissime capacità tecnico-scientifiche. A testimoniare la delicatezza di questa fase, dove è facile che la possibilità di successo dell'impresa sia compromessa, il tasso di mortalità degli stessi fondi di investimento è altissimo e, allora, spesso ad operare non sono venture capitalists, più diffidenti verso idee imprenditoriali prive di un *business plan*, ma incubatori e business angels, interessati più allo sviluppo del tessuto economico o ad evitare uno spreco di risorse in termini di ricerca scientifica che al mero ritorno economico.

Successivamente, quando la fase di sperimentazione è stata superata e il prodotto ha concluso tutte le analisi al fine di brevettarlo, inizia quella dello *start-up financing*. La società è ormai costituita, con un proprio management board, e le risorse richieste non si limitano più solo alla validazione commerciale del prodotto/servizio ma anche a sostenere tutte le attività di gestione e operazione come, per esempio, il lancio di nuovi prodotti e attività di marketing utili a farsi conoscere sul mercato dei consumatori.

Si parla, infine, di *first stage financing* quando l'attività produttiva è avviata ma manca ancora una validazione piena del prodotto/servizio. I fondi ora richiesti sono liberi da tutti quei rischi collegati alla fase di ideazione, progettazione, sperimentazione e avvio e volti unitamente alla crescita dell'impresa. Fanno il loro

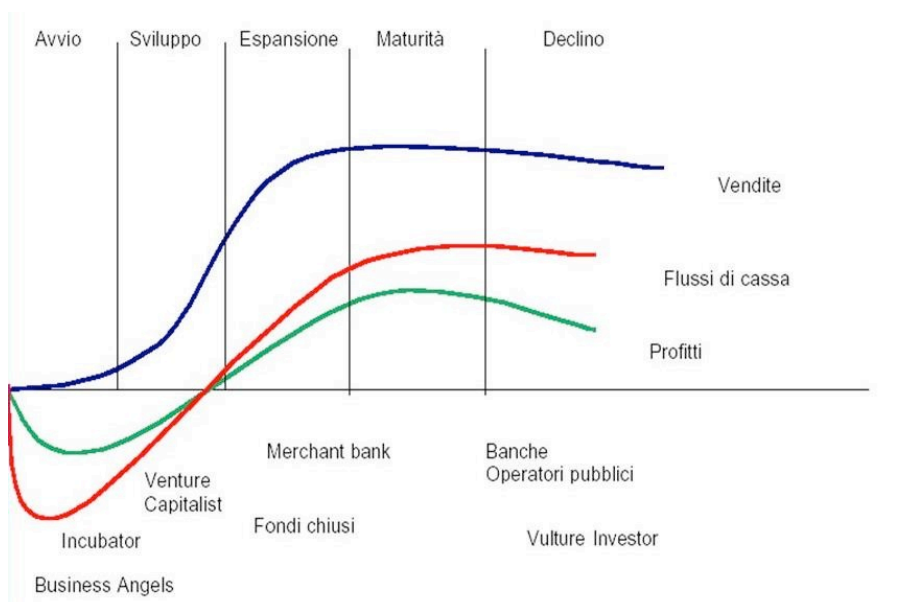
⁶ CARY L., *Guide to Private Equity and Venture Capital in the UK and Europe*, Pitman Publishing, London 1993

ingresso in questa fase anche altri tipi di operatori (seppure quelli tradizionali del credito sono ancora esclusi) di profilo più “generalista”, che non hanno una precedente esperienza nel settore, o coloro dotati di esperienza nell’analisi di mercato e delle potenzialità commerciali, elementi fondamentali nel proseguo della vita della società.

Una volta che la combinazione prodotto/mercato è stata validata, entriamo nella fase di sviluppo e in particolare nel *second stage*: l’impresa inizia a gestire autonomamente i propri fabbisogni attraverso il capitale circolante e investimenti in capitale di rischio potrebbero verificarsi solo nella fase di introduzione per rispondere con la massima tempestività alle richieste della clientela o, comunque, in casi del tutto eccezionali.

Nel *third stage* l’impresa ha acquisito, ormai, una posizione consolidata e si prospetta già la possibilità di un’espansione e ampliamento del business grazie al lancio di nuovi prodotti, nuove strutture produttive o per mezzo dell’internalizzazione e dell’ingresso in nuovi mercati.

Figura 1 - Ciclo di vita dell'impresa e principali investitori nel capitale di rischio



Fonte: Perrini F., Le nuove quotazioni della borsa italiana, EGEA, Milano, 1999

Come si evince dalla Figura 1, l’impresa, tenendo in debito conto lo stadio del ciclo di vita in cui versa e la natura del fabbisogno finanziario, selezionerà in

modo opportuno l'interlocutore per il reperimento delle risorse necessarie. Tenendo conto della diversa vocazione dei numerosi soggetti che operano nel mercato finanziario e che possono promuovere l'attività imprenditoriale, possiamo delineare sinteticamente un modello in cui, per le fasi di seed, start up ed expansion, i principali operatori interpellati sono i fondi di venture capital, con una predominanza di operatori pubblici ed incubatori per la primissima, a causa dell'elevata rischiosità di tali progetti; seguono, in proporzione alla crescita dell'impresa, il coinvolgimento di banche e della Borsa, nel momento in cui la società ha raggiunto un grado di stabilità sul mercato che le permette di quotarsi sui mercati azionari; infine, per tutte quelle operazioni che contraddistinguono la fine del ciclo di vita dell'impresa intervengono soggetti di matrice pubblica, fondi chiusi e i già accennati *vulture investor*, operatori specializzati e disposti a impiegare ingenti risorse per tali attività.

Tutte le attività appena citate, indipendentemente dalla fase del ciclo di vita delle imprese in cui si inseriscono, sono generalmente individuate come un sottosegmento del più ampio settore del merchant banking, definito come l'insieme delle attività di finanziamento e di consulenza poste in essere da operatori finanziari a diretto supporto dell'attività d'impresa. In passato, il peso rappresentato dall'attività di partecipazione al capitale di rischio rispetto agli altri servizi offerti dalle merchant banks (consulenza M&A, collocamento di titoli in borsa, ecc.) ha generato una frequente confusione terminologica tra il macro-settore e i suoi segmenti, in particolar modo nei sistemi finanziari meno evoluti in termini di gamma di servizi offerti.⁷

⁷ GERVASONI A., *Impresa e mercato finanziario*, Guerini e Associati, Milano 1999

1.2 I tratti distintivi del Venture Capital: le caratteristiche e i rischi

Così definiti, emergono chiari i tratti distintivi del venture capitalist: l'imprenditore cui si indirizza l'investitore, gli strumenti utilizzati e i rischi assunti. Il finanziamento ha come target imprese non quotate, basate su idee di business particolarmente innovative e con alte possibilità di sviluppo, tali da conseguire, in un arco temporale che si aggira dai 3 ai 10 anni, guadagni di capitale derivanti dalla successiva dismissione della partecipazione; quest'ultima si estrinseca in una quota di minoranza nel capitale dell'impresa, spesso combinata con altri strumenti, quali la sottoscrizione di corporate bonds, anche convertibili. L'offerta di capitale di rischio si accompagna, infine, alla prestazione di servizi di consulenza strategica, finanziaria, di marketing e organizzative che assumono la funzione di supporto durante l'attività imprenditoriale.

Nella fase dell'early-stage il ruolo del venture capitalist riguarda:

- il supporto all'attività di ricerca e sviluppo volta a determinare la fattibilità tecnica e la convenienza economica e commerciale dell'idea imprenditoriale (c.d. seed financing). Le risorse necessarie in questa fase non sono elevate ma il rischio ad esse connesse è elevatissimo;
- il reperimento di risorse per avviare la produzione e la distribuzione del prodotto (c.d. start-up financing). Ad un rischio sempre elevato si accompagna adesso anche un aumento delle risorse necessarie;
- la canalizzazione di investimenti diretti a proseguire la produzione e distribuzione del prodotto su base industriale (c.d. first-stage financing). L'intervento volto a potenziare le strutture produttive e i canali distributivi richiede ingenti mezzi ed è accompagnato dal rischio della validità commerciale del prodotto.

Accanto ai suddetti rischi di natura finanziaria l'attività di venture capital supporta una serie di ulteriori rischi legati al prodotto (spesso di natura innovativa e la cui validità tecnica non è stata ancora accertata), al mercato (connesso alla dimensione, alla domanda e ai principali competitors presenti) e infine al manager e alle sue capacità di realizzare l'idea alla base del progetto.

Infine, non meno importanti sono gli ostacoli correlati alla corretta quantificazione e gestione dei rischi dell'operazione: il venture capitalist deve, infatti, far fronte non solo all'incertezza legata ai risultati del suo investimento ma anche alla presenza di forti asimmetrie informative e di costi di agenzia presenti nel rapporto con l'impresa.

Per quanto riguarda il problema delle asimmetrie informative, presenti in qualsiasi relazione tra impresa e terzi, nel venture capital esse assumono una particolare intensità in quanto la forbice tra le informazioni possedute dall'imprenditore, padre dell'idea di business, e quelle che il venture capitalist può reperire si allarga sensibilmente in modo proporzionale al grado di innovazione dell'oggetto dell'attività di impresa. Il problema pervade sia la fase iniziale del rapporto tra i due soggetti, sia si manifesta nell'elaborazione del *business plan*, compito esclusivo dell'imprenditore, sia in tutti i momenti della gestione ordinaria dell'attività, nei quali il venture capitalist non è mai pienamente coinvolto.

La centralità dell'imprenditore in questo particolare rapporto tra finanziatore e impresa finanziata mostra la presenza di significativi costi di agenzia e di potenziali conflitti di interessi tra questi soggetti. L'imprenditore, infatti, può deviare dalle strategie inizialmente concordate con il venture capitalist adottando comportamenti opportunistici e non approfondendo il necessario impegno nella conduzione d'impresa a scapito degli interessi degli azionisti oppure assumendo rischi eccessivi, conscio del fatto che questi saranno sopportati anche da terzi.

A tali problemi il venture capitalist pone rimedio attraverso determinati strumenti che incidono sulla quantità e qualità dell'apporto finanziario, sull'attribuzione a egli stesso di maggiori poteri rispetto a quelli che gli spetterebbero e infine sulla struttura temporale dell'erogazione del prestito attraverso il meccanismo della suddivisione in tranches.

1.3 Gli Operatori

La crescente diffusione del mercato del private equity e venture capital - che negli ultimi cinque anni ha visto la quota di capitali raccolti raddoppiare⁸ - ha generato la nascita di differenti tipologie di operatori: sebbene a livello internazionale la forma della *limited partnership*⁹ è la più diffusa, esistono diverse classificazioni che possono essere effettuate. Nel nostro paese in base alle caratteristiche operative e la struttura giuridica o organizzativa si possono distinguere i seguenti operatori:

- fondi chiusi a carattere sovranazionale/internazionale;
- fondi chiusi a carattere nazionale/locale;
- investment company;
- banche d'affari e divisioni di banche commerciali;
- corporate venture capitalists;
- operatori pubblici, istituzionali, fondi sovrani e loro emanazioni.¹⁰

La maggior parte di questi agisce attraverso la struttura del fondo di investimento mobiliare chiuso, gestito da una Società di Gestione del Risparmio. Questi soggetti raccolgono capitali presso investitori istituzionali a cui vengono offerte quote o azioni del fondo stesso. Il fondo è definito chiuso in quanto ai partecipanti non è consentito di chiedere il rimborso del loro investimento in qualsiasi momento ma solo a una scadenza predefinita. In questi soggetti, le formule di retribuzione si basano prevalentemente sul meccanismo del *carried interest* (quota parte del capital gain realizzato trattenuta dal gestore a titolo di success fee) e attribuiscono un'ampia autonomia decisionale sulle scelte di investimento ai gestori, basate sulla ricerca del maggior rendimento possibile e sulla conseguente possibilità di contare

⁸ EVCA, *European Private Equity Activity Report*, 2018

⁹ La Limited Partnership (LP) è un'entità a responsabilità limitata (sia pure con alcune particolarità) utilizzata negli Stati Uniti che richiede la presenza di almeno due partner di cui uno con responsabilità limitata che si estende solo all'investimento (il c.d. Limited Partner) e l'altro con responsabilità illimitata per le obbligazioni della società (il c.d. General Partner)

¹⁰ DEL GIUDICE R., BETTONICA C., *Caratteristiche e sviluppo del mercato italiano del private equity e venture capital*, Egea, Milano 2006

sugli stessi investitori anche per iniziative future.¹¹

Non ancora diffusi in Italia sono i cosiddetti *Corporate Venture Capitalists*, soggetti industriali che investono, direttamente o attraverso un fondo dedicato, in società target al fine di acquisirne tecnologie nuove e complementari all'attività industriale svolta.

Hanno invece trovato terreno fertile nel nostro paese un numero significativo di soggetti di matrice pubblica, principalmente finanziati da istituzioni regionali o da enti universitari, focalizzati su aziende nelle prime fasi di vita o comunque di ridotte dimensioni con l'obiettivo di dare sostegno ad aree geografiche depresse o settori in difficoltà in una logica che esula dal mero rendimento di mercato. Negli ultimi anni, in Europa sono nati da collaborazioni tra settore pubblico e privato soggetti "ibridi" che perseguono la medesima finalità di colmare l'*equity gap* presente in alcuni segmenti di mercato. A tal proposito, si segnalano Fondo Italiano d'Investimento e Fondo Strategico Italiano. Il primo è una Sgr, nata a marzo 2010 su iniziativa del Ministero dell'Economia e Finanza e partecipata per il 43% da CDP e per la parte rimanente dalle principali istituzioni e banche italiane (Unicredit, MPS, Confindustria) e caratterizzata dalla strategia di coniugare obiettivi di ritorno economico e sviluppo del sistema produttivo del Paese (internazionalizzazione delle PMI), attraverso l'uso di strumenti di mercati;¹² il secondo, invece, è una holding controllata sempre da CDP e nata nel 2011, che acquisisce quote di minoranza in numerose aziende del mid-market italiano con potenziale di sviluppo e crescita a parametri di mercato.¹³

Oltre alla classificazione appena esposta, una diversa suddivisione può essere compiuta tra operatori captive e indipendenti in funzione dei meccanismi attivati per la raccolta di capitale e che comportano differenti modalità operative.¹⁴

Gli operatori captive hanno come fonte di approvvigionamento esclusiva un'istituzione finanziaria o industriale che ne definisce le linee strategiche e operative e gli fornisce i capitali necessari per l'investimento. Caratteristiche completamente opposte hanno, invece, gli operatori indipendenti, non

¹¹ CAPRIGLIONE F., *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, CEDAM, 2015

¹² Fondoitaliano.it

¹³ Fondofsi.it

¹⁴ MOLINO S., *L'attività di Venture Capital: dalla Strategia all'Execution*, UniFg

riconducibili sia in termini di emanazione che di provenienza dei capitali utilizzati ad un'altra istituzione finanziaria, effettuando la raccolta presso una pluralità di investitori, sollecitando la sottoscrizione di quote della società di investimento o del fondo chiuso¹⁵. Un caso particolare è rappresentato dagli operatori *semi-captive*, i cui approvvigionamenti provengono sia da altre società che dalla raccolta sul mercato.

Agli albori del fenomeno, in tutti i paesi contraddistinti da un sistema bancario predominante nel sistema finanziario, gli operatori *captive* erano la maggioranza. Oggi, in sintonia con la crescita del mercato del private equity, si è assistito a una crescita esponenziale degli investitori indipendenti che ha totalmente sovvertito le gerarchie del settore.

Un'ulteriore classificazione è quella basata sul tipo di investimento realizzato. A tal fine distinguiamo tra operatori di *early stage*, focalizzati sugli investimenti in giovani imprese ad alto potenziale di crescita e operatori di *expansion*, rivolti a quelle società che desiderano crescere e internazionalizzarsi. Per dovere di informazione, anche se non propriamente oggetto di ricerca, vi sono anche gli operatori di *buy out*, che investono in aziende già consolidate, e di *turn around* che concentrano la propria attività su imprese in situazioni di difficoltà finanziaria. In Italia, questo tipo di classificazione non è chiara e marcata a causa della presenza di numerosi fondi generalisti che non hanno alcuna specializzazione né in termini di tipologia di acquisizione realizzata né di settore di attività¹⁶.

Per completare il quadro degli operatori di venture capital e private equity, devono essere considerate alcune moderne tipologie che si sono affacciate sul mercato: i fondi di mezzanino, che forniscono debito per operazioni di *buy out*, i fondi di fondi e i *secondary funds* che, invece di acquisire la quota di un fondo, decidono di investire direttamente nell'azienda o in co-investimento con un gestore¹⁷.

A conclusione del discorso, occorre segnalare che l'introduzione della

¹⁵ AIFI, Glossario

¹⁶ GERVASONI A., SATTIN F., *Private equity e Venture Capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerininext, 2015

¹⁷ LERNER J., IVASHINA V., FANG L., *The disintermediation of financial markets: direct investing in private equity*, NBER Working Paper Series, 2013

direttiva AIFMD¹⁸ ha modificato la struttura e l'operatività dei gestori dei fondi di private equity creando un mercato unico europeo per i fondi alternativi specializzati e in particolare quelli europei per il venture capital attraverso l'emanazione del Regolamento EuVECA. Tale atto normativo prevede l'istituzione di un passaporto europeo a cui sono collegati procedure di autorizzazione, requisiti operativi e organizzativi e obblighi informativi che gli operatori operanti sul territorio comunitario devono rispettare. La ratio del dispositivo legislativo è la continua ricerca da parte del legislatore europeo di un'armonizzazione minima, eliminando le diversità presenti nelle legislazioni nazionali dei diversi Stati europei e favorendo in tal modo la raccolta degli investimenti¹⁹.

1.3.1 Gli Incubatori d'impresa e i Business Angels

Nelle sua fase embrionale, l'impresa si trova ad affrontare, in primis, problematiche di natura finanziaria relative all'avvio di cicli virtuosi di autofinanziamento ma anche di natura "istituzionali" o, comunque, di contesto ambientale a causa della distanza tra il mondo della ricerca e il sistema delle imprese, la carenza di servizi per l'innovazione e la difficoltà per gli operatori di venture capital ad intervenire nelle fasi di *seed capital*, cioè nel momento immediatamente precedente all'avvio dell'attività d'impresa vera e propria. Questo determina sia un impoverimento dell'intero sistema economico, a causa della mancata nascita di nuove iniziative imprenditoriali, sia una perdita di conoscenze e know-how generate dal settore della ricerca che non trovano sbocco in un'attività economica. A ciò si aggiungono i problemi di start up che operano esclusivamente o prevalentemente con nuove tecnologie che necessitano di strutture solide per affrontare il mercato e a cui le strutture tradizionali di credito non possono far fronte.

A tutte queste problematiche provano a dare una soluzione gli incubatori e i Business Angels che riescono a colmare uno step lasciato scoperto dall'attività

¹⁸ Direttiva 2011/61/UE in materia di gestori di fondi alternativi

¹⁹ GERVASONI A. (a cura di), *Private equity and Venture Capital*

degli operatori di private equity e venture capital, fornendo tutto ciò che risulta necessario per nascere e svilupparsi, offrendo spazi fisici dove poter muovere i primi passi, servizi amministrativi ed organizzativi, reclutando il personale più qualificato, fornendo assistenza nella redazione del *business plan*, mettendo a disposizione il capitale e incanalandoli in networks, dove, con la credibilità acquisita, potranno attrarre finanziamenti importanti e avvicinare i venture capitalists.

Con il termine “incubatore” si definiscono quelle strutture proposte a stimolare e a sostenere la nascita di nuove attività imprenditoriali offrendo loro risorse fisiche, servizi logistici, assistenza manageriale e accesso a canali privilegiati di finanziamento così da accelerare il processo di costituzione, nonché l’incremento delle possibilità di sopravvivenza e di successo sul mercato.²⁰

L’attività di incubazione di impresa ha avuto origine negli anni sessanta negli Stati Uniti e si è diffusa in Europa tra la fine degli anni settanta e gli inizi degli anni ottanta, ma solo negli ultimi vent’anni ha visto una larga diffusione in quanto considerati da agenzie regionali, governi e altre istituzioni pubbliche un meccanismo per favorire lo sviluppo economico e tecnologico di un paese, ridurre la probabilità di fallimento e velocizzare il processo di generazione di nuove imprese.²¹

L’evoluzione del fenomeno può essere rappresentato in quattro tappe fondamentali: le origini, come già detto, alla fine degli anni ’70, in concomitanza con la transizione da un’economia basata sull’industria tradizionale a una caratterizzata da una crescente importanza delle comunicazioni e delle tecnologie dell’informazione; successivamente, negli anni ’80, l’aumento delle iniziative e l’incremento degli investimenti da parte di diversi enti pubblici segna la fase più dinamica e significativa. Gli incubatori sono visti come strumento macroeconomico di risposta alla recessione per stimolare l’occupazione e l’imprenditorialità. Nascono, pertanto, numerosi progetti miranti a collegare il mondo universitario al mondo produttivo-industriale al fine di elaborare piani di

²⁰ FONTE: NBIA (National Business Incubation Association)

²¹ LALKARA R., *Lesson from international experience for the promotion of business incubation systems in emerging economies*, UNIDO, 1997

intervento capaci di coinvolgere i singoli sistemi territoriali. Le prime strutture di incubazione sono, quindi, di stampo pubblico, *non profit oriented* ma votate al trasferimento dei capitali e del lavoro nelle aree sottosviluppate o in declino.

La terza tappa risale invece agli anni '90 con l'affermazione di settori ad alta specializzazione quali l'ICT e il biomedicale e vede la nascita di strutture privatistiche, *profit oriented*, focalizzate su questi determinati settori. Tali operatori occupano quello spazio di mercato lasciato "sguarnito" dai venture capitalists, specializzati in imprese comunque giovani ma già avviate, fornendo ai nuovi imprenditori tutte le conoscenze manageriali necessarie alla nascita (non si parla ancora di crescita) dell'idea di business e i servizi di natura finanziaria con l'obiettivo di prepararle all'immediato ingresso sul mercato e di conseguenza agevolare i processi di *technology transfer*. Frutto di tale progetto è la Silicon Valley dove è palese la sinergia di più soggetti combinati, quali università, governo locale e istituzioni finanziarie per sviluppare aree imprenditoriali ad elevata tecnologia.

L'ultima tappa, la quarta, nei primi anni 2000, vede la fioritura di un nuovo tipo di incubatore, di natura privata, molto simile a un fondo di venture capital, caratterizzato oltre che dall'offerta di *seed capital*, anche dall'offerta di infrastrutture fisiche, tecnologiche e manageriali specifiche per il settore in cui opera²². Il crescente interesse verso le molteplici applicazioni di Internet e in particolare dell'*e-commerce* porta in breve tempo alla nascita di numerose realtà e segna l'apice del successo raggiunto dagli incubatori.

Il modello, in seguito, ha vissuto una battuta di arresto a causa dei numerosi dubbi sull'efficacia degli operatori come strumento di sviluppo economico. Essi, infatti, non sempre hanno le risorse strategiche per il successo delle imprese incubate e, basandosi su valutazioni approssimative e superficiali, hanno puntato su idee che poche volte hanno dati i risultati attesi. Tutto ciò ha causato, tanto negli operatori pubblici che in quelli privati, impatti negativi a livello di risultati e di conto economico. A ciò si sovrappone una diffusa cultura d'impresa segnata da improvvisazione, che si limita a pensare, in modo troppo semplicistico, che per

²² AURICCHIO M., CANTAMESSA M., COLOMBELLI A. CULLINO R., ORAME A., PAOLUCCI E., *Gli incubatori d'impresa in Italia*, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, 2014

“fare impresa” basti avere una buona idea tecnologica e dei capitali, prescindendo quindi dalle capacità imprenditoriali, abilità uniche riscontrabili solo in pochi individui.²³

Gli incubatori ricevono centinaia di domande in media all’anno ma solo alcune decine portano alla creazione di start up. Le *business ideas* che superano i primi controlli di fattibilità tecnica, economica e finanziaria vengono poi seguite anche nella fase successiva di sviluppo dell’azienda, con l’obiettivo di accelerare la crescita il più velocemente possibile. È proprio la velocità con cui l’idea si trasforma in impresa che contraddistingue l’operato di questa categoria di soggetti e li rende fondamentali nel processo di crescita della realtà imprenditoriale.²⁴

Analizzando più a fondo il ruolo degli incubatori, i servizi offerti sono diversi:

- Accesso a risorse fisiche. Tramite questo servizio, gli incubatori rendono disponibili alle nuove imprese varie risorse che vanno dagli uffici alle infrastrutture, dall’accesso ad internet ai laboratori informatici;
- Supporto amministrativo. Gli incubatori in alcuni casi possono offrire servizi di segreteria, reception, supporto informatico, etc, consentendo l’utilizzo della risorsa tempo in maniera più efficiente;
- Supporto strategico-gestionale. Questo forse è il servizio più efficace che viene offerto. Consiste nel fornire consulenza per la redazione del business plan, supporto legale o fiscale, ricerca del personale e supporto strategico, in alcuni casi preparando l’imprenditore al primo contatto con l’investitore;
- Accesso al network. Gli incubatori stimolano la collaborazione con start-up complementari presenti all’interno del programma e attori esterni in modo da facilitare il trasferimento di conoscenze, favorire partnerships tecnologiche e di mercato e accelerare il processo di apprendimento.²⁵

L’assenza di risorse finanziarie, o comunque il peso marginale che ricoprono, limitate al *seed money*, ossia il capitale necessario a muovere i primi passi, è il primo e più importante elemento di distinzione dal venture capitalist oltre al diverso stadio del ciclo di vita dell’impresa in cui si registra l’intervento delle due

²³ GERVASONI A., *Dall’idea all’impresa: il ruolo degli incubatori*, 2004

²⁴ www.blueberrypie.it

²⁵ BOSCHETTI C., GRANDI A., GRIMALDI R., *Risorse, competenze e incubatori di impresa*, Sinergie 62/63, 2003

categorie di operatori, l'approccio maggiormente hands-on del primo per rispondere alle maggiori richieste di supporto che provengono dal potenziale imprenditore e infine una maggiore propensione al rischio dell'incubatore dovuto alla necessità di valutare idee solo potenziali ma non ancora neanche prototizzate. Assumono, invece, rilevanza nel rapporto incubatore/impresa sia le consulenze volte a evitare errori in fase di progettazione della nuova attività d'impresa ed errori gestionali ma soprattutto tutto quel sistema di relazioni con il management di altre start-up o con il contesto ambientale di riferimento che contribuiscono allo sviluppo delle potenzialità dell'impresa nascente e apportano un significativo valore aggiunto in un ambiente sempre più competitivo.

In generale, possiamo classificare gli incubatori in base o alla finalità istituzionale, e in particolare al peso attribuito al profitto in *profit oriented* o non *profit oriented*, o in base all'origine delle idee di *business*, che può essere interna o esterna rispetto all'organizzazione che controlla l'incubatore.²⁶

Gli incubatori *profit oriented* sono soggetti privati, indipendenti o creati da grandi società per sviluppare nuove attività che non troverebbero spazio nel business dell'azienda madre, sono indirizzati nelle loro iniziative da un'ottica prettamente economica e rappresentano l'anello di congiunzione tra l'attività di incubazione finalizzata all'assistenza alla nascita di nuove imprese e i veri e propri venture capitalists. A fronte dei servizi offerti, questi incubatori instaurano un rapporto economico che può essere *fee based*, dove i servizi di consulenza sono offerti dietro un corrispettivo proporzionale alle ore e alla qualità del lavoro svolto; *equity based*, nel quale l'investimento in termini di risorse e professionalità è ricompensato con una partecipazione al capitale, legame sicuramente molto più forte rispetto a quello cliente/consulente visto in precedenza poiché in gioco vi è l'obiettivo di ottenere un *capital gain*, incentivo a studiare e proporre al nuovo potenziale imprenditore le soluzioni migliori; o *fee/equity based*, modello misto che permette alla società di ridurre il costo del servizio di consulenza e di condividere il rischio dell'iniziativa. L'obiettivo di questi operatori è l'equilibrio economico, mantenendo i propri flussi di cassa positivi e realizzando plusvalenze

²⁶ BEVILACQUA E., *I nuovi incubatori: un sistema per la crescita*, ZeroUno, 2001

dalla cessione delle partecipazioni al capitale al momento della quotazione in borsa o dalla vendita delle quote delle società incubate ad un venture capital o a un operatore successivo.

Nel caso, invece, di operatori non profit, il riferimento è a soggetti di matrice pubblica che pongono il guadagno di capitale in secondo piano, privilegiando obiettivi più generali. Nella maggior parte dei casi sono strutture gestite da enti pubblici (governi statali o locali, università, centri di ricerca) con uno spiccato interesse per alcune dinamiche sociali, quali la creazione di posti di lavoro, lo sviluppo di aree e settori depressi o con esigenze di riconversione, lo sviluppo di attività caratterizzate da tecnologie avanzate e la creazione di attività sostitutive per facilitare processi di ristrutturazione industriale settoriale.²⁷ È possibile, quindi, che l'incubatore sostenga iniziative imprenditoriali solamente per l'utilità sociale di questa iniziativa, senza avere una controprestazione adeguata. Degni di particolare attenzione tra gli incubatori pubblici sono gli *University Business Center* nati in alcuni centri universitari. Questi enti sfruttano il grande potenziale derivante dalla ricerca scientifica e diventano strumenti attivi per monetizzare i brevetti messi a punto all'interno dei loro laboratori. Negli Stati Uniti, ad esempio, gli incubatori si autosostengono ricevendo un contributo dalle aziende incubate per l'uso di questi brevetti, denaro che verrà poi reinvestito per migliorare la ricerca e sviluppare maggiormente l'incubatore²⁸. Già presenti in Europa da alcuni anni, sono una realtà abbastanza nuova nel nostro Paese dove spesso sono definiti "acceleratori".

La creazione del valore all'interno di un incubatore è possibile grazie allo strumento del "trasferimento tecnologico". Il trasferimento tecnologico è quel processo mediante il quale la ricerca svolta nelle università, i parchi scientifici e i centri di ricerca produce numerose invenzioni e scoperte i cui benefici migliorano l'economia nel suo complesso nel momento in cui si trasformano in un nuovo prodotto industrializzabile²⁹. Le modalità attraverso cui avviene tale passaggio sono essenzialmente due: la brevettizzazione, nel quale la legge riconosce e tutela il frutto (idea, prodotto, processo) del lavoro di un ricercatore, e la conseguente

²⁷ DEL GIUDICE R., GERVASONI A., *Finanziarsi col Venture Capital*, ETAS, Milano, 2005

²⁸ BALLAZAS K., *Small firms at university, emerging from crisis*, Cost/European Union, 1997

²⁹ CHARLES D., *Technology in Europe: public and private networks*, Belhaven, New York, 1992

cessione dei diritti derivanti a un'impresa; o la realizzazione di uno "spin-off", attività propria dell'incubatore, nel quale il risultato della ricerca diventa direttamente attività d'impresa. Il trasferimento tecnologico, quindi, è un vero e proprio meccanismo di creazione d'impresa, grazie al quale la società e il mercato beneficiano dei vantaggi ottenibili da una nuova scoperta sia essa scientifica, tecnologica o d'altra natura.

Gli aspiranti imprenditori che accedono ai programmi di finanziamento ricevono risorse e tutte le strutture tecnologiche per proseguire la ricerca avviata nei propri corsi di studi e trasformarla in un'idea di business valida. Dall'altro lato, la presenza costante negli atenei di tali operatori offre una valida vetrina per i fondi di venture capital privati che rivolgono in questi ambienti la loro attenzione nella prima fase di scouting per i loro programmi di finanziamento.

Trasversale è invece l'affiliazione a un'organizzazione preesistente, caratteristica rinvenibile tanto negli incubatori privati quanto in quelli pubblici. Grandi imprese possono, infatti, decidere di creare degli incubatori con l'obiettivo di sviluppare idee e progetti che non avrebbero avuto possibilità nell'impresa stessa, dando così origine a nuove imprese su cui quella madre può esercitare un controllo diretto attraverso partecipazioni azionarie. Le ragioni alla base di tali operazioni sono da ricercare nella mancanza di risorse sufficienti o nella rischiosità ad esse legata che spingono l'impresa a optare per uno sviluppo esterno, in un ambiente protetto al riparo da pericolose dinamiche burocratiche e gestionali interne.³⁰

Da tale disamina è, quindi, rinvenibile nel trasferimento delle competenze e delle risorse la caratteristica principale nonché l'oggetto di impresa degli incubatori. Se l'importanza di quelle di natura tangibile (risorse finanziarie, spazi fisici, apparecchiature tecnologiche) è ormai chiara, non meno importanti sono le intangibili (informazioni e reputazioni) e il loro ruolo nel generare valore per l'impresa. Per quanto concerne le prime, il valore si manifesta in modo diretto attraverso il canale di credito concesso alle start-up e in modo indiretto attraverso l'offerta di risorse fisiche e tecnologiche a costi inferiori rispetto al mercato che collocano l'impresa in uno specifico contesto territoriale che può contribuire a

³⁰ PICCALUGA A., *I processi di filiazione: l'impresa crea impresa e la ricerca crea impresa*, Imprenditori e imprese, Il Mulino, 2000

fornire maggiore visibilità, più semplici interazioni con le altre start-up presenti nel medesimo spazio e più frequenti occasioni di interazione con i diversi stakeholders presenti nel contesto territoriale.³¹ Dall'altro lato, le informazioni sono tra le risorse più critiche nella fase prenatale di un'impresa e la reputazione di un incubatore può conferire alla start-up validazione addizionale.

Il valore generato dal trasferimento delle competenze si mostra, invece, nel costo-opportunità delle persone che hanno dato vita alla start-up e che non devono distogliere la loro attenzione e il loro tempo per attività non business-specific per le quali l'incubatore ha maturato una certa esperienza, nelle metodologie d'approccio al business attraverso tutte le attività di consulenza in materia di pianificazione, marketing e commercializzazione di prodotti e servizi e, ancora, nelle conoscenze specifiche della singola business idea.³²

Il Business Angel è definito come la *“persona fisica la quale investe il proprio patrimonio, professionalmente, in Piccole e Medie Imprese (PMI) sotto diverse forme di capitale di rischio, attraverso l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni, prevalentemente in società non quotate in Borsa, con un attivo coinvolgimento nello sviluppo delle aziende partecipate”*³³.

Molto spesso sono ex imprenditori, manager in attività o in pensione, liberi professionisti, dotati di un discreto patrimonio professionale che, attraverso processi di ricerca autonoma ed informale della controparte, selezionano potenziali progetti d'impresa, che, a causa della loro rischiosità, non sono capaci di attirare investitori istituzionali, forniscono loro capitali e competenze gestionali grazie all'esperienza maturata sul campo, con l'intento di rivendere la partecipazione acquisita e ottenere un capital gain³⁴. Sono chiamati anche operatori “informali” dal momento che questa forma di investimento non avviene in nessun mercato regolamentato ma si basa unicamente sul rapporto di fiducia che si instaura tra le parti.

³¹ MIAN, SARFRAZ A., *Assessing value-added contributions of university technology business incubators to tenant firms*, Research policy 25.3, 1996

³² CHINSOMBOON, OONNUT MAC, *Incubators in the new economy*, Diss. Massachusetts Institute of Technology, 2000

³³ Statuto, Associazione IBAN

³⁴ SORRENTINO M., *Venture Capital informale e imprenditorialità innovativa*, Sinergie, num 71, pp 99-126, 2006

La singolare caratteristica del mercato dell'*informal venture capital* è che gli operatori aspirano a essere poco visibili: non esistono liste ufficiali e sono soventi riunirsi in associazioni agendo quindi come ente e non come singolo. La principale conseguenza è l'inefficienza del mercato dove operano tali soggetti e gli elevati costi che domanda e offerta devono sostenere per parteciparvi.

In teoria, qualsiasi persona facoltosa può rappresentare un potenziale business angel e alcuni studi³⁵ hanno provato a tracciarne il “profilo tipo”: in genere si tratta di individui tra i 45 e i 65 anni; non sono iscritti a liste ufficiali e preferiscono rimanere nell'anonimato; investono quasi sempre in imprese operanti in settori nei quali hanno maturato un'esperienza manageriale o consulenziale; investono nel loro territorio e instaurano un forte legame di fiducia con l'imprenditore finanziato; non apportano un capitale di elevato valore; investendo proprie liquidità (a differenza dei venture capitalists) non devono assicurare soglie di rendimento e ciò li porta ad essere più propensi al rischio e a finanziare *business ideas* all'esordio del proprio ciclo di vita.

Come già visto parlando degli incubatori, il valore aggiunto che tali operatori forniscono alle start-up finanziate è la trasmissione delle loro esperienze e conoscenze che incidono positivamente sulla credibilità delle start-up, poiché ne favoriscono l'inserimento nei mercati di sbocco e il contatto con potenziali stakeholders.³⁶ La specializzazione settoriale giova non solo agli imprenditori ma anche ai business angels stessi che acquisiscono un'elevata capacità di valutare i progetti, riducendo il rischio e fronteggiando le forti asimmetrie informative presenti quando si ha che fare con imprese nascenti, ma tutto ciò a discapito del numero di progetti, fortemente ristretto, che effettivamente riescono a intercettare e successivamente a seguire nella crescita.

Un ulteriore elemento che contraddistingue i business angels è la non assoluta preponderanza del fattore finanziario alla base delle loro scelte. Infatti per questi, spesso, sono importanti anche altre motivazioni, di natura extraeconomica, come il

³⁵ Per approfondimenti vedi: WETZEL, 1986; MASON, HARRISON, 1995; 1999; 2000; 2002; MUSTILLI, 1999; SOHL ET AL., 2000; TROTTA, 2001; MALTE, 2002; SORRENTINO, 2003; MAGGIONI, SORRENTINO, 2003; STUART ET AL., 2003; KOTLER ET AL., 2004; LAZZARETTI ET AL., 2004; MARKKU ET AL., 2000

³⁶ SORRENTINO M., *Le nuove imprese. Economia delle nuove iniziative imprenditoriali*, Cedam, Padova, 2003

desiderio di ri-mettersi alla prova, divertirsi, mettere al servizio degli altri la propria esperienza, creare legami di fiducia con i soggetti finanziati e diventare un punto di riferimento economico sul proprio territorio.³⁷

La scarsa visibilità che contraddistingue gli operatori dell'*informal venture capital*, in quanto non iscritti ad alcuna lista ufficiale, rende complicato l'incontro tra domanda e offerta, accresce i costi di informazione e genera inefficienze all'interno del mercato. In pratica, i business angels ricercano le imprese in cui vogliono investire, non disponendo di un sistema di *scouting* efficiente, basando la loro ricerca sulle reti di conoscenza che hanno sviluppato nel corso degli anni nel loro campo e ciò accresce i tempi e riduce il numero di progetti scoperti e finanziati; dal lato della domanda, anche le imprese soffrono le medesime difficoltà in quanto non sempre riescono a ottenere la necessaria visibilità presso i finanziatori, molti dei quali spesso sconosciuti o anonimi e questo molto spesso porta al fallimento della business idea ben prima che si possa sviluppare un progetto imprenditoriale serio³⁸. A tal fine, per aumentare le possibilità di *matching* tra domanda e offerta posso essere adottati alcuni meccanismi³⁹:

- il c.d. *gatekeeper*: una persona fisica qualificata (avvocato d'affari, consulente, ecc.), ben interconnessa, che mette in contatto i *business angels* con le opportunità di investimento che lui stesso seleziona;
- *organizzatori di forum/meeting di investimento*: organizzazioni che si limitano a fornire l'occasione di incontri periodici informali tra investitori e proponenti, curandone gli aspetti logistici;
- *gruppi di business angels (business angels group)*: il riferimento è ad unioni spontanee di *business angels* che mettono insieme risorse e *know-how* per migliorare il *deal flow* ed i risultati dell'attività di investimento;
- *strutture di intermediazione*, altrimenti definite *Business Angel Network (BAN)*: l'accento è su strutture ed organizzazioni di servizio che si

³⁷ SULLIVAN M. K., MILLER A., *Segmenting the informal venture capital market: Economic, hedonistic, and altruistic investors*, Journal of Business Research, 36(1), 26–35, 1996

³⁸ KOTLER P., KARTARTAJAYA H., YOUNG S.D., *Attracting investors. A marketing approach to finding funds for your business*, Wiley, 2004

³⁹ SOHL J., VAN OSNABRUGGE M., ROBINSON R., *Models of Angel Investing: Portals to the Early Stage Market*, *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Babson College, 2000

pongono come intermediari tra domanda e offerta del mercato.

Tipicamente i BAN raccolgono, selezionano e smistano proposte di investimento al circuito di *business angels* che si iscrivono al network.

In Europa e in Italia è quest' ultimo modello ad aver preso maggiormente piede (EBAN e IBAN) grazie ai benefici di poter accedere a un vasto numero di imprese già selezionate e valutate da un board interno al network, a fronte del pagamento di un esiguo contributo.⁴⁰ I BAN, agendo così da intermediari, aumentano la visibilità degli operatori, favoriscono l'incontro tra domanda e offerta, riducono i costi di ricerca e di informazione reciproci, tutto a vantaggio di una maggiore efficienza del mercato preservando l'esigenza di anonimato dei business angels.

I primi tentativi di creare networks si sono avuti negli Stati Uniti, quando Business Angels e imprenditori hanno avvertito l'esigenza di incontrarsi e lavorare insieme, prima attraverso la pubblicazione su riviste specializzate di progetti in cerca di finanziatori, strumento ben presto abbandonato per i costi elevati che questi annunci richiedevano e che non tutti potevano permettersi, poi, con la venuta di Internet, attraverso piattaforme on-line. Lo schema di funzionamento è simile in tutti questi sistemi: l'imprenditore in cerca di fondi per la sua idea, compila un questionario in cui presenta la sua idea, mostrandone i punti di forza, poi il computer la distribuisce tra i partecipanti al network in cerca di un investitore interessato; se la ricerca ha esito positivo, il sistema genera il matching, invia il business plan e apre un canale di comunicazione tra le due parti per approfondire l'idea di investimento e richiedere ulteriori informazioni. L'accesso al servizio è subordinato al pagamento di una quota e, non richiedendo altri adempimenti o requisiti, ha provocato in passato lo scoppio di bolle speculative, a causa della partecipazione di soggetti non abbastanza esperti che hanno perso tutti i capitali investiti. Oggi, per porre rimedio a tale problema, è prevista una selezione tra gli investitori, chiamati a seguire un percorso di formazione prima di diventare operativi, generando, in tal modo, un vantaggio sia per il network, che diventa più stabile, sia per gli imprenditori stessi, sicuri di avere di fronte figure di

⁴⁰ PILUSO F., *Mercati informali e mercati delle "Idee". Il ruolo del Business Angels Network*, Economia e Management. Vol. 6, pp. 82-98, 2004

elevata professionalità.

Quindi, prima che i Networks prendessero piede, il mercato dell'Informal Venture Capital era considerato inefficiente. I BAN, costruendo databases di operatori e di imprese in cerca di risorse, analizzando e filtrando i progetti più meritevoli, pianificando occasioni di incontro tra le parti hanno dato un impulso fortissimo verso una maggiore efficienza sia facilitando il flusso di informazioni ma al contempo garantendo l'anonimato di chi ne fa parte, sia diffondendosi in modo capillare su tutto il territorio, dando così l'opportunità agli imprenditori di presentarsi e agli operatori di investire i loro capitali ovunque essi siano.⁴¹

1.4 La strutturazione di un fondo di investimento

Lo strumento più utilizzato nella maggior parte dei paesi del mondo per investire nel capitale di rischio è rappresentato dai fondi chiusi. I fondi di investimento mobiliare chiuso sono intermediari finanziari che raccolgono capitali attraverso l'emissione di quote, per poi gestirli in monte nell'interesse degli investitori. L'investitore partecipa ad una forma "collettiva" di investimento, sottoscrivendo una quota di partecipazioni, raccolte in un'unica emissione entro un tempo massimo, al quale partecipano pro-quota anche altri investitori⁴².

A differenza di quelli aperti, non prevedono la possibilità ai partecipanti di entrare ed uscire in qualsiasi momento dal fondo, ma solo decorso un certo numero di anni indicato nel regolamento del fondo. Nel caso sia quotato sarà comunque possibile agli investitori cedere la propria parte in mercato secondario apposito.

I fondi godono di autonomia patrimoniale, cioè costituiscono patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio del gestore. Quindi delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la società di gestione risponde esclusivamente con il fondo medesimo e su tale patrimonio non sono ammesse

⁴¹ EBAN, Statistical Compendium, 2008

⁴² CAPRIGLIONE F., *op.cit.*

azioni dei creditori della società⁴³.

La caratteristica della chiusura è cruciale per comprendere come opera un fondo sul mercato. Infatti, a differenza dei fondi aperti, può sempre contare su un patrimonio definito e stabile che userà per operazioni su società non quotate, il cui smobilizzo è difficile e a lungo termine. Quindi è un intermediario capace di raccogliere ingenti capitali presso il risparmio privato, quello gestito o presso investitori istituzionali e convogliarlo verso piccole e medie imprese con elevate prospettive di crescita.

L'orizzonte temporale dell'investimento è, appunto, una caratteristica chiave dei fondi chiusi e può essere anche decennale. All'interno di questo arco di anni si possono individuare due sottoperiodi: il periodo di raccolta dei capitali e in cui si effettuano gli investimenti, che va dai tre a un massimo di sette anni, e il periodo successivo, fino alla scadenza, durante il quale vengono effettuati i disinvestimenti e conseguentemente tutti i sottoscrittori saranno rimborsati.

La tipologia di destinatario con cui il fondo interloquisce rende la fase del disinvestimento molto complesso sia in relazione alla scelta del momento che del canale usato trattandosi nella maggior parte dei casi di titoli per i quali non esiste un mercato di smobilizzo.

All'atto della vendita della quota sul mercato o della liquidazione, il fondo, e di conseguenza tutti i sottoscrittori, otterranno un guadagno in conto capitale direttamente proporzionale alla performance dell'impresa partecipata: se il valore dei titoli si è apprezzato, il fondo otterrà un *capital gain* e ciò si rifletterà sulla performance del fondo stesso.

Il ruolo del fondo non si limita semplicemente ad apportare capitali alle imprese con maggiore potenziale ma, soprattutto, a essere un costante supporto per i manager, che ricevono da questo proficuo rapporto tutte le risorse necessarie per crescere più velocemente. A tal proposito, il fondo può attuare una strategia più *hands-on* o *hands-off*, a seconda dell'orientamento verso una presenza costante o meno nella gestione quotidiana dell'impresa; in ogni caso, il legame apporta comunque dei benefici all'impresa, traducibili in un maggiore valore aggiunto, quali sono il know-how strategico e finanziario, risorse preziose in termini di

⁴³ Cass. Civ. Sez. I n.16605 Sent.16/07/2010; art 36 TUF comma 4

lavoro e tecnologia, aiuto nel rapporto con il sistema creditizio, assistenza nella crescita esterna attraverso l'individuazione di partner industriali o imprese da acquisire.⁴⁴

Il flusso di liquidità attraverso cui si crea il valore all'interno di un fondo chiuso è diverso dagli altri intermediari finanziari. Prevede infatti che il gestore non raccolga immediatamente tutto il capitale presso i sottoscrittori ma questo avvenga in più tranches, sotto specifica richiesta, a secondo del presentarsi o meno di valide opportunità di investimento (*draw down*).

La struttura del fondo è basata sull'asse: società di gestione/fondo.⁴⁵ La società di gestione è un organismo totalmente indipendente dal fondo, con propri azionisti e proprio patrimonio, che può decidere di investire in parte nel fondo, diventandone sottoscrittore al pari degli altri partecipanti. Le sue funzioni principali sono di istituzione e gestione del fondo, a fronte del quale riceverà una commissione, proporzionale ai risultati finali, indipendentemente dalla quota investita. Le sue responsabilità lo obbligano a perseguire un interesse identico a quello "collettivo" dei partecipanti, dando così vita ad una gestione che si svolge secondo criteri standardizzati, sui quali i singoli non hanno alcun potere di intervenire, per modificarli o adattarli alle proprie esigenze.

Il fondo comune è l'insieme delle quote sottoscritte dai partecipanti. Il fondo verrà investito secondo l'indirizzo del gestore, nei limiti di legge.

Per quanto riguarda la fisionomia, l'attività è solitamente organizzata sottoforma di *limited partners* in cui si individuano da un lato i *limited partners* (LP), dall'altro i *General partners* (GP). I primi sono generalmente soggetti con elevate risorse da investire, sia istituzionali che privati, che mettono a disposizione le loro risorse a favore dei secondi, i *General partners sono i* gestori del fondo, in virtù di un rapporto fiduciario.

Ai GP è delegata l'attività di investimento-gestione-disinvestimento delle partecipazioni. Per il loro ruolo e le funzioni che assolvono, ricevono una commissione annuale (*management fee*) sul totale del capitale sottoscritto, necessaria a coprire i costi di gestione. Tale *fee* varia a seconda della dimensione del fondo, può essere del 2% se il portafoglio gestito è superiore ai cento milioni, o

⁴⁴ GERVASONI A., PERRINI F., *I Fondi di investimento mobiliare chiusi*, EGEA, 1994

⁴⁵ GERVASONI A., *I Fondi chiusi. Aspetti di gestione e strategia*, EGEA, 1989

inferiore, nel caso di fondi di piccole dimensioni⁴⁶. Se il fondo supera una soglia (*hurdle rate*) nei rendimenti realizzati, in accordo con i LP, può riceverne una parte, di norma pari al 20% dei guadagni realizzati in conto capitale (*carried interest*).⁴⁷ Ovviamente esso sarà nullo se il fondo non supera lo sbarramento imposto dall'*hurdle rate*.

Possono essere seguiti due metodi per la determinazione e distribuzione del *carried*: *whole fund* e *deal by deal*. Secondo il primo metodo, gli amministratori riceveranno il loro compenso solo dopo che sarà stato rimborsato per intero il capitale a tutti gli investitori. Nel secondo, invece, i profitti di ogni operazione sono indipendenti l'uno dall'altro: in tal modo, i manager sono ripagati in base alle performance del singolo *deal* e non per il risultato finale del portafoglio.⁴⁸ Negli ultimi anni, con l'evoluzione dell'industria, sia il *carried interest* che i *management fee* sono stato oggetto di ripensamento. Sul primo, infatti, è diffusa la convinzione che, se l'intervallo di tempo dell'investimento è troppo limitato, ci si espone al rischio che alcuni membri del team di gestione, una volta raggiunto il periodo prefissato e avendo maturato il diritto a ricevere il compenso, possano decidere di abbandonare il fondo e generare instabilità.⁴⁹ Per quanto riguarda il regime commissionale, la tendenza registrata è quella di una lenta ma inesorabile diminuzione degli stessi, interpretati solo come risorse necessarie alla copertura delle spese di gestione ordinaria. Si è così passati, negli ultimi anni, da una media del 2% del capitale sottoscritto a percentuali più basse, pari all'1,75% o addirittura all'1,5%, o alternativamente, a modificare la base su cui la *fee* veniva calcolata, adottando adesso non più il capitale sottoscritto, bensì quello investito. Infine, i gestori potrebbero decidere di ridursi il *management fee* per aumentare il *carried interest*, dando così un segnale a tutti i sottoscrittori della propria professionalità, serietà e capacità di creare valore per il fondo.

Gli investitori generalmente hanno un accordo di investimento della durata di dieci anni, a partire dalla prima raccolta di capitale sufficiente a far partire le

⁴⁶ CARLOTTI M., *Tecniche di private equity*, III edizione, Egea, Milano, 2012

⁴⁷ GERVASONI A., SATTIN F.L., *op. cit.*

⁴⁸ PALMISANI E., *Le dinamiche industriali di creazione del valore nei fondi di private equity*, 2013

⁴⁹ AIFI, *L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence*, Commissione Rapporti con gli Investitori Istituzionali, 2012

operazioni; tuttavia, l'*Advisory Board* può decidere di prolungare la partnership per altri due anni nel caso in cui l'investimento non si sia ancora concluso o nel caso in cui il gestore non abbia ancora completato il processo di investimento.

L'*Advisory Board* è un organo indipendente, composto dai principali rappresentanti dei LP e da professionisti esterni alla società, autorizzato su mandato per supportare il gestore in quelle competenze specifiche che non possiede. I ruoli che esso assolve nelle periodiche riunioni sono di monitorare l'attività di investimento, risolvere potenziali conflitti di interesse ed esprimere un parere su determinati argomenti. Spesso l'*advisor* interviene attivamente nella *due diligence* delle imprese target e analizza le possibilità di disinvestimento al fine di massimizzare il valore del capitale investito.

I *General Partners* hanno alcune restrizioni in merito alla gestione del fondo, alla capacità d'iniziativa ed al tipo di investimenti che questi possono effettuare. Le clausole maggiormente utilizzate riguardano.⁵⁰

- I. la dimensione degli investimenti consentiti in ciascuna azienda (solitamente espresso come una percentuale del *committed capital*);
- II. l'utilizzo del debito, soprattutto nei fondi che investono principalmente in operazioni di *venture capital*;
- III. il reinvestimento dei profitti, che deve essere autorizzato dall'*advisory board* o, in alternativa, può essere proibito oltre una determinata data;
- IV. le future attività di *fundraising*;
- V. le decisioni in merito all'aumento del numero di gestori;
- VI. le tipologie di investimento consentite (fondi di *buyout* o fondi di *venture capital*).

Possiamo classificare i fondi chiusi a secondo dell'origine dei capitali raccolti e del processo di formazione delle scelte di investimento in fondi *indipendenti*, lanciati e gestiti da soggetti autonomi, dotati di elevata professionalità, o fondi *captive*, emanazione diretta di gruppi industriali, banche o altre entità.⁵¹ La

⁵⁰ HARDYMON F., LEAMON A., *Venture capital and private equity: a casebook*, 5th edition, John Wiley & sons, New York, 2012

⁵¹ BLOCK Z., MACMILLAN I., *Corporate Venturing. Creating new business within the firm*, Harvard Business School Press, Boston 1993

differenza si mostra soprattutto nel metodo di raccolta dei capitali e sul fronte operativo: nel primo caso, il gestore è obbligato a muoversi autonomamente per rendere il più appetibile possibile la proposta di offerta, presentandosi e convincendo i potenziali sottoscrittori che lo valuteranno unicamente in base all'esperienza e alla professionalità; nel secondo caso, i capitali provengono dalle società che gravitano attorno alla capogruppo, che deciderà anche l'indirizzo strategico degli investimenti, a favore di progetti imprenditoriali utili allo sviluppo del gruppo, o troppo rischiosi da svilupparli all'interno.

In base alle dimensioni, possiamo avere fondi locali, operanti su superfici territoriali limitati, molto spesso di matrice pubblica e nati per sostenere determinate realtà povere di capitali o di idee imprenditoriali; o fondi di respiro internazionale, i cosiddetti *megafund*, le cui dimensioni in termini di capitali raccolti e aziende target sono di gran lunga superiori ai fondi locali e nazionali. Sono gestiti da operatori internazionali e si rivolgono esclusivamente a investitori istituzionali, operano solitamente in maniera capillare attraverso una rete di advisor locali che, grazie alle loro competenze e conoscenze, selezionano le opportunità di investimento nei rispettivi mercati e indirizzano le scelte strategiche del gestore centrale.

In funzione delle politiche di impiego seguite, si distinguono i fondi generalisti, senza preferenze particolari di investimento, da quelli specializzati, di minori dimensioni rispetto ai primi ma focalizzati su un determinato target di imprese.

Gli elementi di specializzazione possono essere il settore, l'area geografica, la tecnologia, l'operazione o lo stadio di vita. I fondi specializzati per settori sono amministrati da gestori con competenze specifiche e un network di conoscenze in quel campo tale da assicurare alle imprese stesse un supporto non solo del fondo ma di tutte le altre imprese della rete. Diventando socio di minoranze di diverse realtà imprenditoriali del medesimo mercato, può addirittura aspirare ad essere catalizzatore di un vero e proprio polo industriale. Anche nei fondi specializzati per aree geografiche, il vero valore aggiunto non sono tanto le risorse finanziarie messe in campo, ma il ruolo stesso del gestore, capace di creare una rete (in questo caso in un determinato territorio) e attirare ulteriori capitali.

Per le peculiarità dell'economia italiana, è il fondo focalizzato su una limitata area locale ad essersi maggiormente diffuso: è una scelta dettata sia dal tessuto industriale stesso del Paese, costellato da una miriade di piccole e medie imprese, alla ricerca di capitali di rischio, raggiungibili solo grazie a un attento studio del territorio e delle sue esigenze, e sia perché è l'unica soluzione possibile per raccogliere fondi presso operatori pubblici o privati locali, sulla base di protocolli d'intesa, più propensi ad investire in realtà più note e alla loro portata.

A livello internazionale e, per un certo periodo a maggioranza solo americana, ci si può imbattere in fondi focalizzati in imprese accomunate dall'utilizzo di una stessa tecnologia, o che semplicemente sono considerate ad alta tecnologia. Per poter supportare l'attività di *scouting* e supporto, tali fondi si devono necessariamente dotare di profili professionali specializzati nella tecnologia trattata. Alcuni fondi si specializzano in determinati tipi di operazione, ad esempio quelle di *leveraged buy out*, in cui si utilizza il meccanismo della leva finanziaria per acquistare un'impresa, o di *corporate restructuring*, cioè le riorganizzazioni aziendali, in cui la riorganizzazione dell'azionariato e della struttura societaria dell'azienda è il primo passo per una riorganizzazione aziendale completa; o intervengono solo in determinati stadi di vita, di cui i tre fondamentali sono l'avvio, lo sviluppo e la sostituzione.

1.5 La direttiva AIFM e il Regolamento EuVECA

A un periodo, dal 2003 al 2007, segnato da una crescita esponenziale del numero di operatori presenti sul mercato e di finanziamenti alle idee di business, ribattezzato dagli esperti la “*golden age*” del private equity, favorito da un quadro normativo molto incentivante e dalla grande mole di risorse finanziarie liquide, è seguita una battuta d'arresto degli investimenti che ha colpito l'intera Europa e gli Stati Uniti a causa della crisi sistemica dei mercati finanziari e che vede solo negli ultimi anni una ripresa, testimoniata dal crescente volume di capitali registrato nel 2014.⁵²

⁵² PREQIN, 2014 Global Private Equity Report, 2014

È palese, quindi, che gli eventi che hanno colpito un determinato settore del sistema finanziario, qual è stato quello dei mutui immobiliari americani, si sono facilmente estesi a tutti gli altri settori, compreso il nostro, facilitato da un quadro regolamentare del tutto inadeguato alla prevenzione e alla gestione delle crisi sistemiche, mettendone seriamente a rischio la stabilità.

Da tale considerazione le autorità di vigilanza e i governi hanno avvertito l'esigenza di avviare un vasto progetto di riforme di alcuni comparti del mercato finanziario, in particolare delle agenzie di rating, dei fondi speculativi e, appunto, dei fondi di private equity, fino a quel momento lasciati liberi di autodisciplinarsi, per ristabilire la fiducia nei mercati, apportare massicci interventi di sostegno al sistema bancario e tutelare gli interessi degli investitori. In questo contesto si comprendono tutte le riforme dell'assetto di vigilanza del settore bancario e finanziario e il nuovo impianto di regolamentazioni dei gestori di fondi alternativi e in particolare di quelli di private equity e venture capital che vedono la loro sintesi nella direttiva AIFMD e nel Regolamento EuVECA in Europa e il *Dodd Frank Act* in USA.

La Direttiva europea 2011/61/CE⁵³, c.d. AIFMD, entrata in vigore il 21 luglio 2011, nasce dalla necessità avvertita dalle autorità europee di fondare una disciplina armonizzata al fine di scongiurare il ripresentarsi di una crisi sistemica, e introduce una serie di misure volte a creare un mercato interno europeo dei “gestori di fondi di investimento alternativi”, i GEFIA, regolando tutte le forme giuridiche e le strategie alternative a quelle regolate dalla UCITS, come quelle specializzate in specifiche attività illiquide (fondi immobiliari, private equity, infrastrutture, commodities).

La AIFMD si focalizza, quindi, sulle norme in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza dei gestori di fondi di investimento alternativi, lasciando al legislatore nazionale il compito di regolare i singoli fondi, le loro strutture e le strutture di portafoglio, a causa della grande eterogeneità degli stessi nei diversi Stati membri che comporterebbe un quadro normativo inadeguato

⁵³ La Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010

(Considerando 10 della Direttiva).⁵⁴

I fattori che hanno spinto il legislatore comunitario a elaborare tale direttiva sono principalmente tre. In primo luogo, l'esigenza già avvertita dalla Commissione nel 2005 di implementare la normativa che riguardasse tutti i fondi d'investimento in materia di vigilanza e gestione dei rischi significativi. A tal proposito, applicando la procedura Lamfalussy⁵⁵, aveva costituito già prima della crisi un gruppo di esperti il cui elaborato finale è stato poi preso in considerazione per i considerando della Direttiva. In secondo luogo, mancando una legislazione omogenea, la disciplina si articolava in una serie di norme specifiche per ogni stato membro non solo di difficile conciliazione, ma anche potenzialmente pericolose per i rischi macroprudenziali che potevano generare e di ostacolo al progetto di realizzazione del mercato unico, pilastro dell'Unione Europea. In terzo e ultimo luogo, non è possibile escludere dalle ragioni alla base della AIFMD la crisi finanziaria del 2008 e la sua peculiarità di essere sistemica, mettendo a rischio tutti i settori del mercato finanziario e, di conseguenza, per una sorta di effetto domino, la stabilità di tutta l'economia.⁵⁶ È apparso, quindi, subito chiaro che in un mondo finanziario sempre più globalizzato, la disomogeneità delle normative nazionali sarebbe stata destinata a fallire ed era necessario un sistema unico di vigilanza al fine di tutelare tutti gli intermediari, a prescindere dal settore di appartenenza.

In questa sede non possiamo non affrontare le analogie tra la direttiva AIFMD e la UCITS. Quest'ultima, varata nel Giugno del 2009, ha riformato gli OICVM nell'ottica di raggiungere maggiore integrazione dei mercati, efficienza, flessibilità e un'informativa più semplice e comprensibile. Per ottenere questi obiettivi, quest'ultima ha esteso i principi del mutuo riconoscimento e dell'*home country control* agli OICVM che da adesso, possedendo un passaporto unico comunitario, possono essere gestiti da una SGR di un altro Stato Membro, e le stesse società di gestione possono operare con la sola autorizzazione dell'autorità

⁵⁴ SOLLIMA, *Il risparmio gestito italiano: analisi del mercato e aggiornamento normativo*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 2014

⁵⁵ procedura tecnica di adozione della legislazione in campo finanziario, articolata su quattro livelli e comprendente l'elaborazione di pareri tecnici da parte di commissioni di esperti

⁵⁶ LUCIANO A., *La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Contratto e Impresa/Europa*, a cura di Galanti e Bin, v. 16, f. 2, Luglio-Dicembre 2011, cit., pp. 605-608

di vigilanza del proprio paese di origine. Ancora, la Direttiva introduce gli OICVM cosiddetti *feeder*, che si caratterizzano per investire l'85% del proprio patrimonio in un altro OICVM, sfruttando così le economie di scala. Infine, è stato introdotto l'obbligo di fornire a tutti gli investitori che decidono di sottoscrivere un OICVM un ulteriore documento informativo, il *Key Investor Information Document* (KIID), il quale conterrà in modo sintetico tutte le informazioni necessarie per valutare correttamente l'investimento.⁵⁷

Da quanto appena detto, comprendiamo che i mercati europei dei fondi di investimento sono stati regolati per molto tempo dalla direttiva 2009/65/CE. Dal 2011, con la nuova direttiva, invece, il legislatore comunitario si è concentrato sui fondi di investimento alternativi, regolandone autorizzazione, funzionamento e trasparenza, che non rientravano nell'ambito di applicazione della UCITS e che vengono individuati in via residuale, ossia gli hedge funds, i fondi di private equity, che per la prima volta sono oggetto di normativa in Europa, i fondi di venture capital, i fondi immobiliari, i fondi di materie prime, quelli infrastrutturali e tutte le altre tipologie di fondi istituzionali.

Le novità introdotte dalla Direttiva hanno ovviamente comportato un ripensamento della struttura del TUF a causa delle numerose modifiche apportate alla disciplina primaria. La AIFMD ha, infatti, introdotto nuove categorie di soggetti e prodotti, prima non previsti, modificandone quindi il Titolo III, ossia quello dedicato alla gestione collettiva del risparmio. In particolare, l'intervento si è esplicito nell'ampliamento dell'impianto definitorio, introducendo la nozione di FIA e tutte le disposizioni comunitarie, già previste dalla Direttiva, salvo poi autorizzare Banca d'Italia e Consob a definire in un momento successivo con propri atti tutta la normativa secondaria.⁵⁸

Il TUF riprende in ottica nazionale gli obiettivi che il legislatore comunitario voleva raggiungere e li traspone per adattarli al mercato del risparmio italiano. Tra questi rileva un nuovo sistema di vigilanza e regolamentazione, più consono alla realtà odierna, per gli operatori che raggiungono una dimensione significativa e

⁵⁷ ASSOGESTIONI, *Il processo di adozione e le principali novità della disciplina UCITS IV*, Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni, Factbook 2010

⁵⁸ IMMACOLATO, VOZZI, STEFANIN, *La Direttiva AIFM e la proposta di Regolamento ELTIF: quali ricadute fiscali per il settore del risparmio gestito*, 2014

assumono maggiori rischi, per i quali gli si chiede di adottare idonee regole di condotta volte non alla riduzione, bensì alla gestione di potenziali conflitti di interesse, stante il fatto che la gamma sempre più vasta di servizi che gli operatori offrono simultaneamente ha aumentato la possibilità che ve ne siano tra queste diverse attività e gli interessi dei clienti.⁵⁹ Dopo essersi occupato di tutte le misure che gli operatori del mercato devono adottare, il legislatore non ha dimenticato di sottolineare l'obiettivo complementare di tutela degli investitori, che si declina nella protezione dei loro beni, di aumento della trasparenza dei gestori e dei fondi e, infine, di accrescimento delle responsabilità in proporzione al potere che i gestori possiedono all'interno del fondo.

La Direttiva AIFMD, applicandosi a tutti i soggetti che gestiscono abitualmente FIA, a prescindere che essi siano aperti o chiusi, dalla forma giuridica, o se esso sia o meno quotato, ha un campo di applicazione molto esteso, dato anche da una definizione di fondo alquanto vaga. Si intende, infatti, per fondo *“qualsiasi organismo di investimento collettivo che raccolga capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita e a beneficio di tali investitori”*⁶⁰ e che non sia già autorizzata dall'art.5 della direttiva UCITS. Rientrano, quindi, in tale definizione i GEFIA UE che gestiscono FIA UE o NON UE e i GEFIA NON UE che gestiscono FIA UE o NON UE.

La direttiva ha individuato una soglia di esenzione per alcuni gestori, ai quali è associato un minore rischio sistemico. Si tratta di GEFIA che, direttamente o indirettamente, gestiscono portafogli di FIA le cui attività gestite non superano i cento milioni o cinquecento milioni, qualora i fondi non ricorrano alla leva finanziaria e non prevedano diritti di rimborso esercitabile per un periodo di cinque anni a decorrere dalla data di investimento in ciascuna FIA. Sulla leva finanziaria, nel caso di private equity, l'ESMA stabilisce che i gestori che operano mediante acquisto di partecipazioni in società non quotate non devono includere l'esposizione finanziaria del veicolo nel calcolo della leva solo se il veicolo è costituito al fine di aumentare il fondo o se è controllato dal fondo o se il fondo

⁵⁹ Considerando 29 direttiva 2006/73/CE

⁶⁰ articolo 4, comma 1, lett. a) e b) della Direttiva 2011/61/UE

copre le perdite del veicolo oltre l'ammontare investito.⁶¹

Tali gestori, definiti sottosoglia, devono comunque sottostare a obblighi informativi, in ordine del principio di trasparenza. Sono, infatti, obbligati a registrarsi presso l'autorità competente del proprio stato di origine (in Italia è la CONSOB) e a fornire tutte le informazioni riguardanti le strategie di investimento, i principali strumenti che negoziano, nonché l'esposizione dei fondi che gestiscono. I fondi sottosoglia, nel caso volessero godere dei privilegi derivanti dalla direttiva e in particolare quello del passaporto europeo, possono in qualunque momento optare per l'adesione ai principi e obblighi (opzione di *opt-in*) ed essere considerati GEFIA. A quel punto, per operare all'interno dell'Unione Europea, devono ottenere un'autorizzazione dall'autorità competente senza la quale non possono gestire alcun FIA, previo l'accertamento del possesso di determinati requisiti delle persone che conducono di fatto l'attività, degli azionisti e dei soci, della struttura e del programma di attività e del complesso di politiche remunerative, requisiti validi in ogni momento e non solo al momento del rilascio della medesima, su cui sono previsti continui controlli di vigilanza.

Nell'ottica di selezionare all'ingresso solo gli operatori più credibili, scoraggiando iniziative economiche non strutturate, e nell'ottica di preservare la stabilità del mercato, la Direttiva impone al gestore un capitale minimo iniziale, pari a centoventicinquemila euro nel caso di gestore esterno e trecentomila euro nel caso sia interno⁶², stante comunque la questione se tale rappresenta realmente la dotazione ottimale di capitale e il giusto punto di equilibrio tra stabilità dell'intermediario, costo del servizio e tutela del consumatore, o sia un ostacolo alla libera concorrenza del mercato.⁶³

Un ulteriore tassello nella predisposizione delle regole sui gestori di fondi, elemento di assoluta novità rispetto a quanto previsto dalla UCITS sugli OICVM, volta a rafforzare la tutela degli investitori, è la norma relativa alla copertura dei rischi e al rafforzamento patrimoniale o attraverso la predisposizione di fondi supplementari a copertura di rischi derivanti dalla negligenza professionale pari

⁶¹ ESMA, *Questions and Answers. Application of the AIFMD*, 2014

⁶² Si definisce "esterno" il fondo gestito da un'entità giuridica separata; "interno" quando il veicolo è soggetto-gestore

⁶³ LEMMA V., *La società di gestione del risparmio (SGR), L'ordinamento finanziario italiano*, 2010

allo 0,01% dell'ammontare totale in gestione, o stipulando un'assicurazione pari allo 0,09% dell'ammontare totale.

Dal punto di vista degli obblighi organizzativi, l'AIFMD al capitolo III tratta le condizioni operative a cui i GEFIA devono attenersi in materia di rischi assunti e conflitti di interessi. Per quanto attiene al primo tema, si prevede che il gestore si doti di una struttura di *risk management* separata e indipendente dalle strutture operative e gestionali e, qualora vengano adottati propri metodi per valutare l'esposizione ai rischi, si attenga a determinati obblighi informativi per fornire tutti i dati in materia di quantificazione e gestione dei rischi.

Per la disciplina relativa ai conflitti di interessi, riprendendo la precedente Direttiva, i GEFIA *“si dotano e applicano modalità organizzative e amministrative efficaci, al fine di adottare ogni misura ragionevole volta a individuare, prevenire, gestire e monitorare i conflitti di interesse per far sì che non ledano gli interessi dei FIA e dei loro investitori (art. 14, comma 1). Quando tali modalità organizzative non sono sufficienti a garantire, con ragionevole fiducia, che sia evitato il rischio di ledere gli interessi degli investitori, allora è disposto che il gestore del fondo d'investimento alternativo informi chiaramente gli investitori, prima di agire per conto loro, della natura generale o della fonte dei conflitti di interesse, ed elabori politiche e procedure adeguate (art. 14, comma 2)”*. Dunque la Direttiva prevede che il gestore si doti di un organo di valutazione esterna, o interna indipendente, che valuti i potenziali conflitti, e qualora, nonostante tutte le misure adottate, non si riescano ad evitare conseguenze negative per investitori e il FIA stesso, informi il consiglio di amministrazione affinché possa adottare ogni decisione necessaria per proteggere gli interessi di entrambi le parti.⁶⁴

Tra le altre prescrizioni della direttiva rientra l'obbligo di istituire un soggetto depositario, il quale si occupa della custodia sia degli strumenti finanziari che possono essere registrati nei libri contabili, sia di tutti quelli fisicamente consegnabili al depositario. Tuttavia, il suo ruolo non si limita alla custodia del fondo ma gli viene attribuito anche il compito di monitorare i flussi del FIA e di verificare che tutti i pagamenti effettuati dagli investitori siano stati ricevuti e tutti

⁶⁴ GUFFANTI E., *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, Le Società, n. 10, 2011

i contanti registrati.⁶⁵ La direttiva AIFMD, infine, a causa della complessità del ruolo e dei compiti a cui è chiamata tale figura, annovera tra i soggetti che possono svolgerlo un ente creditizio avente la sede legale nell'UE, un'impresa di investimento avente la sede legale nell'Unione, autorizzata conformemente alla direttiva MIFID, e soggetta ai requisiti di adeguatezza patrimoniale ai sensi della direttiva 2006/49/CE, e un'altra tipologia di istituto soggetto a regolamentazione prudenziale e a vigilanza costante e che rientri nelle categorie di istituto che gli Stati membri hanno stabilito possono essere scelte come depositarie a norma della direttiva UCITS.⁶⁶

La Direttiva contiene poi alcuni obblighi specifici per i gestori dei fondi di Private Equity, in particolare nel caso di acquisizioni di società non quotate.

Il gestore ha l'obbligo di segnalare alle autorità di vigilanza finanziaria il raggiungimento o il superamento di determinate soglie (10%, 20%, 30%, 50%, 75%) dei diritti di voto di una società non quotata. Nel caso in cui ne acquisisca il controllo, deve renderlo noto alla società stessa, agli azionisti e alle Autorità competenti. Conseguentemente, dovrà adempiere una serie di obblighi informativi nei confronti dei lavoratori e degli azionisti affinché siano sempre informati su eventi significativi avvenuti nel corso dell'anno e sul probabile andamento della società. L'obbligo viene meno se il gestore acquisisce una piccola o media impresa.

Da ultimo, la direttiva introduce alcune prescrizioni sulle politiche di remunerazione dei gestori⁶⁷: il 50% del compenso deve essere dovuto sotto forma di quote di partecipazione al fondo e il 40% di questo deve essere distribuito su un periodo di 3-5 anni.

Parallelamente al processo di introduzione dell'AIFMD, la Commissione Europea ha portato avanti un progetto di regolamentazione dei fondi di venture capital, fondamentali per rispondere al fabbisogno di capitale di rischio delle piccole e medie imprese, che ha visto la sua esplicitazione nel Regolamento

⁶⁵ ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare: Settima edizione*. G Giappichelli Editore, 2014

⁶⁶ art. 21, comma 3, lett. a), b) e c)

⁶⁷ <http://www.esma.europa.eu/content/Guidelines-sound-remuneration-policies-under-AIFMD>

EuVECA⁶⁸.

La ratio alla base del provvedimento è stata quella di dar vita a un mercato unico dei fondi di venture capital fornendoli di un passaporto europeo e semplificando le regole di rilascio rispetto a quelle previste dalla AIFMD. Si permette in questo modo di commercializzare quote all'interno del territorio comunitario attraverso un'unica autorizzazione di tutti i fondi che gestiscono asset EuVECA.

Tra i veicoli eleggibili di tale disciplina rientrano quei fondi con strategia di *venture e growth capital* che impiegano almeno il 70% del capitale in PMI non quotate, PMI con sede in paesi UE o non UE che prevedono adeguati scambi informativi a fini fiscali e antiriciclaggio, strumenti rappresentativi di equity, prestiti garantiti e non garantiti nei limiti del 30% del patrimonio. A tali fondi si richiede: l'obbligo di reportare sulla composizione del portafoglio e sulle attività condotte nell'esercizio precedente; prevedere procedure per identificare e gestire i conflitti di interesse e informare sempre opportunamente gli investitori; non ricorrere all'utilizzo della leva finanziaria oltre il capitale sottoscritto; possedere risorse umane, tecniche e finanziarie adeguate all'attività di investimento; l'obbligo di valorizzare le attività e revisionare i conti una volta all'anno; e infine, informare gli investitori in merito alla strategia di investimento, la remunerazione del gestore e le commissioni applicate.

1.6 Il Venture Capital Process

Le fasi del processo di investimento possono differire di molto a seconda del tipo di operazione; tuttavia vi sono delle fasi tipiche comuni a tutte le tipologie di investimento.⁶⁹

Il momento più problematico, in particolare in Italia, è quello di individuare potenziali imprese, capaci in breve tempo di crescere e aumentare il proprio valore. Se, infatti, non si conoscono tali strumenti o non vi sono strutture adatte, la ricerca comporta un enorme dispendio di risorse per gli operatori, che possono basarsi solo sulla propria rete di contatti, professionisti manager e centri di ricerca

⁶⁸ UE n.345/2013 del Parlamento e del Consiglio Europeo del 17 aprile 2013

⁶⁹ AIFI, *Capitali per lo sviluppo*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano 1999

in modo da generare un flusso di opportunità interessanti.

Una volta individuate le opportunità di investimento, si passa alla valutazione dell'imprenditore -la sua affidabilità, le competenze, l'esperienza e la reputazione dei manager che lo sostengono e infine della coerenza e della sostenibilità dell'idea imprenditoriale per la quale sono alla ricerca delle risorse.⁷⁰

Seguirà un'analisi del mercato attuale e potenziale dell'impresa, il suo potenziale tecnologico, le prospettive di crescita al fine di valutare la convenienza dell'operazione e poter dare avvio alla fase contrattuale in cui, dati alla mano, l'operatore potrà quantificare l'investimento esprimendo un prezzo dell'impresa.

L'operazione non si conclude con il solo trasferimento delle risorse finanziarie richieste ma è solo l'inizio di un rapporto tra imprenditore e investitore nel tentativo comune di accrescere il valore dell'impresa. Il monitoraggio, oggetto di questa fase, nasce proprio dalla consapevolezza che l'operazione ha una durata determinata e dovrà concludersi con un *capital gain* da parte dell'operatore istituzionale.

Il processo si conclude con il disinvestimento, la fase più delicata, in cui entrambe le parti dovranno giungere a un accordo sui tempi e le modalità di smobilizzo della partecipazione nell'ottica di massimizzare il ritorno dell'investimento.

1.6.1 L'individuazione delle opportunità di investimento

Il processo di identificazione dell'impresa target, il c.d. *deal flow*, è una delle fasi più delicate e difficili del processo di investimento di un operatore specializzato nel capitale di rischio e le modalità che influenzano tale processo sono tre⁷¹: le caratteristiche dell'operatore, l'area geografica di intervento e la tipologia di investimento effettuata.

L'industria del *private equity* è diventata, soprattutto negli ultimi anni, molto competitiva e il numero di fondi operanti è sensibilmente aumentato. L'immagine, la notorietà e l'esperienza diventano, allora, elementi contraddistintivi e

⁷⁰ AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V., *Lezioni di economia aziendale*, Il Mulino, 1996

⁷¹ GERVASONI A., SATTIN F. L., *op. cit.*

indispensabili per la sopravvivenza dello stesso e influenzano notevolmente la capacità di generare un flusso sistematico di opportunità di investimento ed è per questo che le società operanti in tale settore sono consapevoli che costruire un forte *brand* può avere effetti positivi sul loro bilancio, attirando investimenti e nuovi talenti.⁷² Gli sforzi profusi per la costruzione dell'immagine e della considerazione che si ha di sé sul mercato sono inutili se a questi non si accompagna l'attività di pubblicazione delle esperienze passate e dei risultati ottenuti usando i moderni canali di marketing e fortificando la presenza sui social media per essere facilmente raggiungibili da nuovi investitori. Molto spesso, infatti, il successo di un operatore in un mercato è determinato non dalle sue capacità o dalle difficoltà riscontrate sul mercato, ma, semplicemente, perché poco conosciuti e impossibilitati a raggiungere e a presentarsi alle piccole e medie imprese.

Una seconda peculiarità per massimizzare il flusso del *deal flow* è data dalle caratteristiche del mercato geografico nel quale l'operatore intende operare. Nei mercati evoluti, come quello statunitense, la maggior parte delle operazioni passa attraverso l'intermediazione di grandi operatori specializzati, esperti nelle transazioni complesse come quelle che frequentemente avvengono qui. Del tutto diversa è la situazione nei mercati più piccoli, con imprese di dimensioni notevolmente minori, dove l'intermediario più diffuso è il commercialista, la figura professionale più vicina all'imprenditore e di cui gode maggiore fiducia.⁷³ Un fondo che, quindi, decide di operare in questo mercato dovrà essere principalmente in contatto con quest'ultimi, stabilire un network basato sul "passa parola" ed essere pronto a cogliere qualsiasi opportunità che i commercialisti seguono e suggeriscono.

Infine, nel processo di individuazione delle opportunità di investimento non possiamo non tenere conto del tipo di operazione in cui il fondo si specializza. Se l'obiettivo è, per esempio, l'identificazione di start up in settori specifici, si dovrà circondare di figure esperte di quel mercato ed essere presente nelle università e in tutte quelle occasioni potenzialmente proficue a scovare nuovi talenti.

⁷² BackBay Communications, Private equity brand equity III, 2014

⁷³ MACI G., *Il private equity. Profili operativi ed evoluzioni del mercato italiano*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli 2009

1.6.2 I criteri principali alla base delle decisioni di investimento

Il processo di selezione dell'azienda target è molto complesso e si basa su numerose e attente valutazioni, tutte finalizzate alla ricerca di quelle con elevati tassi di rendimento, che nel più breve tempo possibile aumentino il valore del capitale di rischio investito. Esistono dei criteri di base, comuni a tutte le operazioni, che aiutano il fondo nella prima fase di *screening* a creare un bacino di imprese, considerabili attrattive per gli obiettivi del fondo, e a scartare quelle non rientrabili nelle strategie di investimento.

La prima analisi fondamentale, di tipo strategico, è quella che interessa il settore, cercando di analizzarne gli attori, se il prodotto ha caratteristiche tali da potersi distinguere nell'ottica di raggiungere la leadership del mercato e tenerla il più a lungo possibile.

Il secondo elemento da tenere in considerazione è il management. Per tutti gli investimenti, di qualsiasi tipologia e natura, il maggiore responsabile del successo o del fallimento dell'idea è il fattore umano, elemento di assoluta importanza, sicuramente maggiore rispetto alla validazione del prodotto nel mercato, frutto della prima analisi. Seppur non esiste il profilo ideale di imprenditore, e la verifica delle sue capacità, se condotta in modo sbagliato, porta al fallimento, deve sicuramente possedere obiettivi di sviluppo dell'impresa e di affermazione personale e i suoi interessi non devono mai discostarsi da quelli del management team e dell'investitore.⁷⁴

Non meno importante è il rapporto di fiducia che deve esserci tra l'investitore, che deve in ogni momento sentirsi garantito, e il gruppo dirigente, consapevole del vantaggio che il primo può apportare all'impresa, senza la quale ogni possibilità di sopravvivenza è stroncata sul nascere. Per questo motivo, gli obiettivi e le aspirazioni di entrambi le parti devono essere chiare fin dal primo momento: l'imprenditore deve trasmettere il modello di azienda che vuole creare, le sue aspirazioni e come intende farlo; l'investitore deve comunicare il tipo di intervento che vuole effettuare e le sue aspettative sui risultati futuri dell'azienda.

⁷⁴ AIFI, *100 domande 100 risposte sul capitale di rischio per lo sviluppo*, pubblicazione interna, Milano 1990

Infine, l'imprenditore deve dimostrare di possedere le competenze necessarie per ricoprire tutti gli aspetti gestionali critici. In particolare, non si richiede all'imprenditore di conoscere tutti gli aspetti della realtà aziendale, ma piuttosto che sia in grado di assemblare e dirigere un team variegato che possa fornirgli tutte le informazioni di cui ha bisogno per valutare in ogni momento l'andamento della società. In altre parole, l'investitore non ricerca né l'inventore, cioè colui che, innamorato del proprio prodotto, non considera affatto il mercato, i competitors, le risorse necessarie né un analista di flussi di cassa che non conosce il modo di realizzare il prodotto, bensì colui che, consapevole delle sue capacità e doti, trasmette i suoi valori a un team con esperienze che coprano tutte le problematiche della realtà aziendale.⁷⁵

1.6.3 Il Business Plan

Dopo aver analizzato il settore e la potenziale collocazione al suo interno del prodotto e la figura dell'imprenditore, è necessario condurre un'analisi quantitativa della profittabilità attraverso lo studio del bilancio e del *business plan*, al fine di verificare l'efficacia della strategia messa in atto dalla società e la capacità di acquisire un vantaggio competitivo.

Il *business plan* è un documento formale utile a delineare la possibilità che un'idea imprenditoriale possa, in un certo arco di tempo, realizzarsi, illustrare tutte le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi, e evidenziare gli aspetti di rischio imprenditoriale, di convenienza economica e di esigenza finanziaria. Ha un ruolo vitale nell'ambito della gestione delle imprese in quanto risulta utile agli investitori, vale a dire tutti coloro che intendono impegnare le proprie risorse nell'idea e che desiderano poter riscontrare la certezza che torneranno in possesso delle risorse investite; ai finanziatori, fornitori, banche, fondi di venture capital che acconsentono a prestare risorse ad un tasso più o meno

⁷⁵ CARYL, *Preparing a Business Plan, Guide to Private Equity and Venture Capital in the UK and Europe*, Pitman Publishing, London 1993

elevato per un determinato lasso di tempo; ai proprietari e al consiglio di amministrazione, chiamati anch'essi ad apportare risorse, ben prima di quelle di terzi, e quantificabili mediamente in un terzo della somma richiesta; ai manager o al soggetto economico dell'impresa, per i quali il *business plan* è una valida metodologia utile a verificare l'iniziativa, evitando di intraprendere attività che non presentano prospettive di rientro.⁷⁶

La struttura, nell'ottica dell'investimento in capitale di rischio, è articolata con:

- un'introduzione, contenente tutte le informazioni per la conoscenza dell'organismo, la forma organizzativa e giuridica scelta, le caratteristiche del settore e i propri vantaggi competitivi, la missione aziendale e come la si vuole perseguire;
- una sezione dedicata al prodotto e le sue novità intrinseche;
- un'analisi macroeconomica del mercato in cui verrà venduto il prodotto, correlato con i suoi potenziali tassi di crescita, e una microeconomica, riferita al consumatore, il suo profilo, il prezzo a cui sarà disposto a pagarlo, al fine di individuare i canali distributivi, i concorrenti e i nuovi entranti, le fonti del vantaggio competitivo e gli eventuali impedimenti;
- le modalità di produzione, indicando nel modo più dettagliato possibile le fonti di approvvigionamento, le valutazioni quantitative inerenti il processo produttivo e le professionalità richieste;
- i piani operativi e i dati economico/finanziari al fine di redigere dei *cash flow* statement previsionali dei successivi 3-5 anni, che permettono di leggere con facilità le tempistiche dei flussi di cassa futuri e la loro natura;
- la struttura finanziaria, di cui non ne esiste un'unica assoluta ma diverse, soggettive, influenzate dalla differente percezione che imprenditore e investitore hanno del profilo di rischio del progetto, dalla fiducia che l'investitore ripone nelle capacità imprenditoriali della controparte, e dal regime fiscale;
- il rapporto desiderato tra capitale di rischio e di debito: il primo non prevede alcun onere finanziario e si ricevono oltre al denaro, competenze e

⁷⁶ SIEGEL E.S., BORNSTEIN Y.M.; FORD B.R., *Come si prepara un Business Plan*, Ernst&Young, 1996

contatti che l'imprenditore non possiede, limitando però il potere decisionale e dividendo i profitti, una volta conseguiti, con gli altri investitori; il secondo permette al soggetto di rimanere l'unico titolare del proprio business ma sono dovuti oneri a prescindere dai risultati economici e sono di più difficile reperimento;

- il profilo dell'imprenditore e più in generale di chi controlla il capitale e quindi chi detiene il potere in assemblea, anche se nel contesto delle start-up il capitale non è così talmente frazionato da essere difficile la comprensione;
- infine la strategia di disinvestimento, fornendo all'investitore in modo dettagliato e sistematico una previsione di quelli che saranno i suoi ritorni, se gli obiettivi saranno raggiunti, e le modalità attraverso cui avverranno.⁷⁷

Una volta redatto il *business plan*, l'investitore dovrà verificarne la validità e autorizzarlo attraverso il controllo di alcuni requisiti. Il fondo dovrà assicurarsi che le risorse investite siano adeguate e opportunamente assicurate dai futuri cash flow, capaci almeno di coprire la gestione ordinaria e ricorrere alle fonti esterne solo per attuare strategie di crescita. Tutte le informazioni fornite dovranno essere coerenti e attendibili: in altre parole, le scelte strategiche, il piano di azione e i dati economici finanziari devono essere collegate tutte da un nesso causale e le risorse umane, tecnologiche e organizzative devono essere sufficienti per attuare il progetto strategico. I dati contenuti nel piano industriale devono essere realistici e credibili rispetto all'andamento del mercato, alle tendenze dei consumatori, al comportamento dei competitors, alla struttura e ai cambiamenti dei canali distributivi, al contesto normativo, tecnologico sociale e ambientale. Le proiezioni relative ai ricavi, margini, investimenti devono avere alte probabilità di verificarsi per poter affermare che un piano è attendibile. Infine l'investitore, in seguito alla lettura del piano, deve poter vedere accrescere la sua fiducia nel management, capace di affrontare sia la gestione ordinaria che eventuali cambiamenti; nel business, grazie alle capacità dell'imprenditore di mostrare le potenzialità del prodotto; nel modo in cui verranno utilizzati i capitali, in modo da conoscere fin

⁷⁷ MACI G., *op.cit.*

da subito i piani strategici; nella condivisione dei rischi e in particolare nella parte che si assume l'imprenditore in caso di insuccesso dell'idea; e infine nelle motivazioni che spingono l'imprenditore a perseguire la sua idea.⁷⁸

Per quanto riguarda il bilancio, gli indicatori della profittabilità, come l'EBIT, sono quelli maggiormente significativi e che attirano un'attenzione maggiore per giudicare la sostenibilità dell'investimento. Pertanto, oltre a vedere le potenzialità di crescita, assume rilevanza la capacità di realizzare nel minor tempo possibile margini che gli permettono la sopravvivenza e di difendere così la posizione nel mercato. Altri elementi quantitativi da osservare sono il tasso di crescita di volumi/prezzi, la marginalità del prodotto/cliente, il capitale circolante netto e i flussi di cassa operativi. Tuttavia, il criterio più importante per un'operazione di private equity è la ricerca di un elevato rendimento, in linea con il rischio supportato.

In particolare l'indicatore a cui si deve fare maggiore riferimento è l'IRR, che per operazioni di private equity deve essere almeno del 30% durante la prima valutazione affinché un investimento sia realizzabile dal punto di vista finanziario.

1.6.4 Il processo di Due Diligence

La *due diligence* è un processo essenziale per verificare tutte le informazioni giunte all'investitore riguardo l'azienda target e per ridurre le asimmetrie informative tra le due parti. In altre parole consiste in un'indagine conoscitiva svolta dall'investitore per valorizzare adeguatamente l'investimento che sta per compiere, identificando le aree critiche e i punti di forza della società target al fine di agevolare l'assunzione di decisioni informate e fornire tutti gli elementi per una corretta valutazione e negoziazione.⁷⁹

I principali obiettivi di tale attività sono: confermare le informazioni acquisite fino a quel momento dell'azienda target; verificarne la redditività e la sua sostenibilità per essere certi che quanto investito rientrerà dismettendo la

⁷⁸ GERVASONI A., SATTIN F. L., *op. cit.*

⁷⁹ MOTTA A., *Manuale delle acquisizioni di imprese: aspetti strategici, finanziari e di valutazione*, Il Sole 24 ore, Milano 2003

partecipazione; individuare possibili modifiche del prezzo da effettuarsi al termine della fase contrattuale; e infine supportare il piano strategico al fine di individuare le potenziali sinergie.

Generalmente, è affidata a società di consulenza esterna, esperta nel settore industriale in cui si sta operando, ma con una presenza proattiva del fondo di investimento che conosce le componenti che debbano essere valorizzate per incidere maggiormente sul prezzo che dovrà pagare.

I destinatari della *due diligence* sono i potenziali investitori di capitale di rischio, i finanziatori dell'operazione oppure gli analisti e i valutatori d'azienda. La sua pianificazione e gestione si realizza durante tutto il processo di verifica dei requisiti della società e si intensifica durante la fase che segue la firma del pre-contratto, contenente le linee di massima, fino alla stipulazione del contratto vero e proprio.

È un'analisi che riguarda tutti gli aspetti del business oggetto di vendita e perciò si distinguono *due diligence* specialistiche a seconda dell'area studiata, ovvero:

- *due diligence di mercato*;
- *due diligence contabile-finanziario*;
- *due diligence legale*;
- *due diligence fiscale*;
- *due diligence operativa*.⁸⁰

La *market due diligence* permette all'investitore di studiare il mercato di riferimento dell'azienda ed il suo posizionamento competitivo all'interno dello stesso, per poi confrontarlo con i risultati provenienti dal *business plan* redatto dall'imprenditore. Verrà considerato il mercato attuale con le sue potenzialità future e opportunità emergenti, nonché i nuovi prodotti e metodi di distribuzione. È importante che la *due diligence* di mercato sia sempre coordinata con quella finanziaria per poter confrontare e comprendere eventuali discordanze tra i dati aziendali, sia storici che prospettici, e quelli di mercato.⁸¹

La *financial due diligence* ha l'obiettivo di capire se nella società target esistono criticità da un punto di vista finanziario o contabile e supportare il

⁸⁰ MACI G., *op. cit.*

⁸¹ AIFI, *Guida pratica al capitale di rischio*, 2000

potenziale acquirente nell'identificazione e nella gestione delle criticità relative alla definizione del prezzo. Non solo, il procedimento consente di individuare i valori nascosti e le opportunità di generazione del valore della transazione, ovvero tutto ciò che normalmente non sarebbe considerato, ma in tale contesto acquisiscono un peso nell'operazione. Nel caso di un'operazione di private equity, l'attenzione principale è volta a verificare l'esattezza dell'EBITDA e della posizione finanziaria netta (PFN). Questi ultimi, infatti, sono due degli elementi chiave ai fini della valutazione, per i quali, possibili correzioni possono avere un impatto rilevante sul prezzo. Il primo è l'indicatore più rappresentativo della performance della società oggetto di valutazione. Dopo un'operazione di normalizzazione del valore (esclusione di tutti i costi e ricavi non inerenti al *core business* o comparazione di dati storici e prospettici) si giunge a definire l'operatività normale e ricorrente del *business*, passo fondamentale del processo perché consente al fondo di raccogliere tutti gli elementi chiave per la preparazione del modello di valutazione del business oggetto di analisi e dei dati storici che costituiscono la base dello sviluppo del *business plan* della società target e rappresenta la base per il successivo calcolo del prezzo attraverso il metodo dei multipli. La PFN (somma algebrica tra liquidità e debiti a breve e lungo termine⁸²) è una grandezza che include tutte le poste di carattere finanziario dello stato patrimoniale. Essa, in un'ottica generale, include tutti gli impegni finanziari, a prescindere dalla loro inclusione nel bilancio, e tutti gli elementi di debito operativo che nel contesto dell'operazione assumono veste finanziaria. Per liquidità si intende, invece, in modo molto restrittivo, solo la cassa e i suoi equivalenti. Infine, è da sottolineare che entrambe le grandezze, nella fase iniziale dell'offerta, sono frutto di una stima, in quanto gli analisti possiedono una quantità di dati insufficiente per definire gli elementi più ricercati e generalmente non illustrati nelle informazioni finanziarie pubbliche. Progressivamente, l'acquisizione di dati sempre più precisi migliora la stima di EBITDA e PFN e porta a una definizione precisa del prezzo dell'operazione. Resta inteso che il secondo avrà una componente risultante dal mero calcolo ma anche una negoziale condivisa tra compratore e venditore che non può astrarre dal

⁸² BREALEY R., MYERS S., ALLEN F., SANDRI S., *Principi di Finanza Aziendale*, McGraw-Hill Education, Milano, 2015

contesto specifico della transazione.

Le aree di analisi di una *due diligence contabile-finanziaria* sono tipicamente: il sistema contabile e di reporting, il conto economico riclassificato, lo stato patrimoniale riclassificato, i flussi di cassa, l'andamento del working capital, il livello di capex; gli impegni e le passività potenziali con i relativi dettagli contabili. L'analisi del conto economico è importante per comprendere la performance storica del business della società target e la qualità dei risultati in termini di sostenibilità futura. L'analisi della performance storica presuppone l'ottenimento e la comprensione delle normali condizioni di redditività del business stesso.

La *legal due diligence* consente di evidenziare tutte le problematiche di natura legale che sono importanti sia al fine della valutazione dell'azienda, sia alla stesura del contratto definitivo. Si indaga sulla governance della società, sul patrimonio, la proprietà industriale e intellettuale dell'impresa, sui rapporti commerciali e finanziari, sull'eventuale presenza di contenziosi, sull'esistenza dei requisiti legali per l'esercizio dell'attività d'impresa, nonché sull'eventuale necessità di garanzie contrattuali.

La *due diligence fiscale* ha l'obiettivo di mettere in luce eventuali rischi fiscali. I controlli, svolti da consulenti tributari, hanno il fine di valutare la posizione dell'impresa target nei confronti dell'amministrazione finanziaria e di altri enti come, ad esempio, gli istituti previdenziali. Un primo rischio è connesso ai periodi di imposta ancora aperti e passibili di accertamento da parte delle autorità. È evidente come, una volta che la società sia passata sotto il controllo dei nuovi acquirenti, tale rischio si riversi su questi ultimi e, quindi, dovrà essere attentamente vagliato e considerato nell'ambito del set di garanzie che tipicamente l'acquirente richiede ai venditori. Un secondo tipo di rischio è invece relativo al fatto che l'operazione possa essere riconosciuta dall'Amministrazione Finanziaria come elusiva, ovvero volta a raggiungere risparmi di imposta indebiti, e priva di valide ragioni economiche. Inoltre avere contezza della posizione e dei rischi fiscali della società target è importante anche per la giusta struttura fiscale dell'operazione (asset deal o share deal).

La *due diligence operativa* è un'area di indagine di fondamentale importanza

per poter comprendere tutte le fasi operative del business, e per poter assicurare la regolare continuità dello stesso nella fase successiva al closing della transazione. E' un'operazione che ricopre un elevato numero di aree (sistemi e processi, ricerca e sviluppo, risk management, supply chain, etc..) e che richiede il coinvolgimento di numerose figure professionali interne ed esterne alla società. Se, in seguito a tutta questa serie di valutazioni, gli investitori saranno abbastanza fiduciosi nella buona riuscita dell'operazione, si giungerà alla sottoscrizione del contratto, in cui saranno definiti dettagliatamente i termini dell'accordo tra società e investitore.

1.6.5 Il monitoraggio e la valorizzazione dell'investimento

Le elevate risorse coinvolte a sostegno del progetto rendono necessario, e particolarmente critico, il monitoraggio da parte dell'investitore svolto attraverso diversi strumenti, primo fra tutti la presenza in consiglio di amministrazione, a seconda delle caratteristiche dell'operatore finanziario e della tipologia di operazione stessa.

Innanzitutto distinguiamo gli investitori attivi (*hands on*) che, oltre ad apportare capitale di rischio, mettono a disposizione una vasta gamma di servizi che ha come obiettivo quello di far crescere l'azienda e i suoi componenti, da quelli *hands off*, che si limitano a fornire le risorse e competenze finanziarie e a essere presenti relativamente nella vita dell'impresa target.⁸³ Più approfonditamente, incontriamo: gli investitori "*laissez faire*" caratterizzati da un basso coinvolgimento nella gestione dell'azienda, dove il loro ruolo è prettamente finanziario fornendo preziosi consigli volti a ottimizzare la struttura o facilitando il dialogo con altri investitori; gli investitori "moderati" che, più dei primi, ricoprono un ruolo attivo nell'area del management, soprattutto nella selezione, formulazione e stipulazione dei contratti, e intervengono in tutte le situazioni di crisi che potrebbero minare l'intera operazione, grazie alla loro esperienza sul campo; infine troviamo gli investitori "attivi", impiegati in prima persona non solo nell'area finanza e nel

⁸³ BRAU J.C., BROWN R.A., OSTERYONG J.S., *Do venture capitalists add value to small manufacturing firms? An empirical analysis of venture and nonventure capital-backed initial public offerings*, Journal of Small Business Management, vol.42, 2004

management ma anche nelle decisioni di marketing e nella gestione operativa.⁸⁴

Per quanto riguarda invece la tipologia di operazione possiamo classificare gli investitori a seconda se ricoprono un ruolo di leader in progetti di avvio/sperimentazione, gli investitori che nelle medesime operazioni rivestono un ruolo minore e, infine, quelli che finanziano imprese mature e in una fase più avanzata del loro sviluppo. Potendo misurare il peso dell'investitore in ore impiegate nel progetto, nelle imprese all'avvio, il finanziatore sarà presente in impresa due ore per settimana contro i tre quarti d'ora per casi già più avanzati e stabili. L'investitore, inoltre, visita l'azienda all'incirca tre volte ogni due mesi mentre è significativamente inferiore negli altri casi, dimostrando che nelle prime fasi di vita di un'impresa, il fondo di investimento sarà più propenso a dedicare del tempo e ad essere maggiormente coinvolto nella gestione ordinaria dell'impresa acquisita.⁸⁵

La semplice presenza in consiglio non è però un indicatore molto attendibile del grado di coinvolgimento dell'operatore nelle problematiche gestionali e di sviluppo della società. Si possono trasmettere esperienze e conoscenze all'imprenditore pur non essendo presenti in consiglio o, al contrario, essere presenti ma non dare nulla in termini di valore aggiunto all'azienda.

Un attento e puntuale monitoraggio si basa su una molteplicità di fattori economici che determinano la frequenza e l'intensità con cui l'investitore è presente in azienda. Anzitutto, i potenziali conflitti di interesse tra management e amministratori potrebbero causare comportamenti opportunistici di una delle parti e ciò agli occhi dell'investitore rappresenterebbe una fonte di sfiducia a cui porrebbe rimedio intensificando il rapporto personale tra venture capitalist e gruppo imprenditoriale. La permanenza prolungata dell'azienda in esame nel portafoglio dell'investitore può attenuare il rischio, limitando i comportamenti opportunistici e rinsaldando il rapporto di fiducia con l'investitore che potrà ridurre il tempo del monitoraggio.

Un altro rischio di tali investimenti deriva dall'elevato grado di incertezza

⁸⁴ MACMILLAN I.C., KULOW D.M., KHOYLIAN R., *Venture capitalists'involvement in their investments: extent and performance*, Journal of Business Venturing, vol.4, 1988

⁸⁵ GORMAN M., SAHLMAN W.A., *What do venture capitalist do?*, Journal of Business Venturing, vol.4, 1989

derivante dall'asimmetria informativa, presente soprattutto nei primi stadi di vita dell'azienda quando gli operatori non hanno le stesse informazioni del manager e tali non sono sufficienti a prendere la decisione ottimale.⁸⁶

Due ulteriori fattori che influenzano il processo di monitoraggio sono la distanza geografica tra investitore e azienda finanziata e l'esperienza dell'investitore. Per quanto riguarda quest'ultimo elemento, in generale, quanto maggiore è l'esperienza dell'operatore tanto minori saranno i rapporti tra gli amministratori, espressione della compagine del VC, e gli altri membri del consiglio.⁸⁷

La presenza costante dei venture capitalists nella corporate governance dell'azienda ha dimostrato che il loro contributo genera una serie di *good practices* nel management, che sarà più invogliato ad essere attento alla gestione dei costi e ciò produrrà un miglioramento generale della performance economico-finanziaria dell'impresa.⁸⁸

Il contributo finanziario è chiaramente il nucleo del rapporto tra investitore e azienda partecipata ma rappresenta solo una componente dell'intero pacchetto di servizi forniti. I vantaggi che gli imprenditori ricevono dal private equity sono, infatti, non solo limitati al capitale di rischio ma soprattutto riconducibili alla cultura manageriale che gli investitori trasmettono, la maggiore credibilità acquisita sul mercato finanziario, oltre alle nuove possibilità di network che si aprono grazie alle conoscenze possedute dall'investitore sia in ambito finanziario sia imprenditoriale.⁸⁹

Innanzitutto, il contributo degli investitori istituzionali può essere sintetizzabile in una forte spinta all'imprenditorialità, che incide a volte più delle risorse finanziarie nella sopravvivenza dell'impresa nelle prime fasi del suo ciclo

⁸⁶ GUPTA A.K., SAPIENZA H.J., *The impact of agency risk and task uncertainty on venture capitalists-CEO interaction*, Academy of Management Journal, 1994

⁸⁷ MANIGART S., SAPIENZA H.J., VERMEIR W., *Venture capitalist governance and value added in four countries*, Journal of Business Venturing, 1996

⁸⁸ WIJBENGA F.H., POSTMAN T., STRATLING R., *The influence of the venture capitalist's governance activities on the entrepreneurial firm's control systems and performance*, 2005

⁸⁹ AIFI, *L'incontro tra domanda e offerta del capitale di rischio: il punto di vista dell'imprenditore*, convegno annuale marzo 2004

vitale.⁹⁰

In aggiunta alla spinta imprenditoriale, ci sono ulteriori ricadute nelle imprese sostenute dai fondi di venture capital come per esempio un aumento del livello occupazionale, una maggiore propensione alla ricerca e sviluppo, in quanto le principali realtà finanziate sono quelle di settori a elevata tecnologia, e infine una maggiore propensione all'investimento in training e formazione, in particolare per le aziende nelle fasi di *early stage*.

Le principali funzioni svolte dall'investitore istituzionale sono quindi sintetizzabili in tre macro aree:

- *indirizzo strategico* (cassa di risonanza per il gruppo imprenditoriale, servizi finanziari, consulenza strategica/dirigenziale)
- *network e contatti* (gestione/selezione del management, contatti professionali/industriali)
- *supporto nel "day by day"* (confidente/amico fidato, intervento a livello operativo)

L'ambiente sempre più competitivo, in seguito al processo di globalizzazione e internazionalizzazione, ha obbligato ogni azienda a confrontarsi non più solo con i concorrenti diretti ma anche con tutti i soggetti che operano lungo la catena del valore: le aziende produttrici di prodotti sostitutivi, i potenziali entranti, i fornitori e i clienti. L'impresa si trova allora a compiere numerose scelte, più o meno complesse, e ad affrontare le possibili criticità che avranno i loro effetti sul bilancio, in maniera anche irreversibile.

Una scelta per essere ottimale deve coinvolgere agenti perfettamente razionali e un ambiente caratterizzato da informazione perfetta, cosa che nella realtà è molto difficile che accada perché per motivi di tempo o di costo il soggetto non è in grado di raccogliere tutte le informazioni e ciò determina un processo decisionale caratterizzato da una certa componente di soggettività. In tale situazione, si inserisce l'investitore in capitale di rischio, che grazie all'esperienza maturata, potrà fornire proprio quelle informazioni oggettive mancanti e risultare la chiave del successo per l'azienda. In altre parole, l'investitore, svolgendo il "ruolo

⁹⁰ EVCA, Coopers & Lybrand, The Economic Impact of Venture Capital in UK, 1996

dell'«avvocato del diavolo», deve sfruttare il potere di relazione con la controparte per selezionare le idee giuste e scartare le altre.⁹¹

La funzione finanziaria ha come principale obiettivo quella di massimizzare il valore dell'azienda soprattutto per la piccola e media impresa. L'investitore istituzionale rappresenta, infatti, nella stragrande maggioranza dei casi, l'unica fonte di finanziamento possibile poichè rispetto ai grossi gruppi industriali si trovano in posizione di svantaggio non avendo la stessa facilità nell'accesso ai flussi finanziari, bancari e non bancari e non godendo dello stesso potere contrattuale. Il venture capital diventa allora l'unico mezzo per attivare processi di crescita, internazionalizzazione e ammodernamento, altrimenti impossibili. Ciò va ad interessare, ovviamente, il fattore capitale, ma ha un'estensione molto maggiore perché tutte le attività reali hanno un risvolto finanziario: tutti i flussi e i fondi influenzano l'evoluzione e lo sviluppo dell'azienda e quindi la funzione finanziaria diventa cruciale sia per le grandi che per le piccole imprese.

I principali servizi finanziari forniti dagli investitori istituzionali sono: la gestione del gruppo dei finanziatori; la possibilità di ottenere facilitazioni per la raccolta di capitale di debito; il reperimento di ulteriori fonti di capitale di rischio; il monitoraggio delle performance finanziarie.

L'ingresso nella compagine azionaria dell'investitore istituzionale, fungendo da garante, migliora l'immagine della società, che appare più solida, e la sua idea imprenditoriale valida. In questo modo, può ottenere più facilmente l'accesso ai canali di finanziamento degli istituti di credito e invoglia altri investitori a partecipare. In altre parole, l'impresa, grazie all'intervento del fondo, acquisisce maggiore potere contrattuale nei confronti del sistema bancario e delle altre fonti di finanziamento.⁹²

Inoltre, l'investitore istituzionale, grazie alla sua esperienza e con il supporto di società di consulenza, è in grado di monitorare costantemente le performance finanziarie della società, intervenire in caso di necessità e gestire i rapporti con gli altri finanziatori, maggiormente fiduciosi nel rapportarsi con un operatore esperto. Oltre ai consigli finanziari, da un lato gli imprenditori avvertono la necessità di

⁹¹ BYGRAVE W., TIMMONS J.A., *op. cit.*

⁹² DE BRUNO S., GABRIELLI M., *Capire la finanza: guida pratica agli strumenti finanziari*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano 2010

supporto strategico in senso stretto, nell'area marketing e amministrativa e nel controllo di gestione;⁹³ dall'altro lato gli investitori istituzionali trasmettono la *strategia*⁹⁴, nuova e originale per le imprese all'avvio, o flessibile per aderire ai mutamenti del contesto.

Le strategie usualmente introdotte dal Venture Capitalist nell'impresa sono quelle di differenziazione, che comporta la realizzazione di un prodotto il più possibile diverso da quello degli altri, e di focalizzazione, puntando a un determinato mercato, determinati clienti e gamma di prodotti. Per poter adottare tali strategie, l'imprenditore si affida totalmente all'esperienza del venture capitalist che conosce bene le esigenze e i bisogni dei fornitori e dei consumatori, le caratteristiche del prodotto e del mercato ed è per tale motivo che la maggior parte dei fondi, per fornire tutte le adeguate informazioni necessarie, si specializzano in un determinato settore.

Oltre alla formulazione della strategia, un altro contributo è la consulenza per l'area marketing, spesso tralasciato o poco sviluppato nelle imprese nascenti. In particolare, l'investitore consiglierà l'imprenditore per quanto riguarda il *marketing mix*, l'allocazione dello sforzo di marketing e la definizione del budget di spesa.

Infine, l'ultimo contributo di tipo strategico è la trasmissione di una mentalità imprenditoriale pronta ad affrontare qualsiasi problema in modo costruttivo e ad adattarsi ai repentini mutamenti dell'ambiente al fine di formare managers in grado di ricoprire i ruoli chiave della nascente impresa.⁹⁵

Un'altra lacuna che gli operatori specializzati si trovano a fronteggiare nelle aziende di modeste dimensioni è la carenza di validi manager per i ruoli dirigenziali, a causa dell'impossibilità di poter svolgere iter formativi interni e più in generale la difficoltà di attrarre elevate professionalità, più orientate verso i grandi gruppi industriali. Anche in quest'area, quindi, risulta fondamentale la presenza dell'investitore, che, grazie alla sua rete di conoscenza, può offrire una

⁹³ DE BRUNO S., GABRIELLI M., *op. cit.*

⁹⁴ con il termine *strategia* si indicano le scelte di business e i punti di forza su cui l'impresa deve puntare per poter sopravvivere in un determinato settore

⁹⁵ EVCA, Coopers & Lyband, *op. cit.*

vasta gamma di servizi.⁹⁶

La figura del manager, grazie alle sue qualità e prestazioni, è determinante in una azienda di qualsiasi dimensione essa sia, non solo per la sua sopravvivenza, ma anche per conseguire il successo. Le mansioni di tali professionisti sono molto variegate: sono chiamati innanzitutto a gestire l'azienda; a livello strategico determinano in quale business operare; predispongono tutte le contromisure per fronteggiare il cambiamento e sostenere la pressione dei concorrenti. Dal punto di vista pratico, devono conoscere perfettamente i bisogni dei consumatori e cercare di soddisfare le loro esigenze, differenziandosi dai concorrenti, definiscono la strategia e monitorano e controllano l'andamento dell'impresa.⁹⁷ Gli investitori istituzionali saranno allora attentissimi a dare a tale funzione la giusta attenzione proprio perché, spesso, la causa principale del fallimento dell'idea di business è da ricercare nella figura del manager.

I principali interventi sono dunque finalizzati alla ricerca e selezione dei manager e, grazie alle loro reti di contatti, sono sempre in grado di sapere dove cercare le migliori professionalità.⁹⁸

La presenza degli investitori istituzionali nelle piccole e medie imprese ha risvolti anche nel lungo periodo. In tali contesti, dove il potere è accentrato nelle sole mani del fondatore, un suo venir meno nel futuro determinerebbe il collasso dell'azienda. Proprio per questo il venture capitalist spinge per l'inserimento nell'organico aziendale di professionisti che possano in modo scientifico determinare la rotta ed evitare la dipendenza da un unico individuo.

Nei settori ad altissimo contenuto tecnologico ed elevati tassi di innovazione, dove, più che in altri, i processi di internazionalizzazione e globalizzazione sono più avvertiti, il venture capital è spesso in grado di mettere, a disposizione degli imprenditori, la maggior parte delle volte tecnici dotati di un elevato know-how ma carenti in termini di contatti industriali utili alla crescita del loro business, la propria preziosa rete di contatti che, se ben sfruttati, potrebbero consentire un tasso

⁹⁶ EHRlich S.B., SANFORD B., ET AL., *After the cash arrives: A comparative study of venture capital and private investor involvement in entrepreneurial firms*, Journal of Business Venturing 9.1 (1994): 67-82

⁹⁷ JOHNSON G., SCHOLLES K., *Exploring corporate strategy: text & cases*, Pearson education, 2008

⁹⁸ FRIED, V.H., HISRICH R.D., *Toward a model of venture capital investment decision making*, Financial management, 1994 : 28-37

di crescita maggiore rispetto a quello delle aziende non partecipate.

Le forme di collaborazione possibili sono diverse: le aziende possono mettere in comune risorse, e in quel caso parliamo di *joint ventures*, partecipazioni azionarie, fusioni e acquisizioni; oppure stringere accordi basati su alleanze, come ad esempio i patti che permettono l'uso incrociato di licenze o lo scambio di risorse produttive.⁹⁹

La presenza dell'investitore, con i suoi contatti ed esperienza, può allora essere un facilitatore per sviluppare progetti di ricerca congiunti che consentano un miglioramento del processo produttivo e, allo stesso tempo, una più efficiente gestione dei costi e dei rischi connessi. La rete di conoscenze potrebbe risultare utile anche per i progetti di crescita interna ed esterna nel trovare le controparti per eventuali operazioni di acquisizione o fusione, qualora si intenda avviare processi di integrazione verticale.

Infine, l'ultimo elemento in grado di dare valore aggiunto all'azienda è il rapporto che si crea tra operatore, imprenditore e management. Le operazioni di investimento nel capitale di rischio hanno durate medio-lunghe e diventa quindi indispensabile far percepire la presenza dell'investitore in modo positivo, condividere la volontà di portare a buon fine l'operazione, non intromettersi nella conduzione in senso stretto dell'azienda, per creare un ambiente di lavoro sano e costruttivo. Porsi come guida e amico fidato è il miglior modo per un investitore di aggiungere valore all'azienda, non solo fornendole validi servizi e indirizzandone le decisioni, o partecipando semplicemente ai consigli di amministrazione, ma stando a stretto contatto con l'azienda stessa attraverso un costante dialogo, anche informale, con tutti gli organi decisionali. Il legame di fiducia, a sua volta, dipende dalla chiarezza e onestà e trasparenza su cui le parti decidono, fin dall'inizio, di basare il rapporto, e dalla coerenza e linearità tenute in tutte le fasi dell'operazione, dalla stesura del contratto fino alla dismissione della partecipazione.¹⁰⁰

⁹⁹ SIGNORELLI S., *Strategie di coalizione*, Istituto Studi Direzionali, 1988

¹⁰⁰ GERVASONI A., SATTIN F.L., *op.cit.*

1.6.6 Il processo di disinvestimento

La fase dello smobilizzo costituisce lo stadio finale di tutto il processo d'investimento, momento estremamente delicato perché è ora che l'operatore raggiunge il suo obiettivo finale: realizzare un *capital gain*. Gli aspetti di maggiore rilevanza all'interno del *capital venture process* su cui investitore e azionisti devono essere d'accordo sono il *timing* più opportuno e il canale più adeguato per realizzarlo.

Per quanto riguarda il momento del disinvestimento, occorre dire che questo non è mai realmente programmabile, a causa del rischio che l'impresa non raggiunga quel grado di appetibilità desiderato dal mercato o da singoli acquirenti. In generale, nella fase contrattuale, l'operatore individuerà un arco temporale, successivo alla fase di implementazione del piano industriale, in cui avvierà il processo di vendita, e una serie di meccanismi, definiti e tutelati all'interno dei "patti parasociali", che evitino qualsiasi possibilità di opposizione da parte degli altri soci.

I principali canali a disposizione dell'investitore sono la vendita delle azioni sul mercato borsistico, il *trade sale*, il *secondary buy out* o il *buy back*.¹⁰¹ La scelta dipenderà da una serie di fattori legati alla tipologia dell'impresa target, ai risultati raggiunti attraverso la collaborazione tra investitore e imprenditore, a elementi congiunturali, nonché alle specifiche volontà e preferenze di tutti gli *shareholders*.

Un altro fattore determinante nella scelta è legato alla dimensione della partecipazione: nel caso di partecipazione di maggioranza è generalmente preferita la via del *trade sale* o del *secondary buyout* (disinvestimento dell'intera partecipazione), mentre nel caso opposto la via più comunemente percorsa è quella della quotazione sul mercato borsistico (uscita parziale dall'investimento).

La quotazione sui mercati regolamentati rappresentata, nella maggior parte dei casi, la modalità di uscita più ambita da parte dell'investitore istituzionale. Tuttavia, in quanto l'ammissione in Borsa richiede complessi requisiti finanziari, organizzativi e strategici ed è riservata solo a quelle società che raggiungono una certa dimensione e maturità, rimane un canale poco praticato.

Dal punto di vista del finanziatore, la quotazione presenta vantaggi e svantaggi.

¹⁰¹ MACI G., *op. cit.*

Essa, infatti, rendendo molto liquidi i titoli, permette con molta più facilità lo smobilizzo delle quote a un prezzo più alto ma dall'altro lato sottopone l'impresa a controlli, a volte non graditi e costosi, che potrebbero generare attriti tra l'investitore e gli altri soci.¹⁰²

Sul fronte degli imprenditori, è opinione diffusa che la presenza di un socio istituzionale faciliti l'avvicinamento dell'azienda al mercato. Le regole di *corporate governance* richieste in fase contrattuale dall'investitore preparano il management e gli imprenditori a tutti i successivi adempimenti che saranno obbligati ad eseguire per la quotazione, ponendo, quindi, l'impresa nella condizione migliore di affrontare l'apertura al mercato.¹⁰³

Tra le modalità di disinvestimento quella certamente più diffusa è rappresentata dalla vendita della partecipazione ad un operatore industriale o dalla fusione con altre società. Rispetto alla quotazione in borsa, tale canale presenta una difficoltà ulteriore rappresentata dal fatto che deve esserci un chiaro accordo tra investitore e imprenditore, che deve essere totalmente consapevole delle conseguenze di tale tipo di operazione. La cessione di quote a un soggetto terzo dà luogo, infatti, a un'interferenza strategica nella vita della società, spesso non desiderata dai dirigenti. In aggiunta, quasi sempre il *trade sale* implica che l'operazione per essere appetibile deve comportare la vendita della quota di maggioranza al soggetto industriale, escludendo, quindi, quasi definitivamente l'imprenditore.

I vantaggi rispetto al primo canale sono invece riscontrabili nel prezzo, in media maggiore, attribuito all'impresa target dagli acquirenti per il peso strategico che assume tale operazione; nella possibilità di liquidare immediatamente il 100% della partecipazione; e infine è un metodo accessibile alle imprese di tutte le dimensioni non prevedendo il contatto con il mercato.

Nella prassi operativa, la vendita delle partecipazioni può avvenire attraverso l'intermediazione di una banca d'affari che si occupi di raccogliere offerte sul mercato o alternativamente attraverso l'offerta della quota detenuta dal fondo di private equity in prelazione agli altri azionisti e solo, in caso di mancato accordo, al mercato, purchè questa sia a un prezzo superiore a quello offertogli dai soci di

¹⁰² AIFI-PricewaterhouseCoopers, *Guida alla quotazione*, Milano, 2001

¹⁰³ AIFI, *Quotarsi in Borsa*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano 1998

maggioranza.

Sotto il profilo tecnico, la cessione può avvenire sia in seguito a trattativa privata, che attraverso un meccanismo ad asta. Nel primo caso, l'investitore si occupa direttamente di trovare un compratore interessato all'acquisto dell'azienda; nel meccanismo ad asta, fenomeno sempre più frequente perché capace di mettere in competizione diversi soggetti e di spuntare prezzi più elevati, la scelta di cedere l'impresa sarà tanto più facile qualora si manifestino problemi nella continuazione dell'attività o nell'individuare un valido successore, quanto più complessa quando a essere ceduta è un'impresa giovane, con un valore in crescita e un imprenditore indisposto a cederla dopo solo pochi anni dal suo avviamento.

Quando il *trade sale* ha come obiettivo la cessione della partecipazione non a un acquirente industriale, bensì ad altro investitore in *equity*, si parla di *secondary buyout*. L'avvicendamento tra investitori si verifica quando la *società target* ha raggiunto una determinata fase del ciclo di vita ed è pronta ad intraprendere un nuovo percorso, con un nuovo partner, come, per esempio, accade quando l'impresa ha superato la fase di start up e, a fronte di nuovi bisogni, necessita di rapportarsi con un nuovo investitore con diverse caratteristiche. In questa fase, l'azienda è riuscita a restituire tutto il capitale di debito inizialmente prestato e l'operatore è pronto a smobilizzare la posizione; dall'altro lato, il nuovo acquirente è consapevole che l'impresa è capace di generare flussi di cassa costanti e quindi è fiducioso che possa farsi carico di nuove quote di capitale di debito.

L'operazione ha caratteristiche del tutto simili al *trade sale*, con l'uso, anche in questo caso, del meccanismo ad asta che può vedere concorrere contemporaneamente acquirenti industriali e finanziari.

Una ulteriore modalità di disinvestimento è rappresentata dal riacquisto della partecipazione da parte dell'imprenditore. Questo avviene soprattutto nelle operazioni di *expansion* in cui l'impresa non riesce a raggiungere l'obiettivo di essere quotata in Borsa a causa del processo di sviluppo o del contesto, e il fondo, vincolato a chiudere quanto prima la posizione, fa scattare le clausole contrattuali che prevedono il riacquisto.

CAPITOLO II

2.1 La valutazione d'impresa

La nascita dell'iniziativa imprenditoriale, indipendentemente dal settore di riferimento, sia che prenda spunto dalla volontà di commercializzare nuovi prodotti o servizi, o prodotti già esistenti ma realizzati con processi innovativi, o ancora dalla volontà di dar vita a una nuova unità giuridica come emanazione di una realtà già consolidata, presenta problematiche comuni tanto nelle attività fondate ex novo quanto nei casi di imprese mature che una volta superata la prima fase si pongono nuovi obiettivi come l'internazionalizzazione o la diversificazione. Infatti, ciò che farà la differenza saranno il grado innovativo dell'idea ed il rischio associato che segneranno il contributo finanziario, manageriale e strategico richiesto all'imprenditore e di conseguenza la necessità di un supporto esterno, complementare a quello del fondatore e capace di potenziarlo.¹⁰⁴

Il potenziale imprenditore si dovrà porre come obiettivo quello di creare una rete di contatti attorno a lui che sostenga l'idea di business e successivamente di convincere i finanziatori che la sua attività sia una valida opportunità di investimento che assicuri un rendimento non inferiore a quello che si otterrebbe investendo il proprio capitale altrove ma con lo stesso rischio economico.

Diventa quindi fondamentale giungere a una stima del costo del capitale, indicatore del rischio associato all'iniziativa, tanto per l'investitore, che deve decidere se impiegare o meno il capitale in quell'impresa, quanto per l'imprenditore, che vedrà dipendere la sopravvivenza della sua idea dalla possibilità o meno di raccogliere risorse presso terzi. Un aspetto da non tralasciare in tale stima è il fattore tempo: tali operazioni di finanziamento, infatti, si estendono su un lasso di tempo di 5-10 anni, durante i quali l'impresa finanziata attraverserà numerose fasi diverse che necessiteranno di un attento monitoraggio e costante valutazione al fine di scegliere il momento migliore per il disinvestimento e ottenere il maggiore rendimento possibile.

Il processo di valutazione, tanto quello qualitativo quanto quello che si esplica nella definizione di prezzo, servirà a verificare che una potenziale idea è teoricamente perseguibile e merita di essere sostenuta fino alla sua realizzazione. Tale fase

¹⁰⁴ PALOMBA G., *Tipici problemi nella valutazione delle Start Up*, Università La Sapienza, Roma 2001

rappresenta allora l'anello di congiunzione tra il processo di formulazione della strategia d'impresa e la sua attuazione, unico strumento per comprendere se l'investimento porterà effettivi vantaggi competitivi all'impresa target, poiché sono proprio quest'ultimi a differenziarla sul mercato e a generare una remunerazione del capitale operativo maggiore rispetto ai costi.

Così l'investitore che decide di impegnare risorse in tale progetto dovrà tenere in considerazione due aspetti: se il rendimento ottenibile è sufficiente o meno e il rischio necessario per conseguirlo.¹⁰⁵ Una volta fatta tale valutazione, il *venture capitalist* acquisisce un certo grado di fiducia nel business e nel progetto, nel modo in cui i suoi capitali saranno utilizzati, nella motivazione dell'imprenditore a crescere ed è pronto quindi a condividere il rischio che l'imprenditore si è assunto, in particolare sotto il profilo finanziario, in caso di insuccesso.

Valutare un piano strategico, soprattutto se riferito a un'idea innovativa, presenta innanzitutto una difficoltà predittiva nell'anticipare le diverse fasi future, a causa del rischio di interpretare in modo sbagliato le informazioni provenienti dall'esterno o nell'adottare metodi non affidabili attribuendo ai dati un significato o un peso diverso da quello effettivo. Ad esempio, il valutatore potrebbe raccogliere una grande vastità di dati, elaborare su un lungo arco di tempo tutti i possibili scenari finanziari al fine di minimizzare il rischio ma correndo così quello di sottovalutare/sopravvalutare alcuni aspetti, perdendo il quadro d'insieme¹⁰⁶. La "migliore stima", supportata da ulteriori analisi e informazioni, restituirà una distribuzione di probabilità di tutti i possibili ritorni attesi, cosicché al termine di tutto il processo di valutazione, l'investitore si troverà davanti un ventaglio di risultati conseguibili ordinati in base al rischio/rendimento di quel progetto dai quali scarterà quelle opportunità che non presentano flussi di cassa prospettici sufficientemente elevati.¹⁰⁷

Più l'iniziativa imprenditoriale è embrionale, più la stima dei risultati diventa complicata e poco attendibile e le scelte di investimento dell'operatore assumono l'aspetto di vere e proprie scommesse, dove la consapevolezza che l'idea possa battere i concorrenti e la fiducia nel management prendono il posto di qualsiasi business plan dettagliato. Se l'impresa con la sua idea sarà in grado di rivoluzionare il panorama economico e riceverà la medesima fiducia accordatagli dal primo investitore anche da

¹⁰⁵ METELLI F., TASSARA M., *Tendenze evolutive nell'asset management. Una proposta per la misurazione dei rischi: il benchmark-var*, Milano, 1998

¹⁰⁶ ALTEROWITZ R., *Le nuove "ventures"*, Franco Angelli, Milano 1990

¹⁰⁷ SAVVIDES S.C., *Risk Analysis in investment appraisal, in Project appraisal*, Vol 9 n.1, 1994

altri, allora l'operatore incasserà la vincita, altrimenti rischia di perdere tutto l'investimento.

In questa fase gli strumenti usati per la valutazione di imprese in gestione ordinaria si presentano poco attendibili a causa della difficoltà di determinare ipotesi valide sulle variabili che determinano i flussi di cassa. Infatti, sia gli eventi interni, quali i tempi e i costi connessi alla costruzione degli immobili, all'installazione degli impianti, al reclutamento del management e della forza lavoro, sia quelli esterni in termini di successo del prodotto sul mercato generano incertezza e variabilità.¹⁰⁸

All'avvio di un nuovo business, tutte le scelte e gli atti da compiere, quali per esempio le risorse, le competenze e le conoscenze necessarie, le pratiche e le procedure per sostenere la nuova attività, i tempi e i modi per lanciare il prodotto e acquisire quote di mercato, sono rischiose e necessitano di una corretta analisi e confronto con le risorse e capacità già presenti, colmando le eventuali lacune.¹⁰⁹ Il grado di incertezza è tanto più elevato quanto più le condizioni di nascita sono non "ottimali", mancano risorse nella quantità e qualità nella misura adeguata o ancora risulta complesso affermarsi sul mercato. Tutto ciò rende la fase di avvio complicata dal momento che in tale contesto l'imprenditore deve prendere decisioni determinanti per il futuro dell'impresa e che si rifletteranno su tutti i diversi attori che sono coinvolti nell'impresa. Valutare, allora, prima che cominci l'attività, un'azienda diventerà fondamentale per l'impegno e il coinvolgimento che saranno riposte nell'impresa da parte di tutti i protagonisti.

Alla definizione di rischio si può giungere attraverso quella di circostanza sfavorevole, come evento che provoca una perdita in senso assoluto, o, in senso dinamico, come una variazione di segno opposto alla situazione del soggetto rispetto a quella di partenza.¹¹⁰ Tale variazione può assumere sia una veste qualitativa e sia, nel contesto economico-finanziario, di tipo quantitativo e quindi misurabile e quantificabile. La sottile differenza che assume il concetto nel nostro contesto non è limitata alla sola ipotesi di danno subito ma si aggiunge anche quella di risultato potenziale meno favorevole di quanto atteso.

Con specifico riferimento al processo di start-up possiamo definire il rischio come una situazione diversa da quella attesa, che produce un impedimento temporaneo o

¹⁰⁸ DESSY A., *Autofinanziamento e sviluppo d'impresa*, in Dessy A., Vender J., Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa, Egea, Milano, 1996

¹⁰⁹ BLOCK Z., MACMILLAN I., *op.cit.*

¹¹⁰ BORGHESI A., *La gestione dei rischi di azienda*, Cedam, Padova, 1985

definitivo nel progetto d'impresa e che può arrivare addirittura a causarne l'interruzione; può essere espresso dall'ammontare monetario delle possibili perdite a cui si andrebbe incontro non ottemperando ad alcuna forma di protezione del proprio portafoglio finanziario o delle strutture organizzative e informatiche.

Misurare il rischio diventa fondamentale per prevedere la perdita potenziale che l'impresa può attendersi (stabilendone anche il valore monetario) e per poter quindi realizzare una politica di gestione che valuti la possibilità di procedere in una direzione piuttosto che in un'altra.

A tale risultato si perviene dando un valore alle dimensioni di *frequenza* e *gravità* che definiscono il rischio. La *frequenza* si riferisce al numero di volte che l'evento sfavorevole potrà verificarsi in un determinato arco di tempo, mentre la *gravità* indica l'entità del danno che la realizzazione dell'evento comporterebbe. Le due caratteristiche vanno sempre considerate insieme in quanto, per esempio, è ritenuto di maggiore priorità un evento di vasta entità ma raro rispetto ad altri minori anche se più frequenti. A questi aspetti vanno poi considerati anche quelli di *controllabilità* degli eventi di piccole dimensioni rispetto a quelli più gravi, e di *sanabilità* di alcuni problemi, che nel caso si presentassero, potrebbero innescare interruzioni nell'intera gestione.¹¹¹

Il processo di analisi del rischio inizia con l'identificazione e comprensione della natura dell'incertezza e delle aree più esposte, e prosegue con la formulazione di una serie di distribuzioni degli eventi generatori di perdite e delle loro dimensioni. L'impianto probabilistico, dato che si opera con eventi non certi e non noti a priori, impone l'utilizzo di strumenti e tecniche statistiche, quali i modelli parametrici (VaR), e tecniche di simulazione storica (Metodo Monte Carlo). In aggiunta, possono essere adottate analisi di sensitività, che individuano le variabili più importanti, o scenari alternativi, comprendenti una serie di ipotesi di evoluzione future e determinati dal mutamento simultaneo di più variabili chiave, che misurano le conseguenze sulla redditività del settore industriale e sui dati finanziari aziendali.

Nella scelta del metodo, che dipenderà dalla complessità dei calcoli, dalla semplicità e dalla disponibilità di dati, si dovrà sempre mantenere un criterio oggettivo nell'assegnazione delle probabilità e nell'interpretazione dei risultati che, seppur probabili dal punto di vista statistico, potrebbero discostarsi dalla realtà.¹¹²

¹¹¹ GERVASONI A., SATTIN F.L., *op.cit.*

¹¹² COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J., *Il valore dell'impresa*, Il Sole 24 Ore, 1992

Le previsioni di un evento futuro scaturiscono dalle serie storiche sul suo andamento e disporre di un'ampia base di informazioni rende il processo relativamente più facile. Per tale motivo la scelta del metodo e la valutazione del rischio in imprese giovani risulta più complesso e ciò si riflette nella stima del *beta* (utile per scontare il tasso dei flussi attesi) che si rifà all'esperienza storica dell'impresa in relazione all'andamento del mercato: se l'impresa non ha storia, la sua stima si riferirebbe a un arco temporale troppo breve e potrebbe risultare poco affidabile; le difficoltà poi si ampliano se l'impresa valutata opera in un nuovo business, dove mancano dati generali sul settore, impedendo così di confrontare la situazione aziendale con quella di altre aziende simili.

L'assenza di dati storici causa due ordini di problemi.

Il primo è l'impossibilità di elaborare un giudizio coerente di probabilità che porta alla difficoltà di stabilire un ordine gerarchico tra i fattori di rischio; una soluzione potrebbe essere quella di affidarsi alle "preferenze" degli investitori, che valutano il rischio del proprio investimento in base a problemi riguardanti il management, i ritardi o le carenze finanziarie.

Il secondo problema è la perdita di attendibilità delle variabili aziendali (vendite, crediti, costi e ricavi) che si vogliono prevedere in assenza di un trend storico con cui confrontarle.¹¹³

In questo difficile contesto allora le previsioni sul futuro dell'impresa e la misurazione dei rischi sono il risultato di una ponderazione di tutti gli scenari possibili e un maggior peso assumeranno nella valutazione più le sensazioni soggettive legate al grado di fiducia che imprenditore e investitori ripongono nel business che apprezzamenti tecnici e professionali.

Una volta definito il rischio e come misurarlo, occorre comprendere quali coperture adottare, le strategie e le tecniche con cui affrontarlo al fine di ridurre l'esposizione complessiva ed evitare perdite ingenti. Possono essere utilizzate sia tecniche di *controllo fisico del rischio*, che abbassano la frequenza dell'evento o ne riducono l'impatto, sia di *controllo finanziario delle perdite*, contro gli effetti economico-finanziari dei rischi.¹¹⁴

¹¹³ BAUER R., *Il valore delle imprese internet, tra metodi naturali e tentativi empirici*, In *Amministrazione&Finanza* n.9/2001

¹¹⁴ BORGHESI A., *op.cit.*

Il rischio è elemento imprescindibile delle decisioni, componente fondamentale del ruolo di imprenditore, e l'intera vita aziendale è regolata sulla base di ipotesi su obiettivi, politiche e azioni future da tradurre in risultati economici. Il management deve, allora, prenderne coscienza ed effettuare una gestione consapevole, sapendo che non potrà essere del tutto eliminato ma possibilmente minimizzarlo e sfruttarlo a proprio vantaggio.

Sebbene nella gestione aziendale non si può prescindere dall'attività di pianificazione e controllo, è altamente probabile che dai percorsi originariamente programmati si originino alternative non previste ma capaci di influenzare l'evoluzione aziendale. Si mostra allora fondamentale la *flessibilità* come capacità di adattarsi a tali eventi imprevisi e indispensabile nel processo di produzione del valore che non potrà mai essere sempre una collana di decisioni pianificate. Il management, a tal proposito, esaminerà costantemente gli obiettivi e le performance dell'impresa, verificherà se sono compatibili con i nuovi scenari che ogni volta potrebbero venirsi a creare e sarà pronto a cogliere sempre nuove opzioni di investimento.¹¹⁵

Le informazioni sono un ulteriore elemento per gestire l'incertezza, dato che la qualità e la quantità di queste, ricavabili all'interno dal passato dell'azienda o all'esterno attraverso esperienze altrui, consentono di costruire un quadro di riferimento su cui prendere adeguate e coerenti scelte sul futuro societario. Vigilanza continua sugli eventi e situazioni circostanti e tempestività nell'attivare manovre difensive sono poi propedeutici alla "prontezza dei riflessi" per il trattamento dei rischi in un ambiente dove la velocità di comunicazione e l'interconnessione dei mercati le fanno da padrone.

Talvolta la soluzione più semplice è interrompere momentaneamente o definitivamente attività che alla luce delle mutate condizioni non sono più perseguibili o, altre volte, apportare modifiche all'idea iniziale e quindi al prodotto per rispondere alle sopraggiunte novità. L'intervento può essere marcato, come nel caso sia necessario difendere la posizione di mercato attraverso l'attuazione di una strategia "aggressiva", o più blando, deviando i prodotti su altri mercati dove si prevede un'accoglienza migliore; può richiedere una ristrutturazione della propria tecnologia e una pervasiva innovazione se problemi tecnici minano la stabilità dell'impresa.

Sia che si tratti di variazioni radicali dei progetti sia solo di attuazione di progetti pianificati, le azioni volte a governare l'incertezza e i rischi associati devono essere

¹¹⁵ TRIGEORGIS L., *Real Options: Managerial Flexibility and Strategy in resource allocation*, The MIT Press, Cambridge 1996

sempre caratterizzate dalla *flessibilità*, posta la capacità manageriale come elemento di importanza critica per salvaguardare il futuro dell'impresa.

Dopo aver definito l'informazione, la flessibilità e la capacità di management come strumenti principali per il contenimento del rischio, non si può non tenere in considerazione il rapporto tra rischio complessivamente assunto e adeguatezza patrimoniale dell'impresa. Infatti, per una corretta gestione dei rischi, siano essi di mercato, di liquidità, di credito o operativi, è indispensabile misurare il necessario capitale economico per fronteggiarli. Questo capitale svolge sia una funzione di cuscinetto contro il rischio, sia una funzione di guida per la scelta di allocazione delle risorse tra i diversi business e funzioni aziendali.

Sul rapporto capitale-profitto-impresa si gioca il destino dell'azienda: rendimenti elevati richiedono maggiori rischi, che possono però portare anche a perdite impreviste, che il capitale economico argina e che permette all'impresa di sopravvivere.

La sola capitalizzazione non è tuttavia sufficiente per difendersi dai rischi: è sicuramente uno degli elementi più importanti per attenuare il peso degli oneri finanziari, per bilanciare le perdite iniziali e i flussi di cassa negativi, per consentire di intraprendere strategie più aggressive e più in generale per abbassare il rischio complessivo, ma comunque deve essere supportata dagli altri elementi del sistema aziendale appena descritti.

Abbiamo fin qui trattato il rischio come concetto unico ma da esso scaturiscono molteplici manifestazioni legate all'attività d'impresa qualunque essa sia; perciò devono essere considerati tutti i tipi che influenzano la volatilità dei risultati dell'impresa simultaneamente. Da questa gestione collettiva dei rischi, l'imprenditore può più agevolmente misurare in termini probabilistici la rischiosità globale dell'azienda, sfruttare eventuali correlazioni tra cause di rischiosità diverse e attivare una gestione bilanciata per eliminare, ridurre o anche incrementare i rischi al fine di raggiungere i propri obiettivi.

Alla luce di quanto detto, si comprende l'importanza degli sforzi e degli investimenti per introdurre metodi di gestione dei rischi al fine di definire meglio e più consapevolmente la strategia aziendale: non gestire in modo efficiente i rischi, data l'evoluzione moderna dei mercati e la dinamicità dei tempi potrebbe risultare fatale per l'impresa.¹¹⁶

¹¹⁶ CECI F., *La pianificazione del rischio: un'introduzione al metodo "RAP"*, AIFRM

2.2 I tipici problemi nella valutazione delle start-up

Il valore dell'impresa altro non è che il valore attuale dei cash flow attesi, scontati al costo del capitale, che riflette sia le fonti che il costo del finanziamento. Se la sua stima e la scelta del giusto tasso di crescita non pongono alcun problema se l'impresa possiede una lunga esperienza, è sul mercato da diverso tempo e consegue utili positivi, e sono rese ancora più semplici dalla presenza sul mercato di "comparabili", imprese operanti nello stesso business e caratteristiche simili, non si può dire la stessa cosa per le imprese nascenti, che una volta entrate nel mercato, sperimentano immediatamente utili negativi e di cui non si possiedono abbastanza informazioni per una stima di crescita attendibile ed esaustiva.

A questo si aggiunge, infine, il problema che molte di queste operano in settori innovativi, con pochi o nessun competitor, utili ad effettuare un confronto¹¹⁷.

Il valore di ogni asset è funzione dei flussi di cassa generati da questo, la vita utile, la crescita attesa e il rischio collegato ai cash flow. In formula:

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{E(\text{CashFlow}_t)}{(1+r)^t}$$

dove si ipotizza che l'asset abbia una vita di N anni e r il tasso di sconto che riflette sia il rischio che i canali di finanziamento usati per acquistarlo¹¹⁸. Se intendiamo l'azienda come un complesso di assets, questo approccio può essere esteso alla valutazione dell'intera azienda dove i cash flow sono quelli generati nel corso della vita operativa e il rischio riflette quello di tutti gli assets presi nel loro complesso.

Il Cash Flow può essere calcolato come quantità residuale derivante dal flusso di cassa operativo a cui si sottraggono gli investimenti in capitale circolante e netto e rappresenta quanto la società può distribuire a coloro che hanno fornito il capitale utilizzato dall'impresa (azionisti e creditori) come remunerazione o può reinvestire nel processo produttivo per sostenerne la crescita e lo sviluppo. L'input fondamentale alla base della formula è la crescita del reddito operativo, risultante dal prodotto del tasso di reinvestimento (la parte di utile operativo reinvestito nel capitale) e la qualità di tale reinvestimento, rappresentato dal ritorno sul capitale:

¹¹⁷ DAMODARAN A., *The Dark Side of Valuation: Firms with no Earnings, no History and no Comparables*, Stern School of Business, New York 2000

¹¹⁸ BREALEY R., MYERS S., ALLEN F., SANDRI S., *op.cit*

$$\text{Expected Growth}_{EBIT} = \text{Reinvestment Rate} * \text{Return on Capital}$$

dove

$$\text{Reinvestment Rate} = \frac{\text{Capital expenditure} - \text{Depreciation} + \Delta \text{NonCash WC}}{\text{EBIT} (1 - \text{tax rate})}$$

$$\text{Return on Capital} = \frac{\text{EBIT}(1 - t)}{\text{Capital Invested}}$$

Infine, come si evince dalla prima formula, i cash flow attesi devono essere scontati a un tasso che rifletta il costo per finanziare tali assets. Il costo del capitale è una media ponderata dei canali di finanziamento del capitale stesso:

$$\text{Cost of Capital} = k_{equity} \left(\frac{\text{Equity}}{\text{Debt} + \text{Equity}} \right) + k_{debt} \left(\frac{\text{Debt}}{\text{Debt} + \text{Equity}} \right)$$

Dato che non possiamo stimare i cash flow per sempre, è prassi comune calcolarli per alcuni anni e poi interromperli, utilizzando un *terminal value*. Tale valore nasce dall'ipotesi stringente che l'impresa, dopo una prima fase di sviluppo, raggiunga uno *status quo* caratterizzato da un tasso di crescita costante g :

$$\text{Terminal Value}_n = \frac{FCFF_{n+1}}{(\text{Cost of Capital}_{n+1} - g_n)}$$

dove g , per ipotesi, deve essere sempre minore al tasso di crescita dell'economia, in quanto nessuna impresa può crescere a un ritmo maggiore di quello del mercato dove opera e, mantenendo la sua natura di misura del rischio, non deve discostarsi dalla media.

In sintesi, quindi, per valutare qualsiasi impresa, si parte stimando quanto tempo durerà il periodo di crescita, il tasso a cui lo farà e i cash flow generati nel frattempo; concludiamo la sommatoria con il *terminal value* e scontiamo tutto al tasso r . Il valore così ottenuto può essere utilizzato per giungere a conoscere la grandezza dell'equity, sottraendo la parte di debito contratto dall'impresa, e il valore delle singole azioni, dividendolo per il flottante in circolazione.

Nel corso del processo di creazione di una nuova impresa, le numerose criticità incontrate, se non adeguatamente gestite, possono trasformarsi in fattori di rischio, capaci di interferire con il completamento del processo stesso, ritardandolo o bloccandolo. I medesimi fattori possono poi arrecare un danno all'attività tale da causare la fine dell'impresa e le sue potenzialità.

A ciò si aggiunge l'evoluzione continua e sempre più rapida dell'ambiente che impone di confrontarsi con sempre più nuovi scenari, aggressivi e dinamici.

Tutte queste circostanze concorrono ad aumentare il grado di incertezza delle variabili ambientali e influire sui redditi generati dalla gestione, che diventerebbero così particolarmente volatili. Il risultato è l'aumento del rischio complessivo dell'impresa.

In particolare, tale rischio genera due conseguenze: l'impresa diventa estremamente vulnerabile alle variabili ambientali e ai suoi risultati volatili con il risultato di pregiudicarne operatività e sopravvivenza; il costo del capitale aumenta mentre diminuisce la capacità di generare valore attraverso gli investimenti.

Per tali motivi, l'analisi e la gestione del rischio, così influente sul risultato economico, non può essere tralasciata in sede di pianificazione strategica dell'impresa.

La natura e la numerosità dei fattori di rischio rende la loro identificazione complessa e difficilmente quantificabile con dirette conseguenze sulla valutazione stessa dell'impresa. Ciò si concretizza nell'impossibilità di fare previsioni attendibili, a causa della mancanza di dati storici propri dell'impresa o del mercato, che impedirebbe la possibilità di adottare metodi di confronto con altre imprese operanti nel medesimo settore.

Le imprese più giovani, seppur molto diverse tra loro, possiedono tutte queste caratteristiche che rendono complicato il processo di valutazione.

La maggior parte di loro operano sul mercato da non più di due anni e, quindi, non possiedono abbastanza dati per alcune operazioni che si basano proprio sul passato per le stime future. I beta, parametri del rischio, per esempio, sono frutto di regressioni di almeno cinque anni e molti modelli hanno bisogno di almeno due anni di valori per essere statisticamente significativi, al di sotto dei quali i parametri saranno sicuramente inconsistenti. Il medesimo problema si ripresenta con variabili, primo fra tutti il capitale operativo, che varia molto nel tempo, alternando periodi di forte crescita ad altri di minore intensità, la cui stima è frutto di una media sul lungo periodo, quindi impossibile da ottenere per mancanza di dati.

Nel processo di valutazione, gli analisti, in alternativa all'uso dei dati passati, traggono le informazioni necessarie dalle altre imprese comparabili. Il metodo è molto attendibile quando si analizza un segmento di mercato ben sviluppato, con numerosi *players*, tutti con caratteristiche simili all'impresa da valutare. Diventa molto più complesso applicare tale tecnica quando l'azienda che abbiamo di fronte è unica, ha caratteristiche del tutto singolari, come molte imprese ad elevato tasso di crescita, o non vi sono abbastanza imprese con caratteristiche di business simili da poter compiere un'analisi cross-sectional attendibile.

I due problemi appena citati possono, tuttavia, rappresentare una soluzione l'uno per l'altro: in altre parole la presenza di imprese comparabili può essere una soluzione nel caso di imprese con una storia alquanto breve o, allo stesso modo, una maggiore quantità di dati storici può compensare il secondo metodo al fine della valutazione.

Quando adottiamo il metodo dei comparabili per giungere a stimare il valore dell'impresa, non è solo il numero di imprese presenti nel mercato ad essere fonte di problemi; vi sono, infatti, altre tre dimensioni da tenere in considerazione: la similarità del business in cui operano, perchè non sempre infatti imprese dello stesso settore soddisfano la domanda del medesimo mercato; il secondo elemento è la quantità di informazioni delle comparabili disponibili e la loro stabilità; il terzo e ultimo fattore è la fase del ciclo di vita di ciascuna delle imprese che si va a osservare, che è auspicabile essere il più completo possibile abbracciando tutti i diversi stadi per poter avere le informazioni necessarie a calcolare i diversi parametri nelle fasi di crescita, stabilità e declino dell'impresa target.

Un ulteriore problema molto frequente nelle start-up sono le costanti perdite che l'impresa sperimenta nelle prime fasi di vita. Di conseguenza diventa complicato stimare un tasso di crescita, che risulterebbe anch'esso negativo e spesso privo di senso. Un aspetto collegato alle entrate negative è il calcolo fiscale: l'approccio standard prevede di applicare l'aliquota fiscale all'utile operativo per ottenere quello netto:

$$\textit{after Tax Operating Income} = \textit{pre Tax Operating Income} (1 - \textit{tax rate})$$

il cui risultato rappresenta il debito d'imposta del periodo corrente se l'impresa consegue utili positivi. Nel nostro caso, in fase di valutazione, dovremo ricordare che l'impresa ha la possibilità di posporre tale pagamento e tali operazioni dovranno essere prese in considerazione per le stime degli esercizi futuri. Infine, l'ultimo elemento

collegato alle numerose perdite è il potenziale e frequente rischio che l'impresa non riesca a superare questa fase e dichiararsi bancarotta, che si rifletterà in fase di valutazione nell'impossibilità di applicare il principio della vita infinita alla base del calcolo del *terminal value*.

Gli analisti che si trovano a dover valutare un'impresa in perdita possono adottare tre strategie diverse: sostituire i valori negativi con una misura normalizzata positiva presupponendo che l'esercizio in perdita sia solo un caso eccezionale e che l'impresa ritornerà immediatamente a conseguire utili positivi; il secondo approccio è quello di basare le proiezioni sui ricavi, che, a differenza degli utili, non possono essere mai negativi, stimare i margini operativi e netti complessivi e di qui arrivare a calcolare gli utili, oppure stimare il capitale necessario per gli anni futuri e i ricavi complessivi ottenendo una stima degli utili futuri; infine, nel caso particolare che le perdite siano dovute a un eccessivo indebitamento e non a problemi operativi, il metodo più efficace è ridurre la leva ed attendere che l'operatività dell'impresa cresca e con essa gli utili.

Il processo di normalizzazione si basa sulla previsione di quanto l'impresa guadagnerebbe in un anno normale presupponendo che quello analizzato sia eccezionale e che presto l'impresa tornerà su valori normali. Vi sono tre metodi per normalizzare gli utili. Il più semplice è quello di calcolare la media degli utili su alcuni anni standard; oltre che immediato, è il metodo più adatto per quelle imprese che hanno una lunga storia di utili positivi e che non hanno modificato nel corso degli anni la propria struttura e business. Lo stesso approccio applicato a un'impresa in evoluzione, che vede aumentare o ridurre il numero di unità vendute o i ricavi totali, potrebbe risultare incorretto. Il secondo metodo, molto simile al primo, esprime gli utili con una misura scalare anziché in valuta, permettendo a chi legge tale valore di ricevere immediatamente un'informazione sulla scala di grandezza dell'impresa. I primi due metodi partivano dal presupposto che l'impresa avesse una quantità di dati storici sufficienti a poter calcolare gli utili normalizzati sulla base degli esercizi precedenti; se ciò non fosse possibile perché ancora giovane e ancora in fase start-up, gli stessi metodi fino ad ora descritti potrebbero essere applicati sulle imprese comparabili, osservando sia i capitali investiti che i ricavi prodotti.¹¹⁹

Se si decide di adottare il metodo delle proiezioni dei margini o dei ricavi per valutare società con utili negativi, dobbiamo considerare due elementi chiave per il loro calcolo.

¹¹⁹ DAMODARAN A., *op.cit.*

Il primo è quello, costante, di scegliere la fonte dei nostri dati: affidarci alla storia passata dell'impresa, se questa ha sempre goduto di una certa stabilità finanziaria, o usare la media dei margini di imprese simili. Da un lato, lavorando con dati passati si incorre nel rischio che il mercato del prodotto nel tempo cambi, entrino ed escano nuovi e vecchi competitors e adottare margini passati per fare previsioni future non sempre può essere preciso, anche in presenza di una stabile struttura finanziaria; dall'altro lato, la scelta fallace di *comparables* con performance al di sopra o al di sotto di quelle medie potrebbe produrre risultati inconsistenti.

Oltre al mero calcolo dei margini, dobbiamo ipotizzare quanto tempo occorre a quelli attuali, negativi, per allinearsi ai margini target e ciò dipenderà da tre fattori: quanto sono distanti (in quanto più il *gap* è ampio, più la convergenza richiederà tempo); il motivo della differenza dovuta o alle economie di scala, e quindi alla rapidità con cui ci si attende che i ricavi crescano, o agli investimenti in infrastrutture; il tempo necessario affinché inizino a generare guadagni.

Un caso particolare di utili negativi è quello legato a un indebitamento eccessivo rispetto a quello che l'azienda può sostenere. Le ragioni possono essere diverse: la società può aver effettuato ingenti investimenti in infrastrutture, come quelle operanti nel settore delle telecomunicazioni, che hanno necessità di un determinato periodo di tempo prima di iniziare a generare dei ritorni, oppure a seguito di operazioni di acquisizioni che hanno la necessità di un elevato fabbisogno finanziario per essere sostenute. In questi particolari casi, gli utili negativi non sono da attribuire ai margini o ai ricavi ma all'eccessivo debito, di cui al fine della valutazione deve essere valutata la dimensione e i metodi per ridurlo, che l'impresa nel lungo periodo può sostenere senza andare a intaccare in modo irreparabile la sua struttura.

Il debito sostenibile può essere calcolato o con il metodo tradizionale del costo del capitale¹²⁰ o in seguito a un'analisi del mercato per valutare il livello di indebitamento medio di imprese simili.

Vi sono diverse opzioni per ridurre il peso del debito che grava sull'impresa. La prima è posticipare il più possibile le spese in conto capitale e usare il denaro proveniente dagli ammortamenti per iniziare gradualmente a ripagarlo, con il pericolo però di minare la crescita futura dell'impresa stessa; alternativamente si può permettere

¹²⁰ il costo del capitale è calcolato a diversi *debt ratios* e verrà scelto quello a cui è minore

all'impresa di incrementare ricavi e utili operativi così da aumentare il suo valore, il numeratore del rapporto di indebitamento che quindi diminuirà; infine l'ultima opzione è di aumentare il capitale ed estinguere il debito, soluzione poco attraente per una società in perdita, ma spesso l'unica praticabile per assicurare la sopravvivenza di un'impresa troppo indebitata.

Una volta analizzati i diversi problemi, il processo di valutazione di imprese con ampie prospettive di crescita ma con utili negativi, insufficienti dati passati e pochi *comparables*, deve seguire i seguenti *steps*:¹²¹

- è opportuno adottare dati, quando se ne possiedono, relativamente recenti, in quanto i valori tendono, in particolare nelle imprese in fase di crescita, a cambiare da un esercizio all'altro. Conseguentemente, ha più senso usufruire per la valutazione degli utili e dei ricavi degli ultimi dodici mesi piuttosto che dell'anno passato, in quanto elementi particolarmente sensibili a improvvisi cambiamenti di trend, come, allo stesso modo, non è necessario aggiornare così frequentemente grandezze quali le spese in conto capitale e gli ammortamenti, meno sensibili a variazioni temporali;
- nella valutazione della crescita attesa dei ricavi, occorre ricordare che, nonostante un'impresa sia nella sua fase di crescita, è difficile mantenere lo stesso tasso anno dopo anno (da un'impresa che è cresciuta del 300% due anni fa e del 200% lo scorso anno ci si deve aspettare un tasso ancora inferiore nel periodo di valutazione), e che è più semplice mantenere un tasso di crescita elevato in un mercato in espansione piuttosto che in uno stabile; le cause di tassi elevati vanno ricercati nei vantaggi competitivi posseduti dalla società valutata, la superiorità del prodotto o servizio offerto, l'autorevolezza del brand o la scoperta di un nuovo mercato. Più questi punti di forza sono concreti, più tempo durerà il periodo di crescita della società;
- i margini operativi sono un buon indicatore di come apparirà la start-up al termine della fase di crescita. La loro stima dipenderà dai competitors del business di riferimento e dal conto economico. In particolare, in quest'ultimo, molte giovani imprese mostrano utili negativi non perché i costi sono maggiori dei ricavi ma perché, dovendo rispettare determinati criteri redazionali, le spese

¹²¹ DAMODARAN A., *op.cit.*

di ricerca e sviluppo sono incluse in quelle operative. Occorre, quindi, ristrutturarlo in modo da isolare solo le reali spese operative e mostrare chiaramente la profittabilità dell'impresa che si va a valutare;

- la crescita nei ricavi operativi dipende da quanto e come l'impresa reinveste gli utili conseguiti. Nella sua fase stazionaria, la quantità di risorse necessarie si può calcolare come funzione del tasso di crescita atteso e della remunerazione del capitale:

$$\text{Expected Reinvestment Rate}_{stable} = \text{Expected Growth}_{stable} / \text{ROC}_{stable}$$

Tale formula non può però essere adottata nelle start-up che vedono, almeno nelle fasi iniziali, continue perdite. Ai fini del calcolo, si può ipotizzare che le risorse reinvestite crescano allo stesso ritmo dei ricavi, soprassedendo al fatto che, nelle imprese più giovani, le decisioni su quanto degli utili trattenere all'interno siano volatili e cambino da anno in anno e che lo sviluppo e la crescita di un'impresa siano maggiori proprio negli anni in cui si reinveste piuttosto che negli anni successivi. Alternativamente, l'ammontare reinvestito può essere calcolato come percentuale dei ricavi conseguiti sulla base della media del settore. Nelle imprese ad alto potenziale, tale tasso sarà probabilmente molto elevato, per poi successivamente calare al termine del processo di crescita e allinearsi ai dati degli altri *players* del mercato più maturi. Infine, nei casi di utili negativi, dove la remunerazione del capitale e il tasso di reinvestimento saranno negativi, possiamo adottare una misura alternativa:

$$\text{Sales in capital ratio} = \text{Revenues} / \text{Capital Invested}$$

dove, per esempio, un valore di 2 indicherà che 1 euro investito in capitale ne frutterà 2 in ricavi. La previsione sugli anni successivi può allora essere vista come il seguente rapporto:

$$\text{Euro Reinvestment in year } n = \text{Change in Dollar Revenues in year } n / (\text{Sales} / \text{Capital})$$

per cui più alto sarà il rapporto vendite/capitale, minori saranno le risorse da reinvestire e maggiore il valore dell'azienda. Il vantaggio di adottare questo metodo rispetto a quelli sopra esposti risiede nel fatto che crescita e

investimenti sono considerati insieme e ciò ridurrà i comuni errori nella valutazione dove crescita e fabbisogno procedono in direzione opposta;

- a causa dell'insufficienza dei dati passati, l'approccio classico¹²² nella stima del β non può essere usato in quanto sarebbe inconsistente. Se vi sono imprese simili nel mercato, quotate da almeno due anni, il parametro può essere calcolato come media di queste; altrimenti, la stima può basarsi su alcuni fattori finanziari dell'impresa valutata come la volatilità degli utili, la loro dimensione, il *leverage*, le caratteristiche dei *cash flow*. In qualunque modo essi siano calcolati, i *risk parameters* devono essere continuamente rivisti durante tutto il periodo della valutazione e rifletteranno, poi, la fase del ciclo di vita in cui l'impresa si trova (il β di un'impresa matura e stabile è ben diverso da quello di una società appena nata e in fase di crescita);
- una volta ottenuti i dati sugli utili, il β risk e i tassi di reinvestimento, possiamo procedere alla valutazione. Dopo aver utilizzato le nostre stime sui *cash flow* futuri sulla base di quelli conseguiti, spesso negativi nei primi anni di vita dell'impresa, dobbiamo giungere a quantificare il *terminal value*, ossia quel valore che nel caso delle start-up determina il 90%, 100% o a volte più del 100% del valore corrente della nuova impresa.¹²³ Quindi, assumono fondamentale importanza le ipotesi e le aspettative sul periodo in cui l'impresa entrerà nella fase di crescita stabile e sulle caratteristiche dell'impresa stessa. In particolare l'attività valutativa dipenderà dalle reali possibilità di sopravvivenza dell'impresa, specialmente nella prima fase del suo ciclo di vita, dalla capacità di arrivare effettivamente ad avere un *terminal value*, dal momento esatto in cui ciò avverrà (dato che alcune imprese raggiungono la fase di *steady state* in alcuni anni, mentre altre hanno una fase di crescita continua più lunga prima di poter essere considerate stabili e quindi in fase di crescita ormai matura), da come apparirà l'impresa nella sua fase di crescita costante, o meglio dalle nostre ipotesi sui rischi e sovra-profitti generati nella fase costante in quanto sovra-profitti costantemente positivi determineranno un

¹²² convenzionalmente si rapporta la regressione del titolo con quella del mercato su un lasso di tempo di due-cinque anni

¹²³ ADVANCE (a cura di), *Start up: dall'idea all'impresa. Business Plan, Metodi di valutazione, Canali di finanziamento*, IPSOA, Milano 2001

terminal value più elevato di quelle con sovra-profitti tendenti a zero o negativi nel lungo periodo;

- il valore della singola azione si calcolerà dividendo l'*equity* per il flottante in circolazione. Occorre tener presente che, nel caso si stia valutando una start-up, i dipendenti spesso saranno remunerati con azioni con diritto d'opzione. Nel corso del tempo, l'ammontare di tale tipo di partecipazione, diventando sempre più consistente, dovrà essere scomputato dal calcolo per arrivare a un valore attendibile della singola azione:

$$\begin{aligned} & \text{Value of Firm} \\ & - \text{Value of Debt} \\ & = \text{Value of Equity} \\ & - \text{Value of Options granted to Employees} \\ & = \text{Value of Equity in Common Stock} \\ & / \text{Number of Shares outstanding} \\ & = \text{Value per Share} \end{aligned}$$

2.2.1 La valutazione degli Assets intangibili

Al fine di definire il valore dell'impresa, gli assets tangibili sono stati i soli ad essere al centro della valutazione. Durante l'era industriale, le aziende usavano tale tipo di asset per sfruttare le economie di scala e creare barriere all'entrata dei settori in cui operavano.¹²⁴ Verso la metà degli anni Novanta, i continui progressi tecnologici e la nascita di nuovi settori hanno ridotto la ricchezza derivante dagli assets tangibili che non offrivano più, come nel passato, adeguata protezione e controllo sul mercato. Solo quelle società che hanno capito l'importanza degli intangibili come strumento per ottenere un tasso di redditività del capitale superiore al suo costo, sono state capaci di reagire ai cambiamenti di scenario degli ultimi anni e a sfruttare l'innovazione come fonte di vantaggio competitivo.¹²⁵

Di conseguenza il peso degli assets tangibili e finanziari, seppur ben visibili in bilancio, è divenuto meno rilevante al fine della determinazione del valore d'impresa. Tali risorse sono oggi troppo facilmente accessibili a tutti i concorrenti per rappresentare un vantaggio competitivo per chi li possiede ma sono la base per

¹²⁴ ZINGALES L., *In Search of New Foundations*, Journal of Finance, 55(4), 2000

¹²⁵ LEV B., *Intangibles: Management, Measurement and Reporting*, The Brookings Institute Press, Washington, 2001

competere e produrre valore nel tempo. Diventano, allora, indispensabili gli assets intangibili difficilmente imitabili e acquisibili da chiunque sul mercato, senza i quali, l'impresa immetterebbe sul mercato prodotti e servizi comuni che si differenzierebbero solo sul prezzo.

I principali assets intangibili che andremo brevemente a descrivere sono il capitale umano e intellettuale, le routine e le capacità organizzative, le risorse di marketing.

Il concetto di capitale umano ha subito nel corso del tempo un'evoluzione, passando da *commodity*, da impiegare insieme ai fattori terra e capitale, a vere e proprie fonti di vantaggio competitivo e di differenziazione rispetto ai concorrenti.¹²⁶

Definirlo solo con le caratteristiche bio-professionali del singolo individuo è alquanto riduttivo; non si può, infatti, prescindere dalla sfera della formazione, addestramento e cure medicali e dagli atteggiamenti e comportamenti favorevoli all'organizzazione.

Nel primo caso, il capitale umano assume le stesse caratteristiche di qualsiasi altro fattore fisico della produzione, con i relativi investimenti necessari a cui è associato uno specifico tasso di ritorno economico/finanziario. La metodologia di misurazione sarà allora incentrata sull'intensità degli investimenti e dei costi di reclutamento, sulla formazione e sull'addestramento del personale.

Nel secondo caso, l'investimento in capitale umano, per essere effettivamente redditizio, non può non tenere conto del legame affettivo che si crea tra lavoratore e impresa, e della fiducia riposta nel management che portano ad atteggiamenti e comportamenti organizzativi favorevoli all'impresa.¹²⁷ A questi si aggiungono altre azioni quali la sicurezza sul posto di lavoro, i salari relativamente alti, la formazione o la riduzione dei differenziali di status e di paga che concorrono simultaneamente ad aumentare le prestazioni economiche dell'impresa e quindi ad ottenere un differenziale competitivo.

Verso la fine degli anni Ottanta nuove teorie hanno definito il capitale umano come l'insieme delle conoscenze ancora in forma tacita custodite nella mente di ogni dipendente ma non ancora codificate o pienamente disponibili all'organizzazione per le sue finalità produttive o innovative. Una volta che tali conoscenze vengono trasferite dai singoli all'intera organizzazione attraverso un processo di codifica in documenti e

¹²⁶ PFEFFER J., *The Human Equation. Building profits by putting people first*, Harvard Business School Press, Boston 1998

¹²⁷ LEANA C.R., VAN BUREN H.J., *Organizational social capital and employment practices*, Academy of Management Review, 1999

codici, potranno essere sfruttate per prodotti e processi a un costo marginale molto basso.

Nel capitale umano rientra anche la relazione tra le caratteristiche del team manageriale di vertice e l'influenza, seppur parziale, di esso sulle scelte strategiche e sulle prestazioni delle imprese. In questo contesto, quindi, le capacità della struttura di vertice diventano, a tutti gli effetti, assets intangibili e i salari e le ricompense erogate ai manager veri e propri investimenti e non semplici costi capaci di generare rendimenti economici futuri. Tale tipo particolare di capitale umano assume un rilievo maggiore nelle imprese che operano in mercati soggetti a continue innovazioni tecnologiche o in delicate fasi del proprio ciclo di vita. In questi casi, le imprese sono capaci di adattarsi meglio e più velocemente ai sopraggiunti cambiamenti del contesto mentre il loro valore borsistico, soprattutto se stiamo parlando di start-up, è spiegato più dalla qualità del capitale umano operativo e dalle capacità del fondatore piuttosto che dall'idea/prodotto che non ha ancora avuto il necessario tempo per essere conosciuto e apprezzato dal mercato.¹²⁸

In ogni impresa le fasi di costruzione del prodotto, la successiva distribuzione del prodotto su scala globale e le attività connesse di identificazione delle opportunità di mercato si svolgono attraverso i cosiddetti *aggregati di conoscenza*, che permettono di raggiungere il risultato prefissato. Gli aggregati di conoscenza più noti sono le *routine organizzative* e le *capacità organizzative*.

Le routine, definite come l'unità organizzativa attraverso cui l'impresa sa come fare le cose, sono modi di lavorare regolari e prevedibili e rappresentano uno degli ingredienti della *capacità organizzativa*.¹²⁹

La teoria assegna alle routine cinque funzioni fondamentali a supporto dell'organizzazione. Per prima cosa, consentono di sincronizzare l'azione organizzativa delle operazioni di gruppo e di bilanciare i diversi individui. In secondo luogo, intervengono nelle decisioni in fase di incertezza. La terza funzione attribuisce alle *routine* il ruolo di modello di base su cui valutare eventuali cambiamenti necessari per

¹²⁸ LINK A.N., SIEGEL D.S., *Innovation, entrepreneurship, and technological change*, Oxford University Press, Oxford 2007

¹²⁹ DOSI G., NELSON R.R., WINTER S.G., *Introduction: the nature and dynamics of organizational capabilities*, Oxford University Press, New York 2000

rispondere ad esigenze nuove e impreviste. Infine permettono di risparmiare tempo ed energia nelle risposte automatizzate alle diverse situazioni.¹³⁰

La capacità organizzativa, invece, è essenziale nel vantaggio competitivo perché consente a un'impresa di svolgere attività particolarmente critiche per migliorare le performance di business.¹³¹ Esempi sono la competitività sul tempo e sui costi, l'apprendimento, l'innovazione o la focalizzazione rispetto ai bisogni del cliente. La loro funzione principale è quella di trasferire le competenze tecnologiche e operative, anche individuali, all'interno dei prodotti e servizi venduti per differenziarli dalla concorrenza.

Quello che rende tale aggregato cognitivo efficace è la capacità di trasformare le abilità, le conoscenze individuali integrate dalle tecnologie e da altre risorse e forme di capitale distribuite all'interno di tutti i sistemi, e le strutture in prodotti/servizi di successo per creare alla fine un vantaggio competitivo sostenibile.

Nella creazione del valore un altro importante asset intangibile è il marketing e in particolare i clienti, le marche e i canali distributivi sono risorse da accumulare, sviluppare e gestire nei modi più opportuni al fine di generare un vantaggio competitivo.

Le risorse di marketing possono essere classificate in due categorie: di tipo relazionale e di tipo intellettuale. Le prime sono il complesso delle relazioni che l'impresa ha costruito nel tempo con clienti, fornitori e distributori. Il valore prodotto da tali legami si traduce nel *brand equity*, *channel equity* e *customer equity*, tutti riflessi della qualità e dell'efficacia di questi rapporti.¹³² Alla seconda categoria appartengono, invece, le conoscenze concernenti l'ambiente di business e gli operatori con cui l'impresa è in più diretto contatto. Rientrano, quindi, sia le proiezioni sull'andamento futuro del business, anche nel caso di cambio repentino delle variabili competitive, sia quelle concernenti la figura del consumatore, i suoi gusti e le sue reazioni a variazioni nel *marketing mix*.

Da quanto appena detto, si evince che le risorse basate sul marketing sono rintracciabili all'esterno, nelle relazioni con clienti e fornitori e, data la loro

¹³⁰ BECKER M.C., *Organizational routines: a review of literature*, Industrial and Corporate Change, 2004

¹³¹ LAWLER E.E., *From the ground up: six principles for building the new logic corporation*, Jossey-Bass, San Francisco, 1996

¹³² COSTABILE M., *Il Capitale relazionale. Gestione delle relazioni e della customer loyalty*, McGraw-Hill, Milano, 2002

intangibilità, riconoscere il loro valore nel bilancio è pressochè impossibile. L'influenza del *brand equity* o del *customer equity* può, in particolare, essere stimato attraverso i flussi delle prestazioni che possono essergli attribuiti. Così facendo, il valutatore può però incorrere in errori di sovrapposizione di valori attribuendo flussi ad altri intangibili di marketing e non. Una soluzione potrebbe essere quella dell'applicazione del criterio della dominanza, selezionando un solo intangibile di market capace di spiegare l'insieme dei benefici apportati dalle risorse investite nell'area.

Tale tecnica si basa sull'ipotesi che i diversi intangibili di marketing producono valore in specifiche situazioni aziendali o di settore. L'individuazione di quello dominante segue quella dell'influenza di tre driver (*value equity*, *brand equity*, *retention equity*) sul complesso delle relazioni commerciali tenute dall'impresa. Il *value equity* si limita alle sole considerazioni oggettive sulla qualità, funzionalità e convenienza del prezzo di offerta; il *brand equity* è il valore attribuito al prodotto dalla marca, a prescindere dalla sua qualità; il *retention equity* è dettato dal particolare tipo di relazione che si instaura con il venditore del prodotto. Per esempio, il brand equity è l'intangibile dominante nell'abbigliamento e nel grocery mentre il trasporto aereo e i mercati dove si scambiano beni a basso coinvolgimento emotivo sono dominati dalla customer retention; infine il value equity è il principale driver del valore nei settori in cui i consumatori riescono a valutare autonomamente la qualità del prodotto¹³³.

Dopo aver definito alcuni tipi di assets intangibili, proseguiamo la trattazione sottolineando le difficoltà in sede di valutazione e in particolare nella fase di formulazione delle ipotesi chiave per determinarne entità, rischiosità, crescita e durata. Visto che un intangibile, per sua natura, crea valore nella misura in cui aggiunge valore alle risorse fisiche e finanziarie, occorrerà misurare intensità e durata del vantaggio competitivo da esso creato.

La loro stima risponde, oltre che a esigenze di redazione del bilancio, anche di ottenere misure di *performance* economica per valutare meglio la performance contabile del periodo; di arricchire il bacino di informazioni utili alla valutazione; e di elaborare il c.d. *bilancio degli intangibili*.¹³⁴

Per permettere all'informativa di bilancio di trasmettere in modo completo il processo di creazione del valore ad opera degli intangibili e migliorare la qualità

¹³³ RUST R.T., LEMON K.N., ZEITHAML V.A., *Return on marketing: using customer equity to focus marketing strategy*, Journal of Marketing, 68(1), 2004

¹³⁴ GUATRI L., BINI M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005

dell'informazione per investitori e *stakeholders*, un indicatore di performance adeguato è il *risultato economico integrato* (REI):

$$REI = E + \Delta BI + \Delta PL$$

dove E = *reddito contabile nel periodo*

ΔBI = *variazione intangibile del periodo*

ΔPL = *variazione delle minusvalenze e plusvalenze su beni materiali, crediti e debiti*

Comprendere come gli intangibili, per esempio l'effetto della marca o di una tecnologia distintiva, con le loro regole e la loro dinamica, sono alla base della creazione/perdita di valore è di supporto per diversi metodi di valutazione e risulta molto più agevole che considerare un grande e generico aggregato in bilancio.

Infine, a colmare il vuoto informativo sugli intangibili all'interno del bilancio interviene il *bilancio degli intangibili*, strumento informativo volontario rivolto ai creditori, ai quali sono invisibili le valutazioni sugli intangibili. Tale prospetto quindi rappresenta un quadro dello stock di assets presenti all'interno dell'impresa in uno specifico momento e delle variazioni di tali grandezze nell'anno.

Il rischio maggiore nel processo valutativo, come già accennato, è quello della *sovrapposizione/duplicazione*, o in altre parole, quello di conteggiare due volte lo stesso flusso imputabile allo stesso intangibile. Per evitare tali errori, una soluzione potrebbe essere quella di delimitare la definizione d'intangibile attorno a tre caratteristiche: deve essere all'origine di *costi a utilità differita nel tempo, trasferibile e misurabile* nel suo valore.¹³⁵

Nella dottrina economico-aziendale la classificazione degli intangibili è ordinata allo sviluppo di poche macro-categorie. Il principio guida è quello della *dominanza*, basato sull'uso di sole due semplici classi in cui dividere i beni, *marketing* e *tecnologia*, onde evitare il suddetto rischio di sovrapposizione dei valori.¹³⁶

¹³⁵ BRUGGER G., *La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia*, Finanza Marketing Produzione, 1, 1989

¹³⁶ GUATRI L., BINI M., *op.cit.*

Intangibili legati al

MARKETING

nome e logo della società
denominazione dei marchi
insegne
marche secondarie
idee pubblicitarie
strategie di marketing
garanzie sui prodotti
grafica
sforzo di pubbliche relazioni
idee promozionali
design delle etichette
design dell'imballaggio
registrazione dei marchi

Intangibili legati alla

TECNOLOGIA

Tecnologia
know produttivo
progetti di ricerca e sviluppo
Brevetti
segreti industriali
design/styling
Software
Database

Tale criterio, pur riconoscendo che gli intangibili sono diffusi lungo tutta la catena del valore, dalla ricerca fino alla distribuzione sul mercato, ritiene più opportuno, sempre nell'ottica di evitare di incappare nel rischio di duplicazione, di ricondurli tutti a queste due classi.

Il criterio della dominanza, inoltre, facilita la comprensione e l'analisi delle diverse aree di business e del valore apportato dagli intangibili. Nei casi in cui l'unità non produce rendimenti adeguati, è immediatamente chiaro che non può essere attribuito valore agli intangibili presenti. Allo stesso modo, è metodologicamente e teoricamente scorretto assegnare un valore maggiore ai singoli intangibili rispetto al valore del complesso d'intangibili posseduti dall'impresa.

Dopo aver determinato gli errori più comuni nell'individuazione degli intangibili e una possibile classificazione per evitarli, si può procedere a determinare la quota di reddito di loro pertinenza. Tale operazione si rende necessaria sia ai fini della valutazione in bilancio, sia per migliorare i risultati dei diversi metodi di valutazione. Per comprendere la parte di reddito interessata, è necessario allocare a tali assets la quota di reddito atteso di loro pertinenza, aggiungendo, così, un'ulteriore incertezza a quella già presente nelle fasi di valutazione dei risultati complessivi dell'azienda.

In pratica, la parte di reddito da allocare a ciascun intangibile può essere dedotta in due modi: attraverso la logica *differenziale*, che consiste nell'individuare il *sacrificio* che l'impresa o l'unità che si sta valutando dovrebbe sostenere nel rinunciare a

quell'asset, o alternativamente si stima l'incremento di reddito, a parità di tutte le altre condizioni, nel possedere l'intangibile; o attraverso il già citato criterio della *dominanza*, in caso non si possa percorrere la prima strada, che suggerisce di attribuire il surplus di reddito al fattore dominante (quello cui è dovuto il vantaggio competitivo) e valutare tutti gli altri assets al costo, pur questo generando una perdita di valore rispetto al primo metodo.

In dettaglio, i driver per analizzare la qualità del reddito di pertinenza dell'asset intangibile sono la *natura* dell'asset stesso, il *supporto informativo* necessario alla valutazione e il grado di *condivisione* dei risultati tra diversi intangibili.

Quando si parla di *natura* ci si riferisce alla dimensione del vantaggio distintivo che l'asset conferisce all'impresa: un intangibile che fornisce una bassa capacità distintiva deve essere valutato con una commodity, al costo, mentre un asset strategico che fornisce un vantaggio competitivo sarà valutato al valore di mercato o di reddito.

La possibilità di poter fare affidamento su un adeguato *supporto informativo* si rileva sia nei casi si adottino metodi di valutazione di mercato, nei quali necessiteranno dati concernenti transazioni simili, sia in quelli fondati sui rendimenti differenziali, in cui invece occorreranno dati su imprese comparabili. Di particolare interesse è il caso di valutazione di asset tecnologico, operazione complessa a causa dei rischi di imitazione o sostituzione in cui si incorre nei moderni mercati sempre più dinamici e aperti.¹³⁷

Il terzo driver restituisce il livello di duplicazione dei fattori. In tutti i casi in cui più assets intangibili concorrono alla formazione di un risultato condiviso, occorre individuare un criterio razionale per attribuire le quote di reddito ai rispettivi assets. Se ciò non è possibile, si sceglierà nuovamente l'intangibile dominante a cui attribuire i redditi oggetto di valutazione, evitando così di valutare gli altri assets o di limitarsi a usare il criterio del costo.

Il tasso di attualizzazione adottato per la valutazione sarà diverso a seconda che l'intangibile sia a vita *definita* o *indefinita*. Alla base di tale distinzione vi è il legame tra la qualità dei flussi di risultato attesi dall'area o dall'impresa oggetto di valutazione e il tasso stesso. La scelta su quale tasso adottare, dipenderà, infatti da come la vita utile di un asset influenza la rischiosità dei flussi attesi da esso prodotti, divenendo il primo una sorta di "spartiacque" nella determinazione del relativo tasso.

¹³⁷ D'AVENI R.A., *Ipercompetizione: le nuove regole per affrontare la concorrenza dinamica*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano, 1995

Nel caso di un intangibile a vita *definita*, i flussi di cassa da esso generati vanno scontati allo stesso tasso, il WACC, che sarebbe stato utilizzato per valutare l'impresa o l'area di business a cui appartiene. La scelta, in questo caso, risulta molto semplice proprio perché manca l'elemento più critico nella valutazione: la previsione della durata economica del bene.

Nel secondo caso, il rischio maggiore per un intangibile a vita *indefinita* è il suo declassamento a vita utile definita, nel caso i costi di manutenzione e reintegro crescano al punto tale che alla dirigenza non convenga più il sostegno come intangibile a vita indefinita. In altre parole, la fonte di rischio è la perdita di quella sua capacità di generare flussi di cassa in entrata costanti per un tempo indefinito. Il rischio, poi, aumenta, se all'interno del mercato i *competitors* riescono a imitare o sostituire l'intangibile in questione segnando così la perdita completa della capacità di differenziazione nell'ambiente e quindi del vantaggio competitivo. Da quanto detto, possiamo affermare che il tasso di attualizzazione è inversamente proporzionale al potenziale competitivo che l'impresa riesce a trasmettere all'impresa.¹³⁸

Per la stima del tasso, di agevole applicazione è il metodo della *stima autonoma del beta* basato sulla correzione del beta di settore, in funzione del potenziale competitivo e del grado di rischiosità dell'intangibile.

Secondari ma pur sempre utilizzati per le stesse finalità sono l'uso del *tasso di attualizzazione* di imprese quotate comparabili o gli *equivalenti certi*.

Nel nostro ordinamento, gli intangibili sono disciplinati dal Principio contabile (OIC) n.24 che li definisce come le “*condizioni produttive non monetarie, prive di consistenza fisica, e sono, di norma, rappresentati da diritti giuridicamente tutelati*”¹³⁹. Ne fanno parte gli oneri pluriennali, gli intangibili specifici (brevetti, concessioni, licenze), l'avviamento e i costi per beni immateriali in fase di produzione o di acquisto.

Qualunque essi siano, possono essere iscritti nell'attivo dello stato patrimoniale a condizione che manifestino la capacità di produrre un beneficio economico futuro per l'impresa e si riferiscano a costi già sostenuti identificabili e quantificabili.

L'OIC 24 stabilisce poi precise regole sul valore da iscrivere in bilancio. Le immobilizzazioni immateriali sono iscritte al costo d'acquisizione o al costo di produzione e non può eccedere il *valore recuperabile*, il maggiore tra il valore

¹³⁸ CHIACCHIERINI C., PERRONE V., PERRINI F., *I-Valutazione: Intangibili, Competitività e Valutazione d'impresa*, Egea, Milano, 2008

¹³⁹ Fondazioneoic.eu

realizzabile dall'alienazione e il valore attuale dei flussi realizzati dall'uso dell'oggetto in questione. Per quanto riguarda l'*avviamento*, si iscrive la differenza tra il costo supportato per l'acquisizione e il valore corrente di tutto il patrimonio.

I principi contabili internazionali IAS/IFRS hanno rinnovato le regole in termini di valutazione degli intangibili. Il nuovo trattamento è definito dallo IAS 38, dallo IAS 36 e dal IFRS 3.

Il primo definisce l'attività intangibile in modo molto simile alla normativa nazionale, come un'attività *non monetaria* (che li distingue dagli strumenti finanziari) e priva di *consistenza fisica*. Deve, inoltre, poter essere chiaramente distinto dall'avviamento, cioè poter essere separato, venduto o scorporato individualmente;¹⁴⁰ l'impresa deve poter usufruire dei benefici che derivano dal suo utilizzo¹⁴¹; e infine, devono esserci precisi benefici economici futuri correlati, in termini di proventi dalla vendita di prodotti e servizi, risparmio di costo o di altri vantaggi derivanti dall'utilizzo del bene.¹⁴²

I beni che rispettano tali requisiti possono essere iscritti in bilancio. Al contrario, il mancato rispetto anche di uno solo di questi requisiti fa scattare l'obbligo di addebitare immediatamente il costo relativo in conto economico. La clausola del rispetto dei criteri vale anche per le spese successive dell'attività.

In seguito alla rilevazione iniziale, gli intangibili devono essere valutati al costo o secondo il modello della "rideterminazione del valore". Qualunque metodo sia scelto deve essere comunque identico per tutti gli assets appartenenti alla stessa categoria. Con il primo, il valore si ottiene sottraendo al costo inizialmente rilevato gli eventuali ammortamenti e le perdite per riduzione del valore. Al contrario, con il secondo metodo, si rivaluta il valore iniziale al suo fair value al netto degli ammortamenti e delle perdite.

Un discorso particolare va fatto per i brevetti le cui problematiche sono spesso incontrate dalle imprese che si affacciano sul mercato per la prima volta proprio grazie a un servizio/prodotto innovativo.

Il brevetto assegna al legittimo proprietario il diritto esclusivo a sfruttarne eventuali benefici per un periodo limitato, in genere venti anni, prezzando il relativo uso da parte

¹⁴⁰ IAS 38, paragrafo 10

¹⁴¹ IAS 38, paragrafo 16

¹⁴² IAS 38, paragrafo 17

di terzi. Grazie a tali proprietà, il brevetto favorisce a livello macroeconomico l'innovazione privata e tecnologica e permette di realizzare i cosiddetti *rendimenti di scala crescenti*, riutilizzando e trasferendo la conoscenza all'interno delle varie aree della medesima organizzazione.

La loro importanza all'interno dell'impresa è dovuta al fatto che sono capaci di prolungare e intensificare il vantaggio competitivo tecnologico di chi li possiede. Possono essere utilizzati o per proteggere l'invenzione dalle imitazioni, difendendo il vantaggio competitivo dell'impresa e portandolo addirittura ad affermarlo sull'intero mercato/settore se l'invenzione è di tipo radicale o mira ad essere uno standard¹⁴³ ; oppure come strumento strategico, attraverso la cessione di licenze tecnologiche.

In questo ultimo caso, l'impresa cedente sopporta costi marginali nulli ma ottiene introiti elevati che si trasformano immediatamente in profitti economici.¹⁴⁴

Nonostante il mercato dei brevetti sia in continuo aumento ed è ormai chiaro il vantaggio che essi portano, essi rimangono uno degli intangibili più difficili da considerare. I limiti della tecnologia brevettata sono correlati a diversi tipi di incertezza e a una sola certezza: tra le incertezze principali annoveriamo quelle di natura legale, l'obsolescenza, l'imitazione o la sostituzione e il mancato apprezzamento da parte del mercato; la certezza è che, alla fine del periodo di protezione, la tecnologia sarà imitata e perderà tutto il valore. Non potranno, quindi, essere utilizzate per la valutazione formule che presuppongono la perpetuità.¹⁴⁵ Un'ulteriore debolezza è l'estrema dispersione di valore della tecnologia brevettata e una comprovata progressiva diminuzione con il passare degli anni e con l'avvicinarsi della scadenza del brevetto.¹⁴⁶

I metodi di valutazione dei brevetti possono essere classificati in tre categorie: *qualitativi, econometrici, quantitativi*.

I primi si caratterizzano per la loro semplicità, dato che non offrono un valore numerico di stima ma ordinano i vari brevetti in base a un punteggio basato sulle caratteristiche dell'invenzione, la durata residua e l'eventualità di dispute con terzi; sul grado di commercializzazione e la presenza di eventuali impedimenti al trasferimento; sul potenziale economico con cui può contribuire al business complessivo e al mercato.

¹⁴³ RIVETTE K.G., KLINE D., *Discovering new value in intellectual property*, Harvard Business Review, 2000

¹⁴⁴ Kamiyama S., Sheehan J., Martinez C., *Valuation and exploitation of intellectual property*, OECD Science, Technology and Industry Working Papers, 2006/5, 2006

¹⁴⁵ CHIACCHIERINI C., PERRONE V., PERRINI F., *op.cit.*

¹⁴⁶ KAMIYAMA S. ET AL., *op.cit.*

I metodi econometrici forniscono, attraverso il metodo scientifico, tutti i dati necessari per la corretta comprensione del processo innovativo e sono di supporto al management nella gestione efficace del patrimonio dei brevetti. Le principali variabili studiate per determinarne il valore dipendono dalla dimensione della famiglia di brevetti, dal numero di usi e applicazioni che protegge, dalla quantità di dispute sul suo uso improprio, dalla dimensione della ricerca resa necessaria per il suo sviluppo e dal prestigio del suo inventore, persona fisica o impresa.¹⁴⁷

Infine i metodi quantitativi possono essere basati sul *costo, di riproduzione o di rimpiazzo*, necessario per ottenere una tecnologia brevettata; sulle *transazioni comparabili*, utilizzando le pur rare transazioni di mercato comparabili ricavate dalle banche dati disponibili; sui *flussi di prestazione* associati alla tecnologia, e in particolare i FCF, i profitti economici/EVA e il metodo reddituale; sul *valore di mercato* dell'impresa, valutazione ottenuta in via residuale, sottraendo alla capitalizzazione di mercato dell'impresa il valore di tutti gli altri assets tangibili e intangibili che concorrono a formarlo; sulle *opzioni reali*, metodologia relativamente nuova capace di valorizzare la *flessibilità* dei manager nel prendere le scelte più appropriate in base alle informazioni ricevute e di considerare la *volatilità* del valore del progetto.

2.4 I metodi tradizionali di valutazione

I metodi tradizionali, in base alle caratteristiche dei dati su cui si fondano, si articolano in due famiglie: diretti e indiretti. I metodi diretti per giungere alla valutazione della società target osserveranno variabili contabili (*metodo patrimoniale*), variabili reddituali (*metodo reddituale*) e variabili finanziarie (*DCF*).¹⁴⁸

Il metodo patrimoniale valuta analiticamente gli elementi del passivo e dell'attivo che compongono il capitale e individua il valore dell'impresa nel patrimonio netto contabile rettificato, ottenuto dalla differenza tra attività e passività.¹⁴⁹

¹⁴⁷ REITZIG M., *What determines patent value – Insights from the semiconductor industry*, Research Policy, 2003

¹⁴⁸ ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli Editore, 2013

¹⁴⁹ GUATRI L., *La valutazione delle aziende: teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto*, Egea, 1994

Il metodo reddituale desume il capitale economico sulla base dell'analisi dei redditi futuri attesi, attualizzati al tasso di riferimento del capitale investito. Si rivela utile quindi nei casi di stato stazionario, quando non si attendono eccessivi stravolgimenti della struttura dell'impresa, elemento che esclude quindi l'uso per le *start-up*.

Secondo il metodo finanziario il valore dell'impresa è pari alla sommatoria dei flussi di cassa operativi, attualizzati a un tasso che rifletta il rapporto rischio/rendimento dell'investimento.

La trattazione che seguirà analizzerà solo il secondo e il terzo metodo, che, sia in una visione *asset side* che *equity side*, hanno in comune alcuni capisaldi relativi alla determinazione dei flussi di risultato nell'arco temporale interessato dalla valutazione, alla stima del tasso di attualizzazione e del periodo di previsione, al calcolo del *Terminal Value*, sia che si ipotizzi un'impresa destinata a crescere continuamente nel tempo, sia nell'ipotesi alternativa di *steady state*, e infine al valore finale, somma delle due stime precedenti.

I metodi indiretti di valutazione, da un lato quello dei *multipli di borsa* e dall'altro quello delle *transizioni comparabili*, si rivelano molto utili a livello operativo in quanto analizzano direttamente l'impresa sulla base di indici di mercato o altri parametri, comunque esterni al bilancio societario. Sono spesso adottati come metodi di controllo di quelli diretti.

Il metodo dei multipli di mercato si fonda sui prezzi dei titoli e alcuni elementi contabili in modo tale da misurare la performance dell'impresa sulla base di alcuni drivers e da creare delle misure confrontabili.

Il secondo invece, assume a modello di confronto operazioni simili accadute sul mercato da cui si traggono tutte le informazioni necessarie per adattare il valore alla nostra impresa.

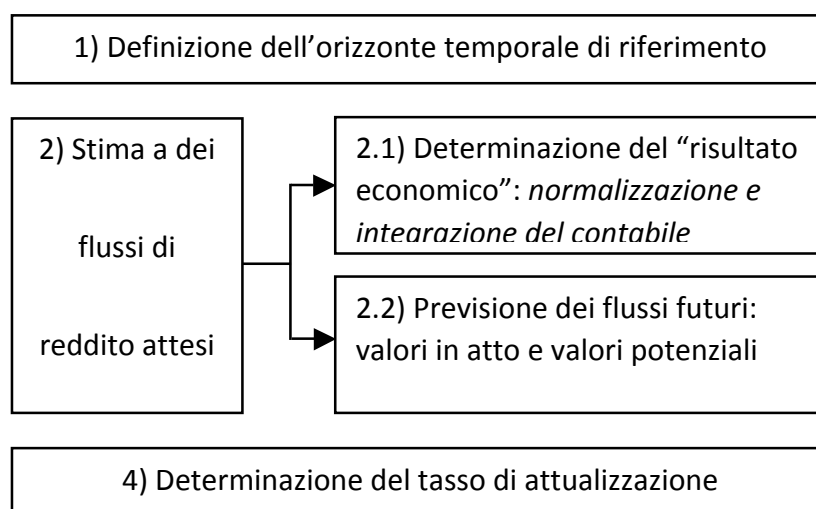
2.4.1 Il metodo reddituale

Il metodo reddituale, che individua nei flussi reddituali futuri le grandezze di base per la determinazione del valore economico, rappresenta la soluzione da sempre

privilegiata nei paesi dell'Europa Continentale, e in particolare da Germania e Italia, per la valutazione delle aziende.¹⁵⁰

L'applicazione del modello si fonda sull'ipotesi che l'azienda crea valore nella misura in cui è in grado di produrre risultati economici positivi. Ne deriva che il valore stesso della combinazione produttiva è funzionale alla sua redditività che trova espressione nel capitale economico, determinato mediante l'attualizzazione dei risultati economici attesi¹⁵¹.

Il procedimento segue una serie di passaggi logici, in relazione ai quali devono essere compiute determinate scelte che ne andranno a determinare diversi scenari operativi, in termini di formule e valori contenuti all'interno delle stesse formule:



Il primo step prevede di definire l'orizzonte temporale di riferimento, basandosi sul ciclo di vita dei prodotti della combinazione produttiva, sul grado di rischio dell'attività e quindi costi e ricavi futuri e sulle caratteristiche dell'ambiente in cui opera l'impresa. Nella pratica, l'arco temporale dell'analisi può variare da un minimo di tre a cinque anni ma, in linea generale, considerando l'azienda un ente finalizzato a perdurare, la cui durata può andare ben al di là della vita del suo fondatore, si considererà indeterminato. Tuttavia vi sono particolari casi in cui si presenta la necessità di delineare l'orizzonte temporale a causa dell'incertezza che grava sulla stima dei flussi di reddito attesi, via via che questi si allontanano nel tempo, o per la crescente decurtazione che, per effetto del processo di attualizzazione, i flussi subiscono con il

¹⁵⁰ ZAPPA G., *Il reddito di impresa: scritture doppie, conti e bilanci di aziende commerciali*, Giuffrè, Milano, 1950

¹⁵¹ POZZOLI S., *Valutazione d'azienda: tecniche operative di misurazione del valore*, Ipsoa, 2008

trascorrere del tempo. In tali situazioni, sarà opportuno scegliere un arco di 20-30 anni e, in particolare, 20 anni per piccole e medie aziende il cui successo è strettamente legato alla persona dell'imprenditore, o di solo cinque anni per quelle che si trovano in precario equilibrio economico.

La fase più complessa del metodo reddituale è rappresentata senz'altro dalla determinazione dei risultati economici attesi, la cui stima presuppone la disponibilità di una serie di documenti che contengono valori economico-monetari consuntivi e prospettici, altri dati quantitativi e informazioni qualitative riguardanti un arco temporale sufficientemente esteso di almeno 3-5 anni.

Al fine di superare tale limite si rende necessaria una vasta operazione di normalizzazione del reddito sui dati economici consuntivi e, in modo più limitato, su quelli preventivi, poiché costruiti su budget e piani rappresentativi di performance future che non hanno alcuna intenzione di anticipare i risultati dei futuri bilanci pubblici o eventuali valutazioni d'azienda di terzi.

Entrando nello specifico, la normalizzazione interviene sui ricavi e costi parzialmente o completamente non funzionali per l'azienda, sugli oneri figurativi per l'utilizzazione di risorse senza corrispettivo o con corrispettivo non congruo e su quelli accessori e straordinari, sulle voci di bilancio non coerenti con le finalità della valutazione e infine sulle imposte dirette.

Al primo gruppo appartengono tutti i costi e i ricavi che non hanno alcuna utilità per l'azienda come, per esempio, nelle piccole e medie imprese, la remunerazione di alcuni amministratori o dipendenti a cui non corrisponde una prestazione adeguata, o nei grandi gruppi, le spese per investimenti in campagne pubblicitarie o di ricerca e sviluppo sostenute da società differenti rispetto a quella beneficiaria. Tutte queste poste rilevate in contabilità dovranno essere decurtate o eliminate.

Al contesto opposto appartengono i casi in cui è stato utilizzato un bene o un servizio dei quali però non è stato rilevato in contabilità un flusso reddituale adeguato o nessun flusso. Esempi di questo tipo si ritrovano nuovamente nelle aziende a conduzione familiare dove capita a volte che il proprietario o i suoi familiari lavorino, o cedano in comodato d'uso gratuito un immobile, senza ricevere la corrispondente remunerazione. Tali circostanze saranno interpretate in bilancio come "salario direzionale" e "fitti figurativi".

L'eliminazione o la rettifica degli oneri accessori trae dal fatto che, essendo il grado di rischio dell'azienda misurato sul suo *core business*, la presenza delle suddette attività

potrebbe condurre alla determinazione di risultati economici attesi finali che tengano conto non solo dell'area caratteristica ma anche di quella propria della gestione patrimoniale. Una prima ipotesi di correzione prevede l'eliminazione di tali poste dalla determinazione del reddito, al fine di evitare un calcolo del tasso di attualizzazione troppo complesso e incerto, nel quale si dovrebbe tenere conto altrimenti anche del grado di rischio della gestione accessoria, e una stima separata di questi investimenti nel processo di valutazione.¹⁵² Un metodo alternativo consiste nel sostituire il flusso economico generato dai beni della gestione non caratteristica con un flusso allineato al rendimento di mercato. Per esempio, se i proventi accessori saranno utilizzati per aumentare le scorte monetarie si adotteranno i dati sulle remunerazioni degli investimenti liquidi; altrimenti se sono destinati a ridurre l'indebitamento, si fa riferimento ai tassi passivi sui conti bancari.¹⁵³

Stessa sorte seguono i proventi e gli oneri straordinari, in quanto componenti estranei all'attività ordinaria dell'impresa e quindi non ripetibili. Tale caratteristica può derivare dall'eccezionalità tanto della natura dell'evento sottostante (complesse operazioni di ristrutturazione o perdite causate da incendi o calamità naturali) quanto dagli importi assai rilevanti. Se, tuttavia, nella gestione straordinaria facciamo rientrare anche quelle operazioni che si ripresentano nella vita dell'azienda con cadenza pluriennale, non possiamo più procedere all'eliminazione, bensì alla loro redistribuzione nell'arco di più esercizi.

Alla categoria più numerosa appartengono le operazioni riguardanti valori determinati in funzione di arbitrarie politiche di bilancio, cioè tutti quei valori il cui trattamento sia determinato da una scelta del redattore di bilancio nel rispetto dei principi contabili internazionali e della normativa fiscale. La finalità è quella di mostrare un reddito che rifletta in modo equilibrato l'effettivo svolgimento della gestione economica dell'azienda fondato su un principio di neutralità. Il perseguimento di tale obiettivo condurrà a rivedere le stime pessimistiche, operate per ridurre i dividendi o causate dall'eccessiva applicazione del principio della prudenza, quelle ottimistiche, effettuate per intercettare la fiducia degli investitori e dei creditori nel

¹⁵² COTTA RAMUSINO E., RINALDI L., *La valutazione d'azienda: profili di analisi dell'attività aziendale, le grandezze economiche che alimentano il processo di valutazione, le metodologie di valutazione, la valutazione di aziende operanti in settori specifici*, il Sole24Ore, Milano, 2003

¹⁵³ GUATRI L., BINI M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano 2007

corso di operazioni straordinarie e quotazioni in borse, e infine le stime derivanti dall'intento di ridurre il reddito imponibile.

Dopo queste operazioni di normalizzazione ed essere giunti ad una configurazione di reddito stabile e significativa, è possibile procedere alla determinazione delle imposte dirette. Da un punto di vista procedurale, la base su cui saranno calcolate le aliquote risulta dalla somma del reddito normalizzato ante imposte con i costi che costituiscono differenze permanenti indeducibili. Le differenze temporanee, invece, si verificano solo per un certo periodo di tempo quando la norma fiscale fa partecipare alcuni componenti del reddito di esercizi diversi alla determinazione dell'imponibile dell'anno in corso. Più esattamente possiamo trovarci di fronte a imposte "differite" quando redditi di competenza dell'esercizio sono tassati in quelli successivi o, altrimenti, anticipi di tassazione quando redditi di competenza economica futura sono sottoposti a tassazione nell'esercizio. Sotto il profilo operativo, quelle da correggere saranno proprio le differenze temporanee al fine di determinare il reddito imponibile dei vari esercizi su cui graveranno gli oneri fiscali secondo la normativa tributaria.

Tutte le operazioni di normalizzazione fin qui esposte determinano un risultato economico che non è "inquinato" né da componenti che non riguardano per natura o importo l'esercizio né dal rispetto di criteri redazionali non utili agli obiettivi dell'analisi.

Tuttavia, manca ancora da considerare tutta un'altra serie di valori che, pur non essendo oggetto di rilevazione, possono influenzare la capacità reddituale dell'impresa. A tal fine, dopo la procedura di normalizzazione, si passa a quella di integrazione delle plusvalenze latenti o inesprese che sono rilevate in bilancio al costo storico e le variazioni dello stock di beni immateriali che non compaiono nello stato patrimoniale.

La presenza di plusvalenze nasce dal fatto che alcuni investimenti all'interno dell'impresa sono iscritti in bilancio al loro costo storico ma nel corso del tempo acquisiscono un valore superiore. Mentre quelle realizzate sono state corrette o eliminate con il processo di normalizzazione, queste rimangono latenti fino alla cessione dei relativi cespiti e devono quindi essere opportunamente integrate nei redditi annuali a cui si riferiscono.

L'integrazione di tali valori incontra non poche difficoltà di ordine pratico.

La prima serie di problemi riguarda il metodo di misurazione delle plusvalenze sia a livello complessivo sia nella loro distribuzione nel tempo. In particolare, per una stima

complessiva, nella prassi si prendono come riferimento i prezzi di quel bene sul mercato dell'usato o, se non disponibili, calcolando il costo di riproduzione o di sostituzione.

Il secondo ordine di difficoltà è rinvenibile nella realizzabilità di tali plusvalenze latenti e in particolare nel carattere autonomo dei singoli beni, condizione spesso difficile da rispettare. Le plusvalenze derivanti da investimenti accessori sono infatti facilmente conseguibili in quanto tali beni sono ceduti senza andare a inficiare il normale svolgimento della vita aziendale e, oltretutto, non computabili nella determinazione del risultato economico atteso. Viceversa, le plusvalenze derivanti da investimenti strumentali sono molto più difficili da realizzare se non nel caso di smobilizzo di altri *assets* a cui sono collegati o dell'impresa nel suo complesso.

Il secondo gruppo di valori da integrare sono gli investimenti immateriali, impossibili da non considerare perché incidono sulla redditività e quindi anche sul valore dell'azienda in maniera non trascurabile e rappresentano spesso scelte di tipo strategico in aree quali quella tecnologica o del marketing, fondamentali per lo sviluppo futuro dell'impresa.

I problemi legati ai c.d. *intangibles* sono principalmente da ricollegare alla valutazione e alla fiscalità, in quanto la capitalizzazione e il loro ammortamento comportano una anticipazione delle imposte rispetto al momento esatto in cui i costi sono imputati al conto economico.

Per poter giungere alla determinazione corretta del reddito attuale e quello futuro, dobbiamo affrontare i fenomeni di *earning lending* e *earning borrowing*¹⁵⁴. Con la prima espressione si fa riferimento a una serie di investimenti in intangibili superiori al loro deperimento, sottostimando così i risultati economici correnti a vantaggio di quelli futuri; con la seconda indichiamo il fenomeno diametralmente opposto di sovrastima dei redditi attuali a causa di un deperimento maggiore del valore dell'investimento stesso.

Dal punto di vista operativo, quindi, come già visto nel caso delle plusvalenze, gli ostacoli principali sono la mancanza di criteri generali per la loro valutazione e la difficoltà di misurarne incrementi e decrementi in un determinato arco temporale che porta ad adottare per la stima degli *intangibles* tecniche empiriche, i cui risultati non sono sempre affidabili, o tecniche analitiche basate sull'approccio del costo, utilizzando i criteri del costo storico o del costo di riproduzione, su quello del risultato economico differenziale, attualizzando i redditi differenziali o stimando il costo della perdita o,

¹⁵⁴ GUATRI L., BINI M., *op.cit.*

infine, sull'approccio di mercato attraverso l'uso delle transazioni comparabili, dei tassi di royalty, dei multipli impliciti nei *deals*, dei differenziali di multiplo sulle vendite.

Per la previsione dei flussi, con riguardo al modello reddituale, una prima distinzione essenziale è quella di stimare grandezze *in atto* o grandezze soltanto *potenziali*. Ambedue le scelte generano scenari alternativi basati su ipotesi di andamento della gestione diversi ai quali sono associati altrettanti risultati economici e probabilità di manifestazione.

Nel primo caso, si ipotizza che l'impresa ha già acquisito una serie di capacità negli esercizi precedenti, le abbia già sfruttate o il loro sfruttamento risulti ragionevolmente probabile e, in questo modo, è possibile stimare i risultati economici futuri sulla base dei trend passati o tenendo conto degli obiettivi conseguibili nell'immediato futuro. Eventualmente, possono, allo stesso modo, essere stimati flussi collegati a progetti in corso di realizzazione purchè conseguibili quasi certamente nel breve termine. In relazione a tale orientamento, per la stima del reddito atteso, la dottrina adotta l'approccio della proiezione dei risultati storici o quello dei risultati programmati.

Con il primo, i valori economici conseguiti in passato sono assunti come base per una proiezione futura legata alla dinamica ipotizzata da alcune variabili, definite leve-chiave, le cui variazioni influenzano sensibilmente i risultati attesi. Si rende quindi necessario individuare tali leve-chiave le cui variazioni influenzano sensibilmente la redditività e il valore dell'impresa e un meccanismo di calcolo idoneo che leghi in modo chiaro la dinamica di tali variabili alla misura del flusso atteso. E proprio la scelta di questi indicatori, unita alla circostanza che sono presi come riferimento valori del passato, a suggerire la scelta di un arco temporale previsionale ad un massimo di 3-5 anni.¹⁵⁵ Quindi, le conclusioni quantitative finiscono per presentarsi come un *mix* tra dati storici, dati attuali e dati prospettici a breve termine.

Nell'approccio dei risultati programmati, più usato nella prassi rispetto al primo nelle imprese di medie dimensioni, i dati da considerare per giungere alla stima dei redditi attesi sono contenuti in documenti formalizzati, i budget annuali e i piani pluriennali, preposti a formulare le attese economiche del prossimo futuro. Condizione essenziale affinché si giunga a una valutazione corretta è che gli obiettivi e lo spirito contenuti nei piani siano fondati su ipotesi ragionevoli, accettabili e dimostrabili, quindi

¹⁵⁵ POZZOLI S., *op.cit.*

necessariamente riferibili solo ai primi anni, quando la loro fondatezza è maggiore, piuttosto che a archi temporali più lunghi quando i dati iniziano a perdere credibilità. In altre parole, per esprimere capacità reddituali esistenti e dimostrabili, difficilmente i budget possono guardare molto avanti nel futuro; in caso contrario proiezioni di tale genere risulterebbero incerte e l'approccio non apparterebbe più al gruppo delle grandezze in atto.

Nel secondo orientamento, i flussi reddituali sono determinati da capacità che non si sono ancora dispiegate, ma che potranno mostrarsi attraverso l'attuazione di nuove strategie, lo sfruttamento di potenziali sinergie, la realizzazione di operazioni straordinarie. In altre parole, si entra nel campo della valutazione d'azienda a seguito dei benefici apportati da diverse operazioni strategiche di sviluppo, quali l'ampliamento delle dimensioni economiche o operazioni straordinarie di *M&A*, da realizzare in tempi più ampi rispetto all'orientamento precedente e basate su ipotesi non prudenziali e su progetti ancora in fase di studio. Anche in tale orientamento possiamo individuare due differenti metodi per la determinazione dei flussi reddituali: l'approccio della crescita attesa e quello delle opzioni innovative.

Il primo tiene conto delle capacità di sviluppo dell'impresa *stand alone*, consistente nell'interpretare lo sviluppo solo come crescita dimensionale, ossia del volume di attività e del reddito d'impresa, prescindendo da nuove strategie, acquisizioni-cessioni e più in generale da nuovi specifici progetti modificativi o innovativi rispetto all'esistente. Le modalità operative per tenere conto di tale fondamentale premessa sono essenzialmente due: desumere dai piani le misure relative ai flussi attesi anno per anno o trasferire il problema nel tasso di attualizzazione, riducendo il fattore di crescita g . La prima soluzione è quella principale purchè basata su un'accurata analisi fondamentale e che tenga conto della conservazione dell'intangibile, evitando fenomeni di distruzione dell'intangibile, mentre la seconda si fonda sull'*assumption* che la crescita si sviluppi a un tasso costante, ipotesi elementare ma considerata ragionevole se il valore di g è contenuto nei limiti del tasso di inflazione o del prodotto nazionale lordo (valori maggiori darebbero vita a ipotesi molto più rischiose in assenza di motivazioni specifiche dimostrabili).

Con il metodo delle opzioni innovative, invece, la stima del reddito atteso e del valore dell'azienda tengono conto anche dell'influenza di progetti innovativi, a condizione che essi siano realizzabili con risorse di cui l'impresa già dispone; nel caso contrario, esse non potrebbero essere considerate neppure nella stima di flussi

meramente potenziali. La determinazione dei flussi cambia a seconda del tipo di progetto valutato, che può essere di miglioramento interno, di sviluppo esterno o di ristrutturazione finanziaria.¹⁵⁶ Per miglioramento interno intendiamo una serie di progetti-interventi quali la ristrutturazione produttiva, la variazione dei *mix* produttivi, la riduzione dei mercati di sbocco o il rafforzamento dell'organizzazione distributiva, realizzabili perché interpellano risorse e competenze già presenti all'interno dell'impresa.

Le opzioni esterne sono legate a: progetti di acquisizione, nei quali i vantaggi ottenibili sono dovuti al differenziale di reddito ottenibile, la sua durata, il prezzo pagato e il costo dei capitali investiti; di fusione, possibili solo dopo un'attenta analisi delle potenziali sinergie esistenti, delle cause che le provocano e del tempo necessarie per realizzarle;¹⁵⁷ e infine alla cessione di alcune attività a prezzi superiori rispetto al valore che assumono nell'impresa che le detiene.

La scelta tra i due diversi orientamenti conduce a risultati con un diverso grado di affidabilità, e ha una propria giustificazione e un autonomo significato in relazione agli scopi che l'analisi vuole perseguire.

In particolare l'approccio del capitale potenziale, che fa uso dei metodi della crescita attesa e delle opzioni di sviluppo, è utile sia nei casi di aziende in fase di espansione che stanno attuando progetti di crescita interna o esterna in corso di realizzazione, nelle quali la stima dei redditi attesi è frutto di benefici economici ancora non pienamente manifestatisi o, addirittura, di investimenti futuri i cui flussi reddituali e monetari sono per intero oggetto di previsione; sia nei casi di imprese in fase di start-up, dove, registrando nei primi anni di vita performance negative, calcolare il valore economico del capitale è pressochè inutile e diventa quindi necessario tener conto delle diverse opzioni di sviluppo future che possono essere realizzate con il conseguente ampliamento dell'arco temporale di riferimento per l'analisi e il maggior peso attribuito al *terminal value*.

I flussi di reddito possono essere presentati attraverso diverse configurazioni:

¹⁵⁶ COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J., *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, Wiley, New York 1994

¹⁵⁷ LIBECAP G., *Advances in the Economics of Entrepreneurship, Innovation and Economic Growth*, JAI Press, London 1988

- determinando i flussi riferiti ai singoli anni attraverso la costruzione di una serie di conti economici prospettici in un arco temporale che si spinge fino al momento in cui il ROE (Tasso di profitto sul capitale) eguaglia il costo del capitale proprio e l'impresa entra in stato di equilibrio¹⁵⁸ e comunque non superi i 3 anni. In formule:

$$W = \sum_{j=1}^n r_j v^j$$

W = valore dell'azienda
n = numero di anni dell'orizzonte temporale dell'analisi
r_j = reddito dell'esercizio j^{esimo}
 $v^j = \frac{1}{(1+i)^j}$

- adottando il concetto di reddito medio atteso o il reddito medio normale, che godrebbe di maggiore precisione nella stima delle condizioni future di redditività, eliminando le punte positive e negative dei singoli esercizi, rispetto al calcolo dei flussi attesi dei singoli anni che, al di là dei primi anni, sarebbero dotati di scarsa credibilità. A differenza del metodo precedente, non vi sono limiti all'arco temporale che può essere anche infinito, applicando la formula della rendita perpetua:

$$W = \frac{\bar{r}}{i}$$

\bar{r} = reddito medio atteso
i = tasso di attualizzazione

o alternativamente

$$W = \bar{r} a_{\infty i}$$

a_∞ = valore attuale di una rendita con durata definita

- applicando una soluzione intermedia che preveda il calcolo puntuale dei flussi nei primi esercizi futuri e la media per gli anni successivi o il valore terminale dell'azienda all'anno ennesimo, valore che a sua volta viene attualizzato:

$$W = \sum_{j=1}^m r_j v_j + \sum_{j=m+1}^n \bar{r} v^j$$

¹⁵⁸ FRUHAN W.E., *Financial Strategy: Studies in Creation, Transfer and Destruction of Shareholder Value*, Irwin, Chicago 1979

$$W = \sum_{j=1}^n r_j v^j + V_t v^n$$

L'ultimo step del metodo reddituale è costituito dalla determinazione del tasso di attualizzazione, operazione estremamente delicata che influenza l'entità del valore aziendale. A seconda dell'approccio scelto per la valutazione, adotteremo il WACC per l'*Asset Side*, che ci permetterà di stimare il capitale operativo dell'impresa, l'*Enterprise Value*, o il *cost of equity* (K_e) nell'*Equity Side*, che ha come risultato la stima del patrimonio netto dell'azienda.¹⁵⁹

Il WACC indica il costo che l'azienda deve sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso soci e terzi finanziatori, ed è pari alla media ponderata tra il costo del capitale proprio ed il costo del debito, dove i pesi sono rappresentati dai mezzi propri e dai debiti finanziari complessivi:

$$WACC = K_e \frac{E}{E + D} + K_d (1 - t) \frac{D}{E + D}$$

K_e = Costo del Capitale proprio

E = Patrimonio netto

D = Indebitamento

t = aliquota fiscale sulle imposte sui redditi

Dall'altro lato il K_e è la redditività minima che deve essere garantita agli azionisti per convincerli ad investire le proprie risorse in azienda piuttosto che in investimenti alternativi caratterizzati dalla medesima rischiosità. Può essere calcolato sia facendo uso del ROE, sia dei multipli di mercato, dell'APT ma soprattutto del CAPM. Con quest'ultimo, il quale lega il rendimento di qualsiasi attività che abbia un mercato alla sua componente di rischio non eliminabile con la diversificazione, il costo del capitale è determinato come somma tra il rendimento di titoli privi di rischio ed un premio per il rischio, a sua volta dipendente dalla rischiosità dell'azienda oggetto di valutazione, misurata da un coefficiente beta:

$$K_e = K_f + \beta \cdot MRP$$

¹⁵⁹ MASSARI M., *Finanza Aziendale: valutazione*, McGraw Hill, Milano 1998

K_f = rendimento dei titoli a rischio nullo
 β = coefficiente di rischio sistematico non diversificabile
MRP = premio per il rischio aziendale

2.4.2 Il metodo finanziario

Il metodo finanziario, basato sui flussi di cassa (comunemente detto *discounted cash flow – DCF*), è un criterio di valutazione molto diffuso, soprattutto nel mondo anglosassone, grazie alla maggiore oggettività rispetto ai criteri di valutazione basati sul reddito, in quanto considera solo i flussi generati dalla gestione e esclude tutte le voci di costi e ricavi che non hanno natura monetaria e quindi esposte a valutazioni convenzionali degli organi interni all'azienda.

Il flusso di cassa altro non è che il saldo tra le entrate e le uscite della gestione riferite a un determinato arco temporale. Se le prime sono maggiori delle seconde, si parla di flussi positivi e l'impresa sta creando valore. La valutazione attraverso l'osservazione di tale fattore si fonda appunto sul fatto che il valore dell'azienda dipende dalla sua capacità di produrre liquidità, “linfa” indispensabile per remunerare gli investitori da una parte e permettere nuovi investimenti interni dall'altra.

La metodologia finanziaria si accompagna a due problematiche: in quanto i flussi di reddito e di cassa non procedono di pari passo e si verifica allora uno sfasamento tra ciclo monetario e quello economico, diventa complicato prevedere il loro andamento e l'arco temporale nel quale i due flussi si riallineeranno.

In relazione al grado di prevedibilità, per i flussi economici di un'azienda è identificabile un trend di crescita omogenea nei valori storici, a meno che non si verificano variazioni significative nei rapporti con la clientela, nelle politiche delle rimanenze, nell'approvvigionamento con i fornitori, nelle scelte di investimento, in contesti economici stabili e maturi di normale funzionamento; i flussi finanziari, invece, seguono andamenti meno marcati e sono più sensibili a eventi contingenti come, ad esempio, fornire più giorni di dilazione alla clientela o abbreviare i tempi di pagamento ai fornitori, che possono avere un'influenza sui flussi di cassa. La complessità prospettica ai fini della sua determinazione può essere arginata dal rendiconto finanziario e dalla documentazione ad esso allegato, attraverso il quale il valutatore può

effettuare un confronto tra le strategie e i piani programmati e i dati quantitativi così da individuare fattispecie eclatanti dove non emerga un chiaro trend.

La seconda problematica è rappresentata dall'adeguata scelta dell'orizzonte temporale su cui elaborare la proiezione dei valori. Elementi primari da tenere in considerazione sono innanzitutto la tipologia d'impresa e il mercato in cui essa opera, che determinano archi temporali brevi se sono molto volatili e più lunghi se il settore tende a produrre valore dopo alcuni anni di ricerca e sviluppo (vedi il settore farmaceutico), e le dinamiche d'impresa, nel senso che non possono non essere prese in considerazione nella scelta dell'intervallo temporale della storia lunga e positiva dell'impresa. La prassi tende a preferire un orizzonte di 3-4 anni per il calcolo dei flussi puntuali, per poi affidare a un valore di sintesi (*terminal value*) il compito di colmare i limiti che le stime previsionali non riescono a cogliere. Dall'altro lato l'organo di governo interno tenderà ad estendere tale intervallo per sfruttare al meglio la caratteristica propria della formula di valutazione di essere una somma di flussi, indagando più anni possibili, e aumentare così il risultato della valutazione. In questo caso, spetta al valutatore adottare l'arco temporale più idoneo, decidendo anche di utilizzare solo alcuni dei flussi calcolati di dirigenti o visionando la documentazione accessoria per giungere a un congruo intervallo, senza tuttavia variare la sostanza di quanto già stimato.

Al di là di tali problematiche, il modello finanziario permette di giungere a risultati più affidabili in tre ambiti precisi.¹⁶⁰

Il primo caso rappresenta un'impresa in *steady state*, ormai matura, leader nel proprio settore di riferimento, con un reddito costante nel tempo e investimenti pari agli ammortamenti, dove l'applicazione del DCF è molto simile al criterio reddituale analitico.

Il secondo caso riguarda, invece, imprese che, dopo aver superato la fase di *start-up*, vivono una forte crescita ma che non gli permette ancora di raggiungere il pareggio economico né nell'esercizio attuale né nell'orizzonte temporale previsto dalla valutazione, a causa del fatto che gli investimenti fatti a sostegno della crescita si trasformano in costi di esercizio. In situazioni di redditi negativi ma con flussi di cassa positivi, come sappiamo, i metodi reddituali sono inapplicabili e gli unici criteri

¹⁶⁰ GUATRI L., BINI M., *op.cit.*

adottabili sono i multipli applicati ai margini lordi o al fatturato o i criteri finanziari, che producono comunque un mero valore potenziale.

Il terzo e ultimo caso riguarda imprese alla fine del loro ciclo di vita, per le quali una valutazione patrimoniale, in una prospettiva di liquidazione, amplierebbe la perdita di valore. In questi casi, non è più necessario stimare i *free cash flow* in una prospettiva di continuità gestionale ma la valutazione dovrà basarsi su una logica a finire che assimila la valutazione d'azienda a un *asset* a vita definita, per i quali il valore recuperabile è definito dai flussi di cassa e non da quelli di reddito.

I flussi futuri adottati dal DCF, in un'ottica valutativa, sono quelli pertinenti l'area operativa e quella finanziaria, escludendo invece quella straordinaria. Questo avviene, anzitutto, per il chiaro carattere di non ricorrenza che, quindi, esula dalla normale attività aziendale di tali operazioni e risulta impossibile prevederli e identificarli in anticipo. Vi sono però valori di bilancio che nonostante rientrino in tale categoria devono essere invece inseriti nell'attività operativa vera e propria: le plus e minusvalenze per la cessione di beni immobili, che civilisticamente appartengono ai disinvestimenti delle immobilizzazioni e pertanto rientrano nell'area operativa. In secondo luogo, il calcolo del valore dell'azienda si focalizza sulla capacità del *core business* di produrre liquidità, prescindendo dalle gestioni non ordinarie, che un eventuale acquirente, in fase di transazione, non è disposto a riconoscere.

Il passo successivo è definire se adottare la configurazione *asset side* o *equity side*. Se il valore del capitale economico è stato determinato grazie alla stima dei flussi prospettici risultanti dalla gestione operativa dell'azienda, che comprende capitale immobilizzato e circolante, al netto del *debt* necessario a finanziarla, si parla di *asset side approach* e i flussi sono chiamati *free cash flow operativi (FCFO)*. Dall'altro lato, se consideriamo anche i flussi finanziari, inerenti la negoziazione e il rimborso dei debiti, le operazioni sul capitale proprio e in generale tutte le variazioni in periodi consecutivi che riguardano l'*equity* e il *debt*, ci troviamo nell'*equity side approach* e i flussi prendono il nome di *free cash flow to equity (FCFE)*.¹⁶¹

¹⁶¹ DAMODARAN A., *Investment valuation*, Wiley&Sons, New York 2002

Il FCFO, misurando la liquidità generata dalla gestione operativa, ci permette di comprendere come le risorse patrimoniali impiegate abbiano generato quel determinato risultato economico.¹⁶² Lo schema di calcolo è il seguente:

$$\begin{aligned} & \textbf{Ebit} \\ & - \textit{Imposte sul risultato operativo} \\ & = \textbf{Nopat} \\ & + \textit{Ammortamenti} \\ & + \textit{Svalutazioni, Accantonamenti ed altri costi non monetari} \\ & = \textbf{Autofinanziamento netto} \\ & \pm \textit{Variazione del Capitale Circolante netto commerciale (CCNc)} \\ & - \textit{Variazione dei fondi} \\ & = \textbf{Flusso di cassa operativo corrente (FCOC)} \\ & - \textit{Investimenti riferibili all'area operativa} \\ & + \textit{Disinvestimenti riferibili all'area operativa} \\ & = \textbf{Free Cash Flow Operativo} \end{aligned}$$

Al *Net Operative Profit After taxes* si perviene identificando un'aliquota media o calcolando l'incidenza media degli oneri fiscali nei due-tre esercizi precedenti attraverso il rapporto tra le voci di bilancio <<imposte di esercizio>> e <<utile ante imposte>> oppure applicando l'aliquota data dalla somma di IRES e IRAP.

L'*autofinanziamento netto* si ottiene eliminando tutti i costi non monetari, cioè quei valori che hanno o avranno manifestazione finanziaria nel passato o nel futuro ma per competenza economica sono presenti nel bilancio attuale.

Il *FCOC* è dato dalle variazioni del circolante netto commerciale e dei fondi. Il primo comprende le grandezze caratteristiche del ciclo operativo (crediti e debiti operativi, rimanenze) che influenzano la liquidità nel breve periodo e misura lo sfasamento tra la manifestazione finanziaria e quella economica o in altre parole l'assenza di contemporaneità fra costi e uscite e tra ricavi e entrate.

¹⁶² COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J., *op.cit.*

Il *CCNc*, inoltre, misura in un arco temporale l'incremento o decremento della liquidità in quanto non rileva il dato puntuale bensì l'evolversi del flusso rispetto all'esercizio amministrativo precedente. In generale, una variazione negativa del *CCNc* deve essere sommata all'*Ebit* in quanto indica un aumento della liquidità; una variazione positiva, invece, deve essere sottratta, poiché indica che la liquidità è diminuita. Dall'altro lato, i fondi si alimentano con i costi per passività potenziali, incerte sia nel verificarsi o meno e sia nel momento temporale. Al valutatore interessa non come questi si alimentano, essendo degli accantonamenti e quindi oggetto di rettifica, bensì la parte di questi che è stata utilizzata che testimonia che il costo si è manifestato e ha prodotto un'uscita finanziaria.

Gli ultimi elementi da considerare per giungere a determinare il *free cash flow* operativo sono gli *investimenti* e *disinvestimenti dell'area strutturale*, cioè tutte quelle attività di lungo periodo destinate a rimanere nel patrimonio dell'azienda per molto tempo. L'acquisto di nuovi assets comporta una riduzione di liquidità che può essere finanziata attraverso capitale proprio, e in quel caso registriamo una riduzione del flusso di cassa di pari importo, o attraverso capitale di terzi e in questo caso assistiamo prima a un'entrata di liquidità e successivamente a un'uscita, quindi con un saldo nullo. Viceversa, la vendita di assets comporta un aumento di liquidità.

Una volta giunti al valore finale del *FCFO*, il valutatore potrà con assoluta certezza affermare che, se esso è positivo, l'impresa è in grado di creare liquidità nella gestione operativa, utilizzabile per far fronte a uscite di altre aree gestionali; se, al contrario, è negativo, sorge un problema di fabbisogno finanziario e risulta impossibile la gestione in condizioni di equilibrio. Di solito, le imprese neonate presentano in fase di start up un *FCFO* negativo, in quanto è necessario del tempo affinché gli investimenti nel ciclo operativo mostrino i loro effetti, lo consolidino e l'impresa inizi a produrre valore. Tale momento deve comunque essere temporaneo e l'impresa dovrà quanto prima raggiungere valori positivi se vuole sopravvivere. In questi casi, al valutatore spetta il compito di prevedere la capacità futura dell'impresa di generare flussi positivi, avvalendosi, se presenti, dei dati storici sui flussi di cassa operativi passati.

Se al *free cash flow* operativo aggiungiamo le variazioni di liquidità causate dagli oneri e i proventi finanziari e dai debiti e capitale sociale, tutte transazioni che movimentano denaro, giungiamo al *free cash flow to equity* (*FCFE*):

Free cash flow operativo

- *Interessi passivi e altri oneri finanziari*
- *Pagamento dividendi*
- + *Proventi finanziari*
- + *Negoziazione nuovi debiti*
- *Rimborso debiti in scadenza*
- + *Aumenti di capitale sociale a pagamento*
- *Rimborsi di capitale sociale*
- = ***Free cash flow to equity***

Il valutatore nel calcolare il FCFE dovrà verificare il livello di coerenza e di lucidità delle ipotesi di miglioramento dei flussi futuri effettuate dall'organo di governo preposto alla redazione del bilancio con il livello di indebitamento e gli investimenti programmati, attraverso l'accertamento che la crescita sia supportata da un'adeguata copertura finanziaria.

Una volta definite le due diverse configurazioni, il metodo finanziario può essere applicato in altrettanti due modi:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE}{(1 + ke)^t} + \frac{TV}{(1 + ke)^t} + SA$$

(equity side)

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO}{(1 + wacc)^t} - D + \frac{TV}{(1 + wacc)^t} + SA$$

(asset side)

Entrambe le visioni interpretano l'azienda come un istituto volto a perdurare e inglobano un *Terminal Value*, valore con un orizzonte che va oltre l'analisi sviluppata, che si pone come obiettivo quello di esprimere una sorta di flusso a regime, rappresentazione sintetica e normalizzata delle dinamiche future. Fondamentale diviene, allora, effettuare stime attendibili e proiettare flussi puntuali coerenti con lo stato dell'impresa valutata, con la sua storia e gli obiettivi che vuole raggiungere. In termini generali può essere espresso come:

$$TV = \frac{\left[\frac{FCFO}{wacc} \right]}{(1+wacc)^t}$$

(asset side)

$$TV = \frac{\left[\frac{FCFE}{ke} \right]}{(1+ke)^t}$$

(equity side)

Il FCFO dovrebbe essere quello dell'ultimo anno di previsione ma non sempre è rappresentativo della situazione che l'impresa deciderà di portare avanti nel futuro, come accadrebbe per esempio se, all'interno di un progetto pluriennale, l'ultimo preso per la nostra analisi vedesse ingenti investimenti con la conseguente distorsione dell'analisi. In alternativa, può essere preferibile usare una media dei flussi dei periodi più stabili. La stessa alternativa si ripresenta con il *wacc* da porre al denominatore, che sarà scelto o in riferimento all'ultimo anno o come media dei flussi.

Il TV calcolato come capitalizzazione perpetua nasce dall'ipotesi che i flussi si manterranno costanti nel tempo, presupposto poco realistico per qualsiasi impresa in bonis tendenzialmente orientata a incrementare nel lungo periodo i propri flussi finanziari. Un'alternativa consiste nell'inserire un fattore *g*, usando come base di calcolo non un fattore di crescita medio di settore ma alcune variabili aziendali comuni, osservate su un arco temporale così da estrapolare una media geometrica:

$$TV = \frac{\left[\frac{FCFO \cdot (1+g)}{wacc+g} \right]}{(1+wacc)^t}$$

$$TV = \frac{\left[\frac{FCFE \cdot (1+g)}{ke+g} \right]}{(1+ke)^t}$$

Le differenze sono invece riscontrabili nella presenza nella visione *asset side* della posizione finanziaria netta (D) per ottenere il valore operativo, correttivo non necessario nel primo caso dove i flussi prospettici sono già espressi al netto della gestione finanziaria; per la medesima ragione viene utilizzato come tasso di attualizzazione il costo del capitale proprio nel primo e del *wacc* nel secondo, in quanto deve riflettere il costo dell'Equity e del Debt per finanziare il capitale operativo investito netto.

Infine le formule contengono eventuali *surplus assets* (SA) la cui presenza non può essere individuata direttamente nei flussi ma i cui effetti sono ravvisabili in particolare nelle imprese che operano in mercati diversificati, dove è utile valutare i business con stessa struttura finanziaria, posizionamento competitivo e investimenti e in via separata le attività accessorie, senza considerare più volte il valore dello stesso asset, e accorpate per quanto possibile i singoli contributi.

Il metodo esaminato insieme a quello reddituale rappresentano i c.d. <<modelli di valutazione assoluti>> che presentano entrambi il pregio di tenere in considerazione, ai fini della stima del valore dell'azienda, tutti i flussi (finanziari o reddituali), la loro manifestazione temporale e il rischio connesso al loro conseguimento. Inoltre i modelli basati sui flussi, rispetto a quelli relativi, troppo influenzati da dinamiche di efficienza dei mercati e da logiche speculative, si adattano meglio nelle analisi di operazioni speciali, quali le acquisizioni, le cessioni o le fusioni d'azienda, e nelle stime periodiche delle performance del management aziendale.

In particolare, il modello reddituale è poi preferito a quello del DCF per diverse ragioni: il reddito, più che il flusso di cassa, è l'indicatore migliore per esprimere la performance aziendale; i flussi di cassa sono più incerti rispetto a quelli economici; la formula finanziaria assegna, nella misurazione del capitale potenziale, maggiore peso al *terminal value*, di difficile previsione, rispetto alla formula reddituale che si limita al capitale economico; infine il flusso di cassa scontato tratta la valutazione d'azienda come un investimento mentre la valutazione del capitale economico si ispira a una visione dell'impresa indefinita e al principio della conservazione¹⁶³.

Dall'altro lato vi sono particolari situazioni in cui il metodo finanziario giunge a risultati affidabili quanto quelli espressi nel metodo reddituale. Precisamente, per le imprese *steady state*, per le aziende in rapida crescita ma ancora con risultati negativi nel periodo di previsione quando il metodo reddituale è inutilizzabile, e infine per le imprese in declino che hanno una prospettiva di vita finita¹⁶⁴. In questi ultimi due casi, il DCF si rivela maggiormente efficace proprio per la capacità di misurare il valore del capitale potenziale e per il ruolo fondamentale assunto dal valore terminale.

2.4.3 Il metodo dei multipli

Il metodo dei multipli di mercato stima il valore economico di un'azienda sulla base dei prezzi negoziati in mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote di capitale di imprese comparabili, tramite il calcolo di rapporti in grado di legare il prezzo di mercato con alcune rilevanti variabili economiche aziendali.

¹⁶³ BINI M., *La logica del metodo reddituale*, in *La valutazione delle aziende*, n.4, 1997

¹⁶⁴ GUATRI L., BINI M., *op.cit.*

Nasce come strumento di supporto e confronto dei metodi tradizionali ma ha conquistato in breve tempo la medesima importanza e dignità grazie alla sua snellezza e agilità nell'utilizzo. Se il primo rimane comunque essenziale, i secondi sono a ragion veduta momento essenziale del processo di valutazione, che, senza di loro, si mostrerebbe incompleto e lacunoso, stante il fatto che il loro utilizzo è complesso e delicato, da supportare con un lavoro di ricerca e riscontri, pena la distorsione totale del valore dell'azienda.

A differenza dei metodi assoluti, questi ultimi “stimano” e non “misurano” il valore, inglobando, già per loro natura, delle distorsioni che i tecnici, con idonee cautele e approfondimenti, devono minimizzare.

La valutazione relativa ha registrato nei processi di *private equity* degli ultimi decenni una grande diffusione grazie ad alcuni fattori. I principali sono: le sempre più frequenti operazioni di fusione e acquisizione e il loro uso come riferimento per altre operazioni simili; il crescente ruolo giocato nei mercati proprio dai fondi di *private equity* che tradizionalmente adottano tale metodo; le difficoltà legate alla stima degli *intangibles* nei processi di valutazione; la presenza già diffusa di sistemi di misurazione delle performance aziendali riutilizzabili per tale metodo; l'aumento del numero delle piccole società nei mercati quotati; la consapevolezza che le ipotesi alla base dei metodi assoluti prevedono un apparato di analisi e ricerca molto complesso e portano a risultati futuri difficili e incerti da stimare.

Le fasi fondamentali dell'approccio delle società comparabili sono:

1. la costruzione del campione di società comparabili

Premettendo che due società non sono mai identiche, deve essere necessario adottare una certa approssimazione e individuare una serie di fattori per ottenere un campione il più omogeneo possibile.¹⁶⁵ I parametri da tener presente sono: l'appartenenza allo stesso settore, anche se non sempre molto indicativo; la dimensione e tutti gli aspetti in qualche modo misurabili quali per esempio i prezzi di vendita, il costo del capitale, la diversificazione spaziale e l'efficienza produttiva, i rischi finanziari e la loro influenza sulla struttura del capitale; l'equilibrio finanziario e la credibilità presso il mercato; l'omogeneità delle performance assunte a base dei multipli ed in particolare l'utile netto e il

¹⁶⁵ CARAMIELLO C., DI LAZZARO F., FIORI G., *Indici di bilancio*, II edizione, Giuffrè Editore, Milano, 2003

reddito operativo; la governance (controllo societario e struttura del gruppo); la trasparenza; lo stadio di vita dell'azienda e i modelli di business.

2. *la scelta dei moltiplicatori*

Possono essere distinti, a seconda del tipo di valore posto al numeratore, in due categorie: *equity side* o *asset side*. I primi giungono per via diretta alla quantificazione del capitale; i secondi adottano l'investimento attivo lordo, costituito dalla somma del valore di mercato dell'impresa e del debito finanziario netto. Il denominatore del multiplo, per essere compatibile con il numeratore, dovrà escludere gli interessi passivi nel caso *equity (unlevered)* o contenerli nell'altro caso (*levered*).

3. *le elaborazioni e le scelte finali*

Molto spesso non è possibile avere una perfetta confrontabilità e, per rendere il multiplo maggiormente comparabile, vengono apportate delle rettifiche¹⁶⁶. Parleremo, allora, di multipli *adjusted* o *clean*. Tali modifiche si renderanno necessarie quando si ricorrerà all'uso simultaneo di diversi valori che costringono a un lavoro di scelta e mediazione. Per giungere a una valutazione coerente, occorrerà proiettare nel breve-medio termine i comportamenti della società target, confrontarli con le grandezze usate per costruire i multipli e individuare analogie o eventuali differenze da aggiustare; alternativamente, in modo molto più grossolano, occorrerà eliminare i multipli che esprimono un risultato più dispersivo rispetto alla media per salvaguardare l'omogeneità. Un ulteriore aspetto che renderà necessari degli aggiustamenti sarà la forte variabilità delle performance e l'elevata rischiosità della società target.

4. *il calcolo del valore dell'azienda*

L'ultimo passaggio sarà frutto del prodotto tra il multiplo prescelto e le medesime variabili contabili riferite all'azienda oggetto di valutazione.

Il *Price to Earning* (P/E) costituisce il più noto dei moltiplicatori *equity side*. Esso è calcolato come rapporto tra il prezzo dell'azione in borsa e l'utile netto, rappresentando così un'ottima misura della performance delle società quotate. Assurge l'utile netto a variabile esplicativa del valore dell'azienda e immagina l'acquisto

¹⁶⁶ GUATRI L., BINI M., *I moltiplicatori nella valutazione delle aziende. Metodi & Strumenti*, Egea, Milano, 2002

dell'azione come l'acquisto del diritto a ricevere una rendita perpetua nell'ipotesi di impresa in steady state. Quindi il numeratore può essere calcolato come segue:

$$P = D/k_e$$

e

$$P/E = 1/k_e$$

L'utile da scegliere per la costruzione del moltiplicatore non può essere quello di bilancio ma sarà preferibile una misura media depurata dalle componenti straordinarie di reddito e da movimentazioni di bilancio non comuni alle società prescelte per la comparazione.

In caso di impresa in crescita, dove non si potrà applicare l'ipotesi di rendita perpetua costante, si dovrà considerare ulteriormente che una quota di utili non potrà essere redistribuita e che l'utile reinvestito produrrà un incremento della redditività pari al prodotto dello stesso utile per l'indice di redditività netta degli investimenti dell'impresa (ROE):

$$P/E = b(1 + g)/K_e - g$$

$$b = \text{payout ratio}$$

$$g = (1 - b) \cdot ROE$$

Il *Price to Book Value* si ricava rapportando il prezzo di borsa della società, oggetto di valutazione, al valore del suo patrimonio netto contabile.¹⁶⁷ La principale difficoltà riscontrata nella sua applicazione è l'omogeneità di costruzione del valore del patrimonio netto dell'azienda target e quello delle aziende prescelte per la determinazione del multiplo a causa delle diverse politiche di bilancio adottate, e in particolare per gli ammortamenti e gli accantonamenti "prudenziali", più esposte a disomogenee interpretazioni.

Come nel caso precedente, il prezzo è ipotizzato come una rendita perpetua in un'ottica di stato stazionario dell'impresa e l'utile netto coinciderà allora con il flusso di cassa completamente distribuito come dividendo senza minare la continuità dell'impresa:

¹⁶⁷ costituito dalla differenza tra l'attivo patrimoniale e il passivo patrimoniale, espressi a valori contabili

$$P = UN/K_e$$

UN = utile netto dell'azienda

dove

$$UN = ROE \times BV$$

da qui discende che:

$$P = ROE \times BV / K_e$$

e ancora che:

$$P/BV = ROE/K_e$$

La forte correlazione tra P/BV e ROE indirizza necessariamente la scelta di realtà aventi indici non troppo divergenti da quello della nostra società, pena l'innalzamento ingiustificato o l'eccessiva penalizzazione del valore dell'azienda oggetto di valutazione.

Nel multiplo EV/Sales il numeratore coincide con la somma della sua capitalizzazione di borsa e del suo indebitamento finanziario netto e si ottiene capitalizzando il reddito operativo al netto delle imposte al costo medio ponderato del capitale (WACC). Da quanto appena detto:

$$EV = Ebit \times (1 - t)/WACC$$

t = aliquota di prelievo fiscale

L'*Ebit* può essere visto come il prodotto tra il fatturato e la redditività operativa percentuale delle vendite (ROS); ne consegue che:

$$EV/Sales = Sales \times ROS \times (1 - t)/WACC$$

I moltiplicatori degli utili lordi EV/EBIT e EV/EBITDA sono costruiti per neutralizzare le politiche di bilancio, fiscali e finanziarie al fine di rendere il campione di aziende scelte il più omogeneo possibile. Entrambi questi multipli *asset side* si ricavano nell'ipotesi di stato stazionario mediante capitalizzazione del reddito operativo (*Ebit*) o del margine operativo lordo (*Ebitda*) per il costo medio ponderato del capitale dell'impresa.

Un'alternativa al metodo delle *società comparabili*, i cui multipli confrontano i prezzi attuali di borsa con i dati economico-finanziari prospettici, è quella delle *transazioni comparabili*, dove i prezzi non sono fatti dal mercato, bensì sono effetto delle operazioni di cessione fuori dal mercato di borsa di pacchetti azionari di aziende comparabili.

È spesso utilizzato per valutare società a ristretta base azionaria grazie al fatto che è di facile comprensione, anche per i non esperti, non esigendo alcun utilizzo di indici, rapporti o interpretazioni soggettive; esclude l'uso di rettifiche e aggiustamenti e non si basa su ipotesi e convenzioni che spesso interessano altri metodi.

Oltre ai problemi già rilevati nel primo approccio, in questo caso vi sono specifiche complicazioni relative al reperimento di un campione significativo, in quanto, al di fuori del mercato di borsa, risulta più complicato conoscere gli estremi delle transazioni; risulta necessario estendere le ricerche nel tempo e nello spazio ma verificando sempre la permanenza delle medesime condizioni di svolgimento delle negoziazioni nel tempo e tra un mercato e un altro dove spesso sono presenti valori medi dei moltiplicatori significativamente distanti. Inoltre, se il prezzo della transazione presa a riferimento incorpora una significativa valorizzazione, discostandosi dal valore *stand alone*, per collocarsi in un range compreso tra quest'ultimo e quello deciso dall'acquirente, o qualora il prezzo sia maggiorato dai "premi di controllo", che crescono a mano a mano che il pacchetto di maggioranza si discosta dal 100% e si avvicina al 51%, occorrerà rettificarlo e, nel secondo caso, raggiungere la dimensione della quota azionaria delle aziende usate come *comparables*.

La comparabilità così espressa in termini di similarità e struttura azionaria può avvenire solo tra aziende a ristretta base azionaria ma risulta inefficace se il confronto avviene con società quotate.¹⁶⁸ Per queste ultime, il metodo delle transazioni comparabili non si limita ad osservare i prezzi pagati per imprese simili ma, in seguito alla raccolta delle informazioni di tutte le transazioni avvenute negli ultimi anni nel settore specifico dell'impresa da valutare e la profilazione di ognuna per giungere a un campione il più possibile omogeneo, adotta alcuni multipli per esprimere il valore dell'azienda target, in una sorta di metodo misto che adotti entrambi gli approcci.

¹⁶⁸ West T.L., Jones J.D., *Handbook of Business Valuation*, Wiley, New York, 1992

A differenza di quanto detto in precedenza, nelle operazioni di *private equity* il metodo dei multipli ha piena centralità nella fase di valutazione e non è utilizzato come metodo complementare ad un'analisi più accurata effettuata con i metodi del discounted cash flow o del metodo patrimoniale, che forniscono una valutazione più dettagliata rispetto alla rapida e approssimativa valutazione fornita con il metodo dei multipli.

Può essere spesso accompagnato da una *LBO Analysis*, basata sulle aspettative che hanno gli operatori sul processo di creazione del valore e sulle sue modalità, dipendenti dai miglioramenti operativi, dall'utilizzo della leva finanziaria e dall'arbitraggio dei prezzi. L'analisi, configurabile a tutti gli effetti come un metodo di valutazione, condurrà a un valore che dipenderà dal livello massimo d'indebitamento sostenibile e dal rendimento del capitale proprio investito nell'operazione.

Nelle operazioni di venture capital, per via delle difficoltà evidenziate in merito all'applicazione del metodo del discounted cash flow, si potrebbe essere portati a pensare che una valutazione effettuata con il metodo dei multipli potrebbe essere la miglior strada percorribile. Tuttavia ne sorgono di altre a causa della difficile determinazione dei denominatori di alcuni multipli, basati sul rapporto tra i prezzi negoziati in borsa e alcune variabili contabili. La maggior parte delle imprese subisce rilevanti perdite nella fase iniziale del proprio ciclo di vita e multipli quali il *P/E* o l'*EV/EBITDA* rileverebbero valori negativi chiaramente privi di significato. Anche l'*EV/Sales* potrebbe essere di difficile applicazione in quanto il fatturato, se non nullo, in alcuni casi potrebbe essere minimo e quindi non rappresentativo delle capacità reddituali di lungo periodo dell'azienda¹⁶⁹.

Un ulteriore problema si presenta nella fase di costruzione del panel di società quotate da comparare, scelte generalmente nello stesso settore e che presentano caratteristiche di business e operative compatibili con quelle dell'azienda oggetto di valutazione. Non essendo possibile molto spesso comparare tra loro diverse *start-up* a causa dell'assenza di prezzi, dati e multipli impliciti, si decide di virare su imprese già mature, quotate, che, pur operando nello stesso settore, presentano delle caratteristiche in termini di rischio, flussi di cassa e tassi di crescita completamente differenti alle imprese oggetto di analisi. Le limitazioni esposte in merito all'utilizzo del discounted cash flow e del metodo dei multipli per la valutazione di società giovani hanno fatto sì

¹⁶⁹ DAMODARAN A., *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*, 3rd edition, John Wiley & sons, Hoboken (New Jersey), 2012

che il venture capital method divenisse nella pratica il metodo di valutazione più gettonato.

I metodi tradizionali difficilmente possono essere applicati alle neonate imprese, a causa del loro limite nel valutare le componenti qualitative e intangibili che compongono la gran parte della struttura di questo tipo di imprese.¹⁷⁰

La difficoltà di giungere a calcolare il valore economico del capitale deriva da quella di valutare le variabili chiave su cui si basano i metodi appena descritti: i ricavi, già di complicato accertamento nelle imprese più mature, sono oggetto nelle *start up* di un lungo processo di pianificazione inerente il fabbisogno da soddisfare, il *pricing* e la quota di mercato che si vuole raggiungere; i costi e il rischio sempre presente che ne sopravvengano di nuovi non previsti; e infine la quota di indebitamento che in questo tipo di imprese è sempre ben prefissata ma una situazione di crisi può imporre il ricorso a ulteriori risorse.¹⁷¹

Ai problemi di inapplicabilità dei metodi finanziari e reddituali, si aggiungono quelli che interessano il metodo dei multipli e delle società comparabili. In questo caso, le difficoltà sono causate sia dall'assenza di multipli utilizzabili per tutti i tipi di imprese, a prescindere dalla loro maturità, e sia dalla rarità di trovare imprese simili in termini di settore di attività, dimensioni e fase del ciclo di vita con cui confrontare la *start up* oggetto di valutazione.

Le tecniche fin qui analizzate non presentano quell'aspetto di flessibilità necessario in contesto qual è quello delle *start up*, che lo sono per natura: analizzando i flussi, non sono capaci di scontare le opzioni future che gli investimenti, ingenti nella prima fase, portano naturalmente a fare; a questo si aggiunge la già vista inapplicabilità in caso di flussi negativi e il difficile computo del tasso di attualizzazione nel modo tradizionale. Infine l'assenza di *track records* in queste società non permettono un'agevole stima dei parametri di rischiosità, il *Beta* in primis, e le conseguenti medie di lungo periodo, segnando l'inutilità dal punto statistico dei risultati prodotti dal metodo finanziario.

¹⁷⁰ POZZOLI S., *op.cit.*

¹⁷¹ ADVANCE (a cura di), *Start-up: dall'idea all'impresa. Business plan, metodi di valutazione, canali di finanziamento*, IPOSOA, Milano, 2001

2.5 I Metodi alternativi di valutazione

Negli ultimi tempi ai metodi tradizionali si sono affiancati i *cd. metodi alternativi*, diffusisi velocemente proprio perché capaci di mettere in luce quegli aspetti qualitativi e intangibili che la prassi fino a quel momento non riusciva a interpretare e computare al fine della valutazione d'azienda.

In questa sede tra i diversi modelli descriveremo:

- Il Venture Capital Model;
- Il First Chicago Model;
- Il metodo delle opzioni reali;
- L'Economic Value Added®;
- Berkus Method;
- Risk factor summation model;
- Scorecard.

Tali approcci adottati dagli investitori del capitale di rischio hanno in comune una visione della valutazione non orientata al presente, ai dati già registrati, bensì a una data futura, ipotizzando che l'impresa riesca a raggiungere un equilibrio economico e finanziario stabile e produrre *cash flow* positivi.¹⁷² Tale *forecast* deriverà dall'analisi di un unico scenario o molteplici ponderati per la probabilità che essi si verifichino. Successivamente il risultato sarà riportato alla data odierna attualizzandolo con l'idoneo tasso. L'elemento distintivo è quello di tenere conto nell'effettivo risultato finale di componenti qualitative derivanti dall'analisi dell'operato del management che ne aumenteranno o ridurranno il valore.

2.5.1 Il Venture Capital Method

Prima di analizzare dettagliatamente le diverse fasi del processo, occorre premettere che tale metodo, in virtù della natura e del rischio specifico di questa particolare tipologia di operazione, adotterà tassi di attualizzazione molto elevati a fronte di tassi di

¹⁷² CIOLIV., *Modelli di business e creazione di valore nella New Economy*, Franco Angeli, 2010

rendimento che oscillano tra il 25% e il 60%, tendenti a diminuire man mano che l'impresa cresce nel suo ciclo di vita.¹⁷³

I rischi insiti in ogni progetto sono generati dal settore in cui l'impresa opera e il relativo grado di innovazione, dalla capacità del manager di gestione e dalle risorse necessarie per avviare l'attività e farla sopravvivere, tenendo conto del rischio di capitale, tecnologico e di mercato.

A questi rischi, l'investitore deve sommare il *cd.* "sconto di illiquidità", l'impossibilità da parte del venture capitalist di poter cedere velocemente le quote acquisite nella società e la conseguente attesa e speranza che in futuro sia capace di uscire cedendo a terzi la propria partecipazione e ottenere un *capital gain*.¹⁷⁴ Il prezzo pagato, "scontato" da tale problema, dovrà tener conto anche dell' "effetto diluizione", generato dai successivi eventuali aumenti di capitale all'ingresso del venture capitalist.

Il *Venture Capital Valuation Method*, utilizzato su imprese target operanti in settori innovativi, con scarsi dati storici e aspettative di rendimento elevate, ricorda molto il metodo finanziario nella stima del *cash flow* futuro coincidente con il momento in cui l'investitore deciderà di cedere la propria partecipazione, incassando il rendimento realizzato. A questo punto, si adotta il metodo dei multipli per determinare il valore futuro dell'azienda, quando l'impresa avrà iniziato a generare risultati positivi, e lo si sconta per un tasso che si aggira tra il 25% e il 60%.

Il valore così ottenuto sarà un indicatore per gli investitori nella fase strategica per scegliere la misura delle risorse da investire nel progetto.

In particolare il metodo si articola in quattro fasi:

- *Stima del valore dell'azienda* a una data futura, che si fa coincidere con quella di *exit*. Si calcola attraverso la previsione dei flussi di cassa generati in quel momento e con l'utilizzo di un multiplo di mercato definito *Terminal Value*;
- *Attualizzazione del VF* a un tasso di sconto che indichi il rendimento che l'investitore vuole ottenere, in base al rischio e alle risorse investite:

$$\text{Valore finale scontato} = \frac{\text{valore finale}}{(1 + IRR)^n}$$

n = anni che intercorrono tra l'investimento e l'uscita

¹⁷³ CASELLI S., GATTI S., *Venture capital: a euro-system approach*, Springer Science & Business Media, 2004

¹⁷⁴ DAMODARAN A., *Valutazione delle aziende*, Maggioli Editore, 2010

Il risultato sarà il valore complessivo dell'impresa al momento dell'ingresso dell'investitore;

- *Calcolo della partecipazione nel capitale*, usando il valore finale:

$$\text{Quota finale} = \text{Investimento programmato} / \text{VF scontato}$$

- *Stima dell'effetto diluizione* delle future capitalizzazioni e sua compensazione mediante il rapporto di ritenzione, che certifica di quanto diminuisce la partecipazione dell'investitore a seguito di tali operazioni. La quota richiesta per il VC, che tenga conto del suo tasso di rendimento obiettivo è:

$$\text{Quota corrente richiesta} = \text{Quota finale richiesta} / \text{Tasso di ritenzione}$$

e

$$\text{Quota \% richiesta} = \frac{\text{Investimento programmato}}{\text{Valore finale scontato}} \times \frac{1}{\text{Tasso di ritenzione}}$$

Il punto debole principale di tale metodo è l'uso di tassi di sconto molto alti. Gli investitori giustificano tale scelta con la scarsa liquidità, l'apporto non solo di risorse finanziarie ma di una serie di altre competenze tecniche all'impresa e il rischio sempre presente e particolarmente elevato che l'impresa possa fallire. È proprio quest'ultimo rischio a pesare maggiormente in quanto la probabilità di fallimento in questa fase è superiore a qualsiasi altro momento e a qualsiasi altra operazione. Dalla probabilità di fallimento e conseguente perdita delle risorse investite così sostanziose, discende l'impossibilità di determinare un tasso davvero appropriato alla situazione e gli esperti tendono a deviare su altre tipologie.

2.5.2 First Chicago Method

Questo metodo, sviluppato dalla *Chicago Corporation*, è un'evoluzione del precedente. Si differenzia dal *VC Method* proprio per l'uso di tassi molto più bassi e un valore atteso dell'investimento al posto del valore finale, dato dalla media del valore

terminale in tre scenari diversi: *ottimistico*, prevedendo un volume di vendite sostenute; *realistico*, più contenuto; *pessimistico*, che coincide con il fallimento del progetto.

Il valore finale, considerando anche un'ipotesi negativa, apparirà sensibilmente negativo rispetto al risultato precedente. In questa prospettiva prudentiale, la *quota capitale (Q)* che il VC richiederà sarà pari a:

$$Q = \frac{\text{Valore dell'investimento} - \text{Valore futuro del cash flow estraneo all'IPO}}{\text{Valore atteso futuro}}$$

In questo metodo vengono previsti flussi di cassa positivi tra il momento iniziale dell'investimento e quello della cessione. Inoltre, attraverso l'uso dei tre scenari si producono tre valori, sintetizzati nel valore finale mediante il valore atteso. Tutto ciò contribuisce a restituire una valutazione più realistica della società.

2.5.3 Il metodo delle Opzioni Reali

Questo metodo nasce con l'intento di voler sottolineare le capacità manageriali di flessibilità e discrezionalità nell'intraprendere scelte strategiche.¹⁷⁵

Gli analisti hanno ritenuto che il valore di un'impresa non può dipendere dalle sole componenti patrimoniali e dai flussi di cassa attesi ma anche dalle capacità del manager di saper prendere decisioni adeguate in materia di sviluppo e cambio di business.

Le scelte offerte al manager sono assimilabili a delle opzioni reali del tipo *call* o *put* e il valore dell'impresa altro non è che il diritto a incassare i futuri flussi di cassa, quindi un portafoglio di *call* di acquisto¹⁷⁶. Le opzioni reali, a differenza di quelle finanziarie, presentano un ampio ventaglio di scelte strategiche a disposizione del manager quali per esempio quelle di *crescita* mirate allo sviluppo dimensionale del business, di *flessibilità* volte ad incrementare le capacità dell'impresa di rispondere ai cambiamenti del mercato e di *differimento* per rinviare un progetto quando ci sono aspettative future di rendimenti

¹⁷⁵ TRIGEORGIS L., *op.cit.*

¹⁷⁶ TONG T.W., JEFFREY J. R., *Real options in strategic management: Real options theory*, Emerald Group Publishing Limited, 2007

migliori o di abbandono nel caso in cui il valore di liquidazione di un progetto risulti superiore a quello dei flussi di cassa atteso.

Il valore complessivo, così pensato, è la somma dei flussi di cassa che la strategia corrente genera e del valore futuro derivante dalle scelte attuate dal manager.

Il rischio potenziale di questo metodo è di incorrere nell'errore di duplicazione di aver già considerato in qualche modo i vantaggi derivanti dalle opzioni direttamente nei flussi futuri producendo così *ipervalutazioni*.¹⁷⁷

2.5.4 Il Metodo EVA (Economic Value Added)

L'EVA indica il valore che un singolo progetto è potenzialmente in grado di creare, misurandolo come differenza tra il rendimento del capitale investito ed il costo delle fonti di finanziamento utilizzate, opportunamente rettificato.

Questa metodologia supera il problema di inapplicabilità alle *start up* perché non tiene conto dei flussi di cassa negativi ma si focalizza sul corretto rendimento del capitale investito che dovrà poi essere paragonato al suo costo.

In generale si calcola come segue:

$$EVA = (ROC - WACC) \times CI$$

ROC = rendimento del capitale investito rettificato

WACC = costo medio ponderato del capitale

CI = capitale investito rettificato

Sostituendo al ROC l'indice *NOPAT/CI* si ottiene la formulazione finale:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times CI)$$

NOPAT = Net Operating Profit After Taxes

Al *true EVA* si giungerà in seguito ad alcuni *adjustments* riguardo l'avviamento e gli altri intangible assets, fondi rischi assimilabili a riserva, componenti straordinarie e imposte differite e anticipate. Il metodo, quindi, giunge alla determinazione del valore sommando il Capitale netto investito, il *Market value added*, ossia il valore attuale della

¹⁷⁷ DAMODARAN A., *Real Options: Fact and Fantasy*, 2013

sommatoria dei flussi Eva attualizzati, e un Terminal value definito sulla scorta di un flusso medio Eva capitalizzato per n anni al netto dei debiti finanziari.

L'obiettivo di questo procedimento è verificare se le risorse investite sono adeguatamente remunerate dai flussi di cassa generati e se lo saranno anche in futuro. Tuttavia, per la stessa ragione, il metodo è particolarmente sensibile a stime errate come nel caso delle *start up* dove, abituato a cogliere il collegamento diretto e immediato tra investimento e crescita operativa, non tiene in considerazione che molte di queste risorse mostreranno i propri effetti in futuro.

La singolarità che lo contraddistingue, invece, dai metodi fino ad ora analizzati è la particolare attenzione che pone all'efficienza del *core business* in quanto si concentra sui risultati dell'attività caratteristica al lordo degli oneri finanziari, ossia indipendentemente dalle scelte di struttura finanziaria effettuate.

2.5.5 Berkus Method

Il metodo prende il nome dal suo ideatore che nelle fasi *early stage* di un'impresa non valuta solo le performance economiche e finanziarie ma anche altri parametri qualitativi tra cui il team, la scalabilità dell'idea e la sua replicabilità. In particolare, tale approccio attribuisce un valore che va da 0 a 500.000€ a ognuna delle seguenti voci:

- Qualità manageriali del team (rischio di esecuzione);
- Proposta di valore (rischio prodotto);
- Prototipo funzionante (rischio tecnologico);
- Relazioni strategiche (rischio mercato e rischio competitivo);
- Prodotto già lanciato e/o venduto (rischio finanziario o di produzione).

Dopo tale analisi, l'imprenditore riceverà una valutazione *pre-money* in base ai rischi che avrà assunto e potrà procedere a calcolare la percentuale di capitale da cedere ai finanziatori:

$$\% \text{ Equity} = \frac{\text{Investimento richiesto}}{\text{Valutazione pre money}}$$

2.5.6 Risk factor summation model

Il metodo si ricollega a quello precedente ma, oltre ad avere un approccio più quantitativo, prende in considerazione ulteriori rischi e la struttura di *governance*.

Parte con una valutazione media del settore di appartenenza dell'impresa e su di questa costruisce un valore che tiene conto di:

- Rischio di gestione;
- Fase del business;
- Rischio politico e burocratico;
- Rischio di produzione (o rischio di supply chain);
- Rischio di vendita e marketing;
- Rischio di finanziamento/aumento di capitale;
- Rischio di concorrenza;
- Rischio tecnologico;
- Rischio di contenzioso;
- Rischio internazionale;
- Rischio reputazionale;
- Rischio di exit.

Ad ogni rischio, il valutatore assegnerà un *rating*, a cui corrisponde un corrispettivo da sommare alla valutazione *pre-money*:

| Rating | Risk Rationale | € Adjustment to Pre-Money Valuation |
|---------------|-------------------------------|--|
| +2 | Extremely positive mitigation | Add 500.00€ |
| +1 | Positive mitigation | Add 250.000€ |
| 0 | Neutral | Add/Minus nothing |
| -1 | negative mitigation | Minus 250.000€ |
| -2 | extremely negative mitigation | Minus 500.000€ |

Fonte: www.magazine.startus.cc

2.5.7 Metodo della Scorecard

Questo metodo modella la valutazione dell'azienda target su quella di altre già finanziate per giungere a una valutazione *pre-money* il possibile aderente alla realtà. Requisito necessario per evitare sopra o sotto valutazioni è il medesimo stadio di sviluppo delle imprese che si vogliono confrontare.

Le variabili su cui si basa la misurazione sono:

| | |
|---------------------------------------|-------|
| Strenght of the management team | 0-30% |
| Size of opportunity | 0-25% |
| Product/Technology | 0-15% |
| Competitive environment | 0-10% |
| Marketing/Sales Channels/Partnerships | 0-10% |
| Need for additional investment | 0-5% |
| Other | 0-5% |

Così articolato, il metodo aiuta ad interpretare il valore *pre-money* della società e di tutte le valutazioni soggettive che l'investitore ha compiuto.

Concludendo questa dissertazione sui vari modelli di valutazione, anche quelli alternativi, come visto, presentano dei limiti in misura al peso soggettivo del valutatore nello stabilire il valore *pre-money*, nella difficoltà di reperire dati e proiezioni future delle variabili chiave. Il risultato, identico ai metodi tradizionali, è una valutazione scorretta, tanto più se a questo si lega una scelta sbagliata del gruppo di *comparables*.

Dall'altro lato queste valutazioni hanno il pregio di eliminare il processo di proiezione dei flussi economici e finanziari, così difficili da prevedere e soggetti a numerose variabili.

Rimane il problema della soggettività e della confrontabilità con altre imprese su attività svolte, differente profilo di rischio legato alla leva finanziaria e operativa e, soprattutto, su diverso stadio di sviluppo dell'impresa, che riducono di molto l'efficacia dei metodi basati sulle *comparabili*.

Tutte queste considerazioni portano a comprendere che un metodo unico, efficace, adattabile a tutti i tipi di imprese non esiste, che sarà sempre necessario dotarsi di più strumenti possibili per giungere al vero valore e che questi non possono prescindere da

una valutazione, seppur soggettiva, sul modello di business che si sta valutando, il suo management e il correlato sentiero di crescita.

CAPITOLO III

3.1 Le performance delle Venture backed Company: analisi della letteratura

La letteratura scientifica ha ormai dimostrato come la presenza di fondi di Private Equity e Venture Capital nella compagine azionaria di una società non solo la supporta dal punto di vista finanziario, in tutte quelle situazioni dove non è possibile ricorrere ai normali canali del credito, ma ne migliora anche la performance e ne favorisce lo sviluppo.

Gompers e Lerner¹⁷⁸ prima e Balboa *et al*¹⁷⁹ dopo hanno dimostrato gli effetti benefici sulle vendite e sull'occupazione dei fondi tanto nel mercato statunitense, quanto in quello spagnolo. Entrambi gli studi giungono alla conclusione che tali risultati non possono essere il frutto solo di supporto finanziario ma è palese, attraverso l'acquisizione di una partecipazione di maggioranza o minoranza, dei benefici in termini manageriali e di competenze specifiche che l'impresa riceve. A riguardo, Hellman e Puri¹⁸⁰ hanno osservato un campione di centosettanta imprese ad alto valore tecnologico operanti nella Silicon Valley, divise tra chi aveva ricevuto capitali e chi no, e ne hanno confrontato l'organizzazione interna in termini di processi di assunzione del personale, piani di stock option e frequenza di cambiamenti nel top management attraverso l'uso di questionari, interviste e databases. Hanno compreso il peso dell'investitore all'interno della struttura, non limitato a ruolo di supervisore e interessato alle sole performance ma capace anche di attirare manager esterni di maggiore professionalità, soprattutto nelle start-up ma meno nelle imprese più mature.

Lo studio americano di Arthurs e Busenitz¹⁸¹ sulle IPO tra il 1990 e il 1994 non solo fornisce evidenza del trasferimento del valore aggiunto oltre a quello di capitali ma anche del potere dei VC di essere catalizzatori di risorse e competenze uniche nell'area dello sviluppo di prodotto e organizzazione manageriale.

¹⁷⁸ GOMPERS P., LERNER J., *The venture capital cycle*, MIT Press, Cambridge, 2004

¹⁷⁹ BALBOA M., MARTÌ J., ZIELING N., *Does venture capital really improve portfolio companies growth? Evidence from growth companies in continental Europe: Working paper*, European Financial Management Association Conference 2006

¹⁸⁰ HELLMANN T.F., PURI M., *Venture capital and the professionalization of start-up firms: empirical evidence*, *The Journal of Finance* 1, 2002

¹⁸¹ ARTHURS J.D., BUSENITZ L.W., *Dynamic capabilities and venture performance: The effects of venture capitalists*, *Journal of Business Venturing* 21, 2006

A livello italiano, un'indagine dell'AIFI del 2006¹⁸² ha dimostrato una positiva ricaduta occupazionale e in termini di crescita economica nelle operazioni di *buy out* effettuate da operatori di private equity e venture capital. Inoltre, lo stesso campione di imprese intervistate ha segnalato per le imprese in fase *seed* e *start up* maggiori possibilità di espandere il proprio network e miglioramenti strategici grazie alla collaborazione dei fondi; un uso più efficiente delle proprie risorse e l'aumento della credibilità per le imprese più mature.

Numerosi studi hanno analizzato le performance di breve e lungo periodo successive alla quotazione. L'elevato rendimento iniziale di molti titoli neo quotati ha prodotto un'ampia letteratura, definendo il fenomeno *underpricing*.

L'*underpricing*, in italiano "sconto all'emissione", è definita come la differenza positiva tra il prezzo ufficiale di borsa del titolo nel primo giorno di contrattazione e il prezzo di collocamento, denotando quindi il chiaro segnale che i titoli verrebbero offerti a un prezzo inferiore rispetto all'effettivo valore.

Dal comportamento anomalo degli IPO sono scaturiti numerosi studi, molti dei quali contrastanti che hanno fatto parlare addirittura di "puzzle dell'*underpricing* degli IPO". La prima misurazione, condotta da Ibbotson¹⁸³ nel 1975, esaminando i titoli di nuova emissione dal 1960 al 1969, ha mostrato una performance media dell'11,4% e ulteriori analisi di Ritter¹⁸⁴ su dati dal 1962 al 1985 una maggiore del 18,8%. Le ipotesi più accreditate dal mondo accademico ricadono sull'esistenza di asimmetrie informative fra i soggetti (impresa, banca, investitori esterni) coinvolti nel collocamento e giungono fino a mettere in discussione la tradizionale ipotesi di efficienza dei mercati di Fama¹⁸⁵.

Alla base delle ricerche condotte da Ibbotson, vi è un'idea di *underpricing* come costo di negoziazione generato dal conflitto fra interessi contrastanti delle parti e da fenomeni di *moral hazard*, evidenziando una volontà delle società di collocare una piccola porzione delle azioni in fase di IPO per poi tornare successivamente sul mercato con un'emissione più massiccia e a prezzi più favorevoli.

¹⁸² AIFI, *The economic Impact of Private Equity and Venture Capital in Italy*, 2006

¹⁸³ IBBOTSON R.G., *Price performance of Common Stock new issues*, Journal of Financial Economics 2, 1975

¹⁸⁴ RITTER J.R., *The "hot issue" market of 1980*, Journal of Business (2), 1984

¹⁸⁵ FAMA E.F., *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, Journal of Finance 25, 1970

A tal proposito, interessante è la teoria di Allen e Faulhaber¹⁸⁶ e di Welch¹⁸⁷ che indicano nel fenomeno il mezzo adottato dall'imprenditore per segnalare al mercato la qualità del proprio progetto di investimento: le imprese apparendo quindi "good" recuperano immediatamente i costi dell'*underpricing*.

L'ipotesi dell'asimmetria informativa è invece affrontata da Rock¹⁸⁸, il quale divide gli investitori in due categorie: quelli informati su qualità e prospettive dell'impresa che colloca i titoli, disposti ad acquistare se hanno aspettative rialziste sul prezzo, e i non informati, che sottoscrivono qualsiasi titolo non riuscendo a trovare differenze tra gli emittenti. Al momento dell'adesione all'offerta, i meno informati si troveranno a partecipare, a loro insaputa, in emissioni "cattive", dove invece saranno assenti quelli più informati; dall'altro lato non coglieranno, invece, le opportunità delle emissioni *underpriced*. A questo punto, gli investitori non informati faranno pressione sugli emittenti per incentivare l'adesione attraverso prezzi di collocamento più bassi dell'effettivo valore.

I modelli di Baron e Holmstrom¹⁸⁹ del 1980 e di Baron¹⁹⁰ del 1982 si concentrano invece sull'asimmetria informativa tra emittenti e *investment bankers*, i primi intenzionati a massimizzare i propri ricavi, fissando un prezzo il più elevato possibile; i secondi a tenere un prezzo basso per ridurre costi e impegno nella fase di marketing e distribuzione. L'*underwriter*, grazie proprio alla sua attività, acquisisce immediatamente maggiori informazioni rispetto all'emittente che avrà comunque convenienza a delegare la fissazione del prezzo al primo, nonostante sia più basso, in cambio di una procedura di collocamento più veloce e immediata. La soluzione a tale comportamento dell'intermediario potrebbe ritrovarsi nel mercato fortemente concorrenziale dell'*investment banking*, scegliendo un altro operatore in caso di eccesso di *underpricing*; o in una struttura di remunerazione proporzionale ai proventi che sproni l'*underwriter* a profondere il massimo sforzo.

¹⁸⁶ ALLEN F., FAULHABER G.R., *Signaling by underpricing in the Ipo market*, Journal of Financial Economics 23, 1989

¹⁸⁷ WELCH I., *Seasoned Offerings Imitation Cost and the Underpricing of Initial Public Offerings*, Journal of Finance, 1989

¹⁸⁸ ROCK K., *Why new issues are underpriced*, Journal of Financial Economics 15, 1986

¹⁸⁹ BARON D.P., HOLMSTROM B., *The Investment banking contract for new issues under asymmetric information delegation and the incentive problem*, Journal of Finance 35, 1980

¹⁹⁰ BARON D.P., *A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues*, Journal of Finance 37, 1982

Un filone della letteratura ha sottolineato l'influenza dei fondi di Venture Capital nel fenomeno dell'*underpricing*, riducendo l'incertezza legata all'IPO.

Barry *et al*¹⁹¹ nel 1990, seguendo alcune imprese *venture-backed* dal 1978 al 1987, prima e dopo l'IPO con relativa durata della partecipazione e tipo di assetto organizzativo, ha dimostrato che la riduzione dell'*underpricing* è direttamente proporzionale al numero di fondi all'interno del *board* aziendale, spiegando la fiducia che ha il mercato nel compito di monitoraggio del VC.

Lo stesso fenomeno è descritto nel lavoro di Megginson e Weiss¹⁹² che parlano più di *venture certification* che di monitoraggio nella riduzione dell'*underpricing*. Osservando il mercato americano, la riduzione dello sconto all'emissione deriverebbe dal ruolo del VC di certificare che il prezzo sia esattamente quello, come esattamente fa un *underwriter* di prestigio. Alla base si presenta nuovamente il problema dell'asimmetria informativa e dell'incapacità degli investitori di analizzare le informazioni forniteli, situazione a questo punto superabile se nella compagine azionaria sono presenti *venture capitalists* con importanti quote di capitale.

Nel mercato italiano, Fabrizio¹⁹³ prima e Angelini¹⁹⁴ dopo, analizzando IPO di due intervalli temporali diversi, confermano i risultati di Megginson e Weiss sul ruolo di certificatori dei *Venture Capitalist*, con la sola eccezione (riscontrata anche da altri studi) dell'intervallo 1997-2001, durante la bolla speculativa dell'"Internet Bubble", quando sembrano approfittare del sentiment degli investitori e il ruolo di certificatore viene meno.

Oltre al fenomeno dell'*underpricing*, altri studi hanno analizzato le performance di lungo periodo di IPO successive alla loro quotazione.

Il lavoro di Ritter¹⁹⁵ documenta l'influenza del tempo e del settore di appartenenza di un campione di 1526 IPO. Una strategia che prevede di investire un dollaro in IPO alla fine del primo giorno di contrattazione, per poi essere venduti dopo tre anni, ha reso

¹⁹¹ BARRY C.B., MUSCARELLA C.J., PEAVY J. III, VETSUYPENS M.R., *The role of venture capital in the creation of public companies*, Journal of Financial Economics 2, 1990

¹⁹² MEGGINSON W. L., WEISS K., *Venture capitalist certification in initial public offerings*, The Journal of Finance 3, 1991

¹⁹³ FABRIZIO S., *L'underpricing degli IPO italiani: il ruolo degli "underwriters", dei prospetti informativi e degli analisti*, Banca Impresa e Società 3, 1999

¹⁹⁴ ANGELINI E., *L'underpricing e il ruolo del venture capitalist negli IPO italiani*, Bancaria 3, 2006

¹⁹⁵ RITTER J.R., *The long run performance of initial public offering*, The Journal of Finance 1, 1991

l'83% di un gruppo di società quotate sul NYSE. L'autore si interroga se i motivi di questa performance sotto la media sono da ricercare in semplice sfortuna o sono dovuti a una costante tendenza del mercato di ultrastimare le opportunità di crescita di questi IPO. Tale analisi può essere utile per individuare un determinato *pattern* su cui costruire una strategia di investimento, misurare il grado di efficienza dei mercati e l'influenza delle scelte collettive degli investitori sull'andamento dei singoli titoli. Inoltre, la ricerca lascia aperti possibili scenari sulla capacità dell'investitore di scegliere delle "finestre di investimento", comprovate dagli alti volumi e minori performance nel lungo periodo.

Così come già visto nell'*underpricing*, anche nel lungo periodo sono nati dei confronti tra IPO *venture backed* e *non venture backed*.

Brav e Gompers¹⁹⁶, analizzando un arco temporale di cinque anni, intercettano immediatamente una performance migliore per le *venture backed*. A un'analisi approfondita con il metodo del *Buy&Hold*¹⁹⁷, capitalizzando i rendimenti giornalieri del primo mese e poi quelli mensili per i primi cinquantanove, si nota che la differenza tra i diversi rendimenti si rileva solo nel caso *equally weighted*, in cui tutte le aziende del campione assumono lo stesso peso, per assottigliarsi molto nel caso *value weighted*, dove il peso di ogni azienda è capitalizzata per la propria capitalizzazione.

A registrare le performance peggiori sono le società di piccole dimensioni (capitalizzazione inferiore a 50 milioni). Le cause sono da rinvenire nella recessione del 1980 che sembra aver colpito maggiormente questo tipo di società, nella maggiore sensibilità al sentiment degli investitori privati che possiedono meno informazioni ed esperienza rispetto a quelli istituzionale e infine nell'assenza di *underwriters* prestigiosi.

La migliore performance delle *venture backed* allora sarà dovuta all'investitore che, grazie all'esperienza accumulata, sceglierà in modo preciso il *timing* per far quotare la società, conscio anche del fatto che un eventuale fallimento lederà la sua immagine e la buona riuscita di operazioni future. Ciò spinge il VC a scegliere correttamente le imprese da sostenere e ad attribuire il giusto valore.¹⁹⁸

¹⁹⁶ BRAV A., GOMPERS P., *Myth or Reality? The long-run underperformance of initial public offerings: evidence from venture and nonventure capital-backed companies*, The Journal of Finance 5, 1997

¹⁹⁷ strategia di investimento a lungo termine, che per definizione implica una bassa rotazione dei titoli in portafoglio. E' la strategia contrapposta al Day-Trading che consiste invece nell'acquisto e vendita di un titolo una o più volte nell'arco della stessa giornata.

¹⁹⁸ GOMPERS P., *Grandstanding in the venture capital industry*, Journal of Financial Economics 1, 1996

Cenni *et al.*¹⁹⁹ analizzano le performance dei due gruppi sul lungo periodo nel mercato italiano attraverso la metodologia del B&H e del *Cumulative Abnormal Return*²⁰⁰ (CAR) registrando risultati molto simili a quelli statunitensi, anche se è opportuno segnalare che il campione è molto più esiguo a causa dei pochi IPO presenti nel nostro mercato.

Altri studi sul mercato europeo, migliorati introducendo nuove misure di performance oltre la già usata B&H come quella operativa data dal rapporto tra reddito operativo e totale attivo e tra cash flow operativo e attivo, non rilevano differenze statisticamente significative e pongono come definitiva conclusione l'inapplicabilità degli studi americani ad altri mercati, dovuti alla presenza di fondi di Venture Capital molto più giovani, di piccole dimensioni e con ancora troppa poca esperienza.

In tale contesto, allora, il successo dei *venture backed* è da attribuirsi necessariamente alla presenza di un *underwriter* prestigioso. Corigliano²⁰¹ e Carter *et al.*²⁰² sono concordi nell'attribuire a un terzo, diverso dal socio fondatore o dall'investitore istituzionale, il successo dell'IPO. La decisione da parte di un intermediario esperto di entrare nell'operazione e seguire il collocamento è il segnale di fiducia al mercato della buona qualità dell'operazione.

Concludendo, gran parte degli studi sulle performance sono stati condotti sul mercato statunitense, tutti concordi nel sostenere un risultato nettamente positivo per le imprese finanziate dal *private equity*. L'analisi dei dati post-IPO ha evidenziato, poi, un minor *underpricing* per questi e risultati migliori sul lungo periodo.

I risultati sono meno chiari nel mercato europeo, dove il fenomeno del *private equity* è relativamente più giovane.

¹⁹⁹ CENNI S., FABRIZIO S., TORLUCCIO G., *Il ruolo dei venture capitalist nella formazione del prezzo degli IPO*, in CORIGLIANO R., *Il venture capital. Finanziamento dell'innovazione, capitale di rischio e nuovi mercati finanziari*, Bancaria Editrice, Roma, 2001

²⁰⁰ la somma delle differenze tra il rendimento atteso e quello effettivamente realizzato da un titolo

²⁰¹ CORIGLIANO R., *Il venture capital. Finanziamento dell'innovazione, capitale di rischio e nuovi mercati finanziari*, Bancaria Editrice, Roma, 2001

²⁰² CARTER R., DARK F., SINGH A.K., *Underwriter reputation, initial returns, and the long run performance of IPO stocks*, *The Journal of Finance* 1, 1998

3.2 Obiettivi e limiti della ricerca

Da quanto fin qui detto l'attività di *private equity* si dimostra un autentico motore di sviluppo per le imprese finanziate e per l'intero mercato che beneficia di questo movimento di capitali.

L'ingente produzione letteraria degli ultimi anni è la prova dell'attenzione della comunità scientifica al fenomeno che si è focalizzata, tuttavia, sul mercato americano, dove il mercato del *private equity* ha una ben più lunga tradizione rispetto a quello europeo e italiano. Il presente lavoro di ricerca, concentrandosi sul solo mercato italiano, possiede quindi già in partenza dei limiti legati al campione ristretto dei soli IPO *Venture Backed* del quinquennio 2013-2017.

In questa ottica, l'obiettivo è quello di analizzare le performance nel breve e nel lungo periodo di tali società rispetto a quelle simili, operanti nello stesso arco temporale e anche esse matricole nel mercato azionario e dimostrare eventuali risultati migliori sotto il punto di vista finanziario e operativo.

In particolare le *performance* operative delle imprese partecipate da operatori di *private equity* saranno valutate in relazione agli indicatori di redditività del ROE e del ROIC. La scelta di valutare l'impresa a 360° risiede nel fatto che la presenza dell'investitore, come abbiamo già visto, ha conseguenze positive sull'intera struttura aziendale. I benefici ricadrebbero non solo sul capitale ma anche sulle scelte strategiche e finanziarie, sul *management* e sulle relazioni con nuovi clienti/fornitori. Se questo è vero, la ricerca dovrebbe dimostrare delle performance migliori. L'analisi per indici, tuttavia, non nasconde dei limiti in relazione ai dati su cui si basano, dedotti dal bilancio, spesso risultato di valutazioni soggettive del redattore che vanno a inficiare sulla qualità dei risultati prodotti.

In pratica, si analizzeranno lo "stato di salute" e le performance di mercato di due campioni, le IPO *venture backed* e quelle non *venture backed* e se ne confronteranno i risultati nel tempo e nello spazio. Analizzando prima gli indici e dopo la quotazione, potremo verificare l'influenza positiva dell'investitore istituzionale e il confronto con il secondo gruppo ci restituirà una valutazione non solo temporale ma anche spaziale delle performance.

3.3 Il campione

Il campione è stato creato analizzando tutte le IPO avvenute nel mercato italiano dal 2013 al 2017 e selezionando le imprese che avessero un fondo di *private equity* nell'assetto proprietario. Il gruppo di cui fanno parte 80 IPO è stato suddiviso in due *pool* secondo il criterio della presenza o meno del fondo: in particolare è stato analizzato il documento di presentazione alla quotazione di ciascuna impresa e ne è stata analizzata la composizione dell'azionariato individuando una partecipazione consistente di un fondo specializzato in questa attività.

Le fonti utilizzate sono state il *database* di Borsa Italiana, dove sono presenti, ordinate per anni, tutte le IPO sia sul mercato MTA che AIM, i relativi prezzi di collocamento e i documenti di ammissione alla quotazione e Bloomberg, utilizzato per reperire gli indici di redditività e le serie storiche dei prezzi.

La tabella seguente presenta le società facenti parte del campione, l'anno della quotazione e, nel caso di *venture backed*, il nome dell'operatore.

Tabella 1 - Il campione analizzato

| Nome società | Mercato | Data quotazione | Operatore di Private Equity |
|--------------------|------------|-----------------|-----------------------------|
| Mc-Link | Aim Italia | 22/02/2013 | |
| Enertronica | Aim Italia | 15/03/2013 | |
| Mondo Tv France | Aim Italia | 25/03/2013 | |
| Microspore | Aim Italia | 24/04/2013 | |
| Italia Independent | Aim Italia | 28/06/2013 | |
| Digital Magics | Aim Italia | 31/07/2013 | |
| Trawell Co | Aim Italia | 12/09/2013 | |
| Te Wind | Aim Italia | 11/10/2013 | Iris Fund Sicav |
| Ki Group | Aim Italia | 18/11/2013 | |
| Moncler | MTA | 16/12/2013 | Carly Europe Partners |
| Leone Film Group | Aim Italia | 18/12/2013 | |
| Net Insurance | Aim Italia | 19/12/2013 | |
| Innovatec | Aim Italia | 20/12/2013 | |
| Wm Capital | Aim Italia | 23/12/2013 | |
| Zephyro | Aim Italia | 27/12/2013 | Idea SGR |

| | | | |
|----------------------|------------|------------|--|
| Gruppo Green Power | Aim Italia | 22/01/2014 | |
| Expert System | Aim Italia | 18/02/2014 | Atlante Ventures Mezzogiorno |
| Gala | Aim Italia | 10/03/2014 | |
| Triboo | MTA | 11/03/2014 | |
| Anima Holding | MTA | 16/04/2014 | Clessidra SGR, Banca MPS, BPM, Creval |
| Agronomia | Aim Italia | 06/05/2014 | NYQ Ventures |
| Ecosuntek | Aim Italia | 08/05/2014 | |
| Plt Energia | Aim Italia | 04/06/2014 | |
| Notorius Pictures | Aim Italia | 23/06/2014 | |
| Cerved | MTA | 24/06/2014 | CVC Capital Partners |
| Fincantieri | MTA | 03/07/2014 | |
| Mp7 Italia | Aim Italia | 07/07/2014 | |
| Iniziative Bresciane | Aim Italia | 15/07/2014 | Istituto Atesino di Sviluppo |
| Lucisano Media Group | Aim Italia | 16/07/2014 | |
| Casta Diva Group | Aim Italia | 22/07/2014 | |
| Mailup | Aim Italia | 29/07/2014 | |
| Tech-Value | Aim Italia | 05/08/2014 | |
| Go Internet | Aim Italia | 06/08/2014 | |
| Bio On | Aim Italia | 24/10/2014 | |
| Rai Way | MTA | 19/11/2014 | |
| Costamp Group | Aim Italia | 05/12/2014 | |
| Axelero | Aim Italia | 11/12/2014 | |
| Energica Motor Group | Aim Italia | 29/01/2015 | |
| Eprice | MTA | 16/02/2015 | Sator Fund, VisValue Partecipazioni |
| Ovs | MTA | 02/03/2015 | |
| Mobyt | Aim Italia | 05/03/2015 | |
| Digitouch | Aim Italia | 16/03/2015 | |
| Caleido Group | Aim Italia | 24/03/2015 | |
| Clabo | Aim Italia | 31/03/2015 | |
| Elettra Investimenti | Aim Italia | 21/04/2015 | |

| | | | |
|--------------------------------|------------|------------|-----------------------------------|
| Cover 50 | Aim Italia | 13/05/2015 | |
| Biodue | Aim Italia | 20/05/2015 | |
| Inwit | MTA | 22/06/2015 | |
| Bomi Italia | Aim Italia | 26/06/2015 | |
| Masi Agricola | Aim Italia | 30/06/2015 | Alcedo Sgr |
| Banca Sistema | MTA | 02/07/2015 | RBS Special Opportunities Fund |
| Piteco | MTA | 31/07/2015 | |
| Poste Italiane | MTA | 27/10/2015 | |
| H-Farm | Aim Italia | 13/11/2015 | Club Italia |
| Gambero Rosso | Aim Italia | 23/11/2015 | |
| Blue Financial Comunication | Aim Italia | 11/12/2015 | Fenice |
| Siti - B&T | Aim Italia | 31/03/2016 | |
| Abitare In | Aim Italia | 08/04/2016 | |
| Smre | Aim Italia | 20/04/2016 | Idea SGR |
| Technogym | MTA | 03/05/2016 | |
| Coima Res | MTA | 13/05/2016 | |
| Enav | MTA | 26/07/2016 | |
| Dominion Hosting Holding | Aim Italia | 27/07/2016 | |
| Vetrya | Aim Italia | 29/07/2016 | |
| Fope | Aim Italia | 30/11/2016 | |
| Health Italia | Aim Italia | 09/02/2017 | Novium |
| Telesia | Aim Italia | 20/02/2017 | |
| Tps | Aim Italia | 28/03/2017 | |
| Indel B | MTA | 19/05/2017 | |
| Finlogic | Aim Italia | 09/06/2017 | |
| Digital 350 | Aim Italia | 13/06/2017 | |
| Culti Milano | Aim Italia | 17/07/2017 | |
| Sicit Group | Aim Italia | 21/07/2017 | |
| Alfio Bardella | Aim Italia | 28/07/2017 | |
| Pirelli & C | MTA | 14/09/2017 | |

| | | | |
|--------------|------------|------------|----------------------|
| Neodecortech | Aim Italia | 26/09/2017 | |
| Alkemy | Aim Italia | 05/12/2017 | |
| DbA Group | Aim Italia | 14/12/2017 | Fondo Italiano |
| Gel | Aim Italia | 20/12/2017 | |
| Illa | Aim Italia | 22/12/2017 | Ortigia Investimenti |

Al solo fine descrittivo, essendo la consistenza dei due campioni molto esiguo, proponiamo alcune statistiche descrittive sulla distribuzione delle matricole secondo l'anno di quotazione e il mercato di appartenenza per comprendere la composizione del campione osservato:

Tabella 2 - Anno di quotazione

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| IPO non <i>Venture-backed</i> | 87% (12) | 82% (17) | 74% (14) | 89% (8) | 80% (12) | 81% (63) |
| IPO <i>Venture-backed</i> | 20% (3) | 23% (5) | 26% (5) | 11% (1) | 20% (3) | 21% (17) |
| | 100% (15) | 100% (22) | 100% (19) | 100% (9) | 100% (15) | 100% (80) |

Tabella 3 - Mercato di quotazione

| | Mercato Telematico Azionario (MTA) | AIM |
|-------------------------------|---------------------------------------|-----------|
| IPO non <i>Venture-backed</i> | 71% (12) | 81% (51) |
| IPO <i>Venture-backed</i> | 29% (5) | 19% (12) |
| | 100% (17) | 100% (63) |

La tabella 2 mostra la distribuzione delle IPO partecipate da fondi di Private Equity e non, secondo l'anno di accesso al mercato. Per ogni gruppo è indicata la percentuale delle operazioni avvenute e in parentesi il valore assoluto del numero di IPO effettuate. È interessante notare il crollo delle quotazioni nel 2016, in linea con quanto registrato in

Europa dove le IPO rispetto all'anno precedente sono state il 51% in meno²⁰³ a causa delle incertezze politiche, a partire dalla Brexit, ma anche della frenata cinese di inizio anno e la discesa dei prezzi delle materie prime, con il petrolio in testa. Nel nostro paese alle turbolenze finanziarie mondiali si è aggiunto il referendum costituzionale, ennesimo fattore di instabilità per i mercati.

La tabella 3 presenta la suddivisione dei due gruppi analizzati sulla base del mercato scelto per procedere alla quotazione indicando, ancora una volta, il valore percentuale di ogni gruppo e, tra parentesi, il valore assoluto del numero di operazioni concluse. Sostanzialmente i fondi investono indifferentemente tra il Mercato Telematico Azionario, dove si quotano le *blue chip*, e l'AIM, l'acceleratore di progetti di crescita e competitività per le PMI, bisognose non solo di capitale ma anche di visibilità, standing e controllo d'impresa.

3.4 Le performance operative e di mercato

Come indici di redditività operativa sono stati scelti il ROE e il ROIC.

Il primo, indicando in percentuale quanto profitto è stato generato sulla base del denaro investito nel capitale, offre una visione sintetica dei risultati economici conseguiti:

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Book Value of Shareholders' Equity}}$$

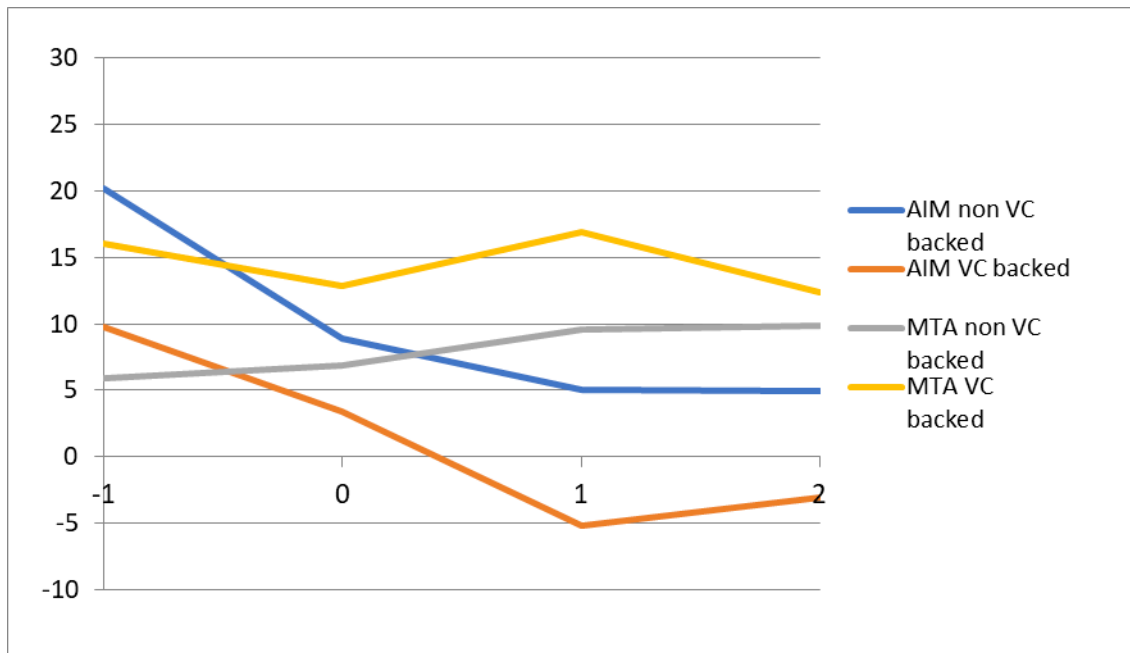
Considerando l'orizzonte temporale dall'anno precedente, la quotazione (-1) fino a due anni dopo (+2), la figura sottostante confronta il valore mediano dell'indice per il campione delle IPO *venture backed* rispetto alle non *venture backed*, distinguendo tra listino principale e AIM.

In *Figura 2* si nota un leggero calo della redditività per le “matricole” dell'AIM e questo è più marcato per le “*venture backed*” dove i risultati dovuti alle nuove risorse raccolte hanno bisogno di un maggior lasso di tempo per mostrare i propri frutti. La situazione migliora già a partire dal secondo anno di quotazione. Situazione diametralmente opposta accade sul listino principale in cui i titoli sostenuti da un fondo

²⁰³ PwC, *Ipo Watch Europe 2016*

di *Private Equity* hanno una performance migliore immediatamente dopo la quotazione rispetto al resto del campione, per poi convergere e attestarsi sulle medie del mercato negli anni successivi.

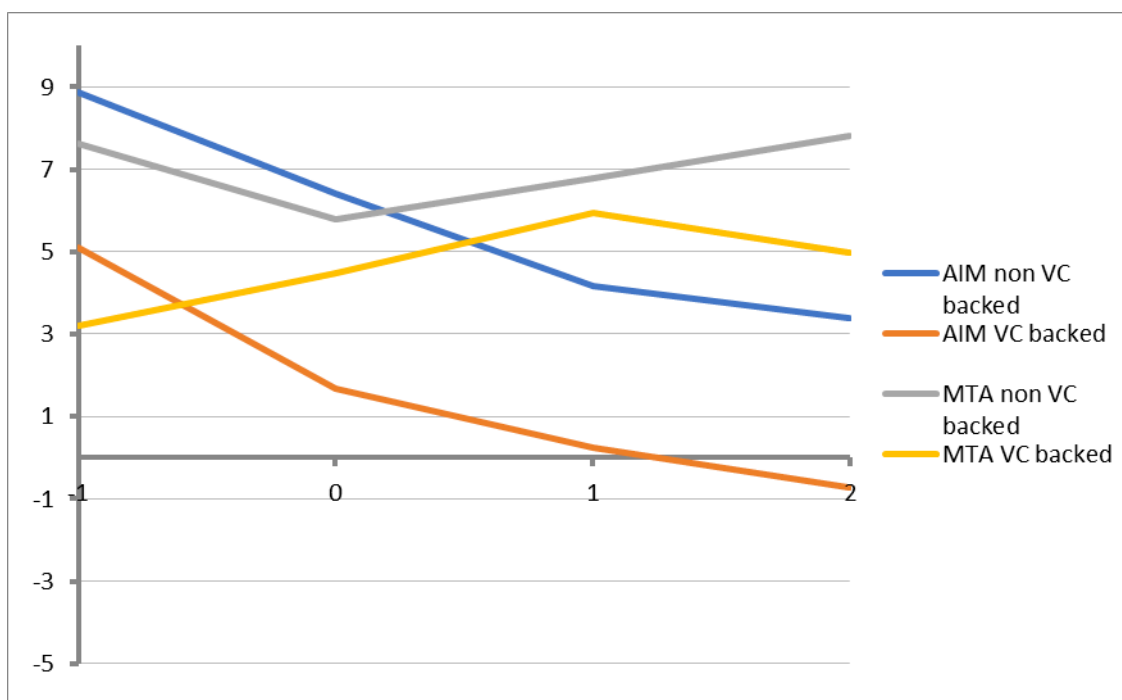
Figura 2 - Valore mediano dell'indice ROE



Come approfondimento, è stato analizzato anche l'andamento di un secondo livello di redditività, ovvero l'indice ROIC (*Return on Invested Capital*), una misura della bontà con la quale la società sta utilizzando il proprio denaro:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{Capitale Investito}$$

Figura 3 - Valore mediano dell'indice ROIC



La *Figura 3*, per costruzione identica alla *Figura 2*, individua il ROIC dall'anno precedente alla quotazione a due anni successivi. I dati elaborati sono molto meno chiari in questo caso soprattutto sul listino principale: questo è dovuto quasi sicuramente alla mancanza di dati sufficienti su tale indicatore che non permette una sintesi del mercato e al costante problema di un campione molto esiguo. Il mercato alternativo, che non vive tali problematiche, mostra una situazione del tutto simile a quella del ROE visto in precedenza e una performance migliore delle società non *venture backed* rispetto a quelle *venture backed*.

A conclusione di questa prima analisi sugli indicatori di redditività è necessario sottolineare che un arco temporale di soli due anni a seguito della quotazione probabilmente non sono sufficienti a definire un quadro chiaro e coerente delle performance delle IPO quotate dal 2013 al 2017. A questo si aggiunge, infine, l'obbligo di tenere in considerazione gli eventi economico-finanziari che attraversano l'arco temporale studiato, la relativa novità del fenomeno nel nostro mercato e la dimensione del campione (in particolare l'MTA) troppo piccolo per elaborare un confronto tra i due *pool*.

Le *performance* di mercato di medio-lungo termine sono osservate su base mensile nei due anni successivi all'ammissione alla quotazione. Le *Figure 4* e *5* riportano la

media dei “*buy and hold return*” (*BHR*), ovvero del rendimento cumulato dei titoli dopo l’IPO. In particolare i rendimenti dei titoli sono stati confrontati con quello medio dell’indice di mercato del medesimo arco temporale attraverso la differenza tra il BHR mensile del titolo e quello del FTSE MIB, per poterne migliorare la confrontabilità secondo la seguente formula:

$$BHAR_{iH} = \prod_{t=1}^H (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^H (1 + R_{Bt})$$

Figura 4 - Rendimenti BHR sul listino AIM

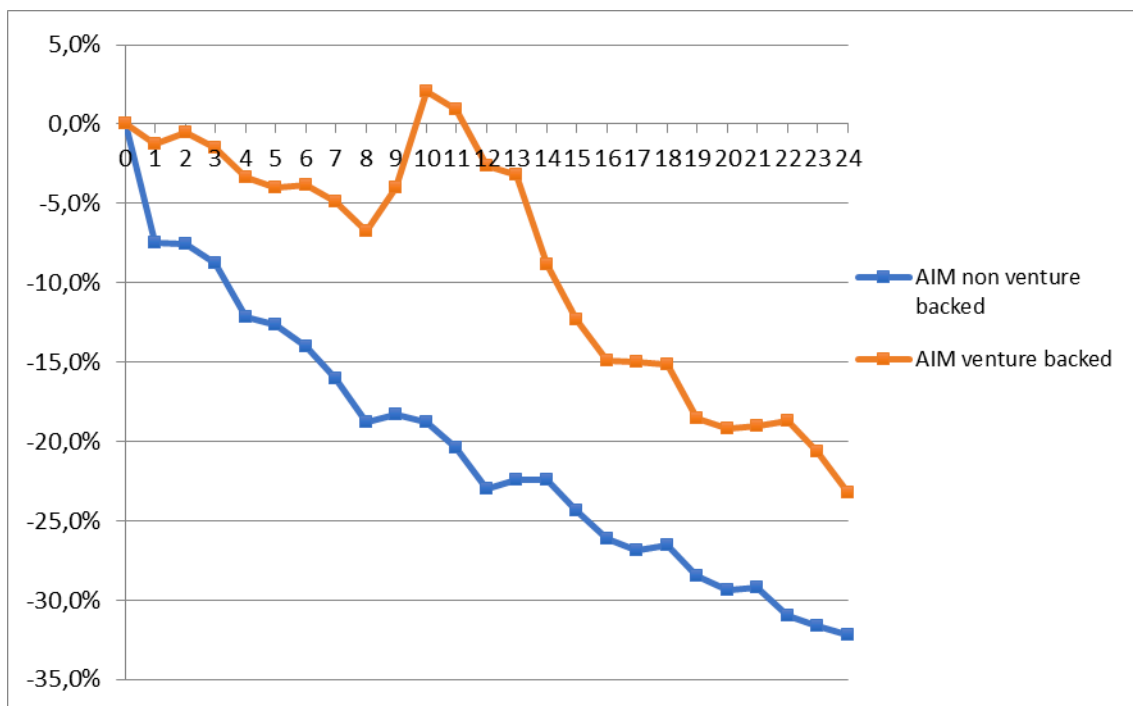
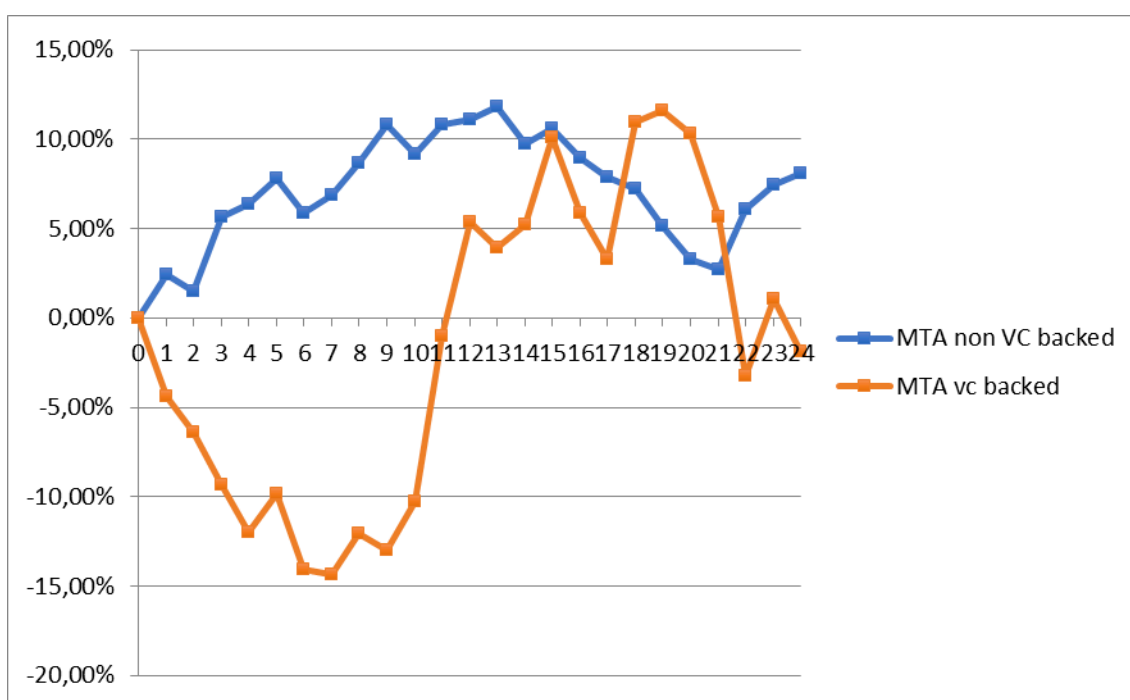


Figura 5 - Rendimenti BHR sul listino MTA



Attraverso una semplice analisi grafica, sul listino principale i valori risultano altalenanti: in una prima fase, corrispondente al primo anno di quotazione, le performance sono opposte con un netto vantaggio dei titoli non *VC backed*; nell'anno successivo la situazione cambia radicalmente con un netto recupero del secondo gruppo per poi nuovamente distanziarsi. Nel lungo periodo, quindi, le performance sembrano rincorrersi ma con un'apparente costanza dei risultati del primo *pool* sempre in positivo e in chiaro aumento nell'arco temporale considerato.

La medesima analisi è stata poi riproposta per le matricole quotate sul listino AIM dal 2013 al 2017 ed è chiaro, grazie anche alla consistenza del campione, come le performance nel tempo, seppur in costante calo per tutto il campione, siano decisamente migliori per le società sostenute da un investitore istituzionale.

Le performance di mercato, più che quelle operative, mostrano, seppur possedendo le medesime problematiche in termini di consistenza campionaria, come la presenza di fondi di *Private Equity* influenzino il mercato e causino performance, seppur relative, migliori. Da sottolineare, al termine di questa analisi, le *performance* negative nel lungo periodo di tutte le IPO *small cap* registrate nell'arco temporale analizzato.

L'analisi, successivamente, cerca di evidenziare l'esistenza di differenze nella performance post IPO nel breve periodo tra le aziende *VC-backed* e *non VC-backed*. In

questa fase, si verifica per ogni società la performance ad un certo istante t dalla quotazione calcolando, in seguito, un valore medio del gruppo di riferimento.

Sulla base delle analisi svolte da Cenni *et al.* (2001) è stata verificata la quotazione dopo un giorno e dopo una settimana successivi all'IPO.

Gli studi condotti sullo sconto di emissione si dividono sulla modalità di calcolo. Ritter (1984) calcola l'*underpricing* attraverso i rendimenti grezzi, senza tener conto dell'andamento di mercato:

$$U_{t,i} = Ln \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,0}} \right)$$

$P_{i,t}$ = prezzo di chiusura del titolo i al giorno di negoziazione t

$P_{i,0}$ = prezzo di offerta

Cenni *et al.* (2001) e Tykvová, Walz (2007), invece, depurano l'*underpricing* dall'andamento di mercato:

$$U_{t,i} = Ln \left(\frac{P_{i,t}}{P_0} \right) - Ln \left(\frac{I_t}{I_0} \right)$$

Nel presente lavoro si applica quest'ultima metodologia calcolando l'*underpricing* su orizzonti di 1 giorno e una settimana. Si determina il rendimento post IPO alle evidenziate scadenze, dopodiché il valore grezzo della variazione di prezzo è depurato per l'andamento dell'indice MTA e AIM. In quanto le quotazioni non hanno una distribuzione omogenea nel tempo, non depurare il rendimento del titolo dall'andamento del mercato vorrebbe dire favorire alcune emissioni avvenute in periodi più propizi e penalizzarne altre.

Dai risultati sul listino AIM, l'*underpricing* dopo un giorno e una settimana risulta del 2,54% e 7,48% per le non *VC backed* contro 1,48% e -1,86% delle *VC-backed*. Sul fronte MTA, invece, 3,33% e 5,16% per le prime e 5,01% e 3,52% per le seconde. I risultati, quindi, sebbene inficiati dal campione esiguo e quindi non statisticamente significativi, dimostrano però quanto la letteratura sull'argomento afferma e il ruolo del VC come certificatore e chiaro segnale al mercato del prezzo reale della società appena quotata.

Conclusioni

Il presente lavoro può essere visto come articolato in due parti: la prima prova a definire le linee di confine del fenomeno del Private Equity con uno sguardo particolare per la sua articolazione nel Venture Capital; la seconda, di ricerca, tenta di rispondere al quesito se tale modalità di raccolta del capitale di rischio ha reali benefici sulle società interessate e ne determina un miglioramento delle performance nel tempo.

Abbiamo visto che a seconda del momento in cui l'investitore istituzionale interviene e del tipo di operazione che va ad eseguire distingueremo tra Venture Capital, se l'impresa target è nella sua fase *seed* o *start-up* o Private Equity se interessa la fase dello sviluppo e della maturità.

Le esigenze e il contributo richiesto cambiano di volta in volta andando ad evidenziare un aspetto determinante del modo di agire di questi tipi di investitori. I fondi di Venture Capital o Private Equity non si limiteranno mai a un semplice contributo finanziario ma il loro impegno andrà oltre, fungendo da vero e proprio supporto all'imprenditore sia che si tratti della riuscita dell'operazione sia della semplice evoluzione di un'idea o ancora della sopravvivenza dell'impresa stessa attraverso tutte le fasi di sviluppo.

In particolare i tratti distintivi del Venture Capital sono il target di imprese a cui si rivolge, società non quotate, basate su idee di business particolarmente innovative e con alte possibilità di sviluppo, tali da conseguire, in un arco temporale che si aggira dai 3 ai 10 anni, guadagni di capitale derivanti dalla successiva dismissione della partecipazione; quest'ultima si estrinseca in una quota di minoranza nel capitale dell'impresa, spesso combinata con altri strumenti, quali la sottoscrizione di corporate bonds, anche convertibili. L'offerta di capitale di rischio si accompagna, infine, alla prestazione di servizi di consulenza strategica, finanziaria, di marketing e organizzativa che assumono la funzione di supporto durante l'attività imprenditoriale.

Nel nostro paese tali operatori agiscono quasi sempre attraverso la struttura del fondo di investimento mobiliare chiuso, gestito da una Società di Gestione del Risparmio. Questi soggetti raccolgono capitali presso investitori istituzionali a cui vengono offerte quote o azioni del fondo stesso. Inoltre, si specializzeranno in base al tipo di investimento realizzato in operatori di *early stage*, focalizzati sugli investimenti in giovani imprese ad alto potenziale di crescita, operatori di

expansion, rivolti a quelle società che desiderano crescere e internazionalizzarsi, operatori di *buy out*, che investono in aziende già consolidate, e di *turn around* che concentrano la propria attività su imprese in situazioni di difficoltà finanziaria.

Le fasi del processo di investimento possono differire di molto a seconda del tipo di operazione; tuttavia vi sono delle fasi tipiche comuni a tutte le tipologie di investimento. Dopo la prima più delicata operazione di individuazione delle potenziali imprese da affiancare, si passa alla valutazione dell'imprenditore -la sua affidabilità, le competenze, l'esperienza e la reputazione-, dei manager che lo sostengono e infine della coerenza e della sostenibilità dell'idea imprenditoriale per la quale sono alla ricerca delle risorse. L'operazione non si conclude con il solo trasferimento delle risorse finanziarie richieste ma è solo l'inizio di un rapporto tra imprenditore e investitore nel tentativo comune di accrescere il valore dell'impresa. Il monitoraggio, oggetto di questa fase, nasce proprio dalla consapevolezza che l'operazione ha una durata determinata e dovrà concludersi con un *capital gain* da parte dell'operatore istituzionale.

Il processo si conclude con il disinvestimento, la fase più delicata, in cui entrambe le parti dovranno giungere a un accordo sui tempi e le modalità di smobilizzo della partecipazione nell'ottica di massimizzare il ritorno dell'investimento.

Momento fondamentale, a prescindere dal settore di riferimento, tanto nelle attività fondate ex novo quanto nei casi di imprese mature che una volta superata la prima fase si pongono nuovi obiettivi come l'internazionalizzazione o la diversificazione, è giungere a una stima del costo del capitale, indicatore del rischio associato all'iniziativa, tanto per l'investitore, che deve decidere se impiegare o meno il capitale in quell'impresa, quanto per l'imprenditore, che vedrà dipendere la sopravvivenza della sua idea dalla possibilità o meno di raccogliere risorse presso terzi.

Più l'iniziativa imprenditoriale è embrionale più gli strumenti usati per la valutazione di imprese in gestione ordinaria si presentano poco attendibili a causa della difficoltà di determinare ipotesi valide sulle variabili che determinano i flussi di cassa. Infatti, sia gli eventi interni, quali i tempi e i costi connessi alla costruzione degli immobili, all'installazione degli impianti, al reclutamento del management e della forza lavoro, sia quelli esterni in termini di successo del

prodotto sul mercato, generano incertezza e variabilità.

I metodi tradizionali di valutazione, quali quello reddituale e finanziario, incontrano non poche difficoltà nella determinazione dei ricavi già di complicato accertamento nelle imprese più mature, sono oggetto nelle *start up* di un lungo processo di pianificazione inerente il fabbisogno da soddisfare, il *pricing* e la quota di mercato che si vuole raggiungere; i costi e il rischio sempre presente che ne sopravvengano di nuovi non previsti; e infine la quota di indebitamento che in questo tipo di imprese è sempre ben prefissata ma una situazione di crisi può imporre il ricorso a ulteriori risorse. A questi si aggiungono quelli che interessano il metodo dei multipli e delle società comparabili. In questo caso, le difficoltà sono causate sia dall'assenza di multipli utilizzabili per tutti i tipi di imprese, a prescindere dalla loro maturità, e sia dalla rarità di trovare imprese simili in termini di settore di attività, dimensioni e fase del ciclo di vita con cui confrontare la *start up* oggetto di valutazione.

Negli ultimi anni i metodi alternativi si sono allora diffusi velocemente proprio perché capaci di mettere in luce quegli aspetti qualitativi e intangibili che la prassi fino a quel momento non riusciva a interpretare e computare al fine della valutazione d'azienda.

Tali approcci, di cui i principali sono il Venture Capital Model, il First Chicago Model e il metodo delle opzioni reali, hanno in comune una visione della valutazione non orientata al presente, ai dati già registrati, bensì a una data futura, ipotizzando che l'impresa riesca a raggiungere un equilibrio economico e finanziario stabile e produrre *cash flow* positivi. Tale *forecast* deriverà dall'analisi di un unico scenario o molteplici ponderati per la probabilità che essi si verifichino. Successivamente il risultato sarà riportato alla data odierna attualizzandolo con l'idoneo tasso. L'elemento distintivo è quello di tenere conto nell'effettivo risultato finale di componenti qualitative derivanti dall'analisi dell'operato del management che ne aumenteranno o ridurranno il valore.

Nella seconda parte dell'elaborato, sono state analizzate le performance operative e di mercato delle IPO sul mercato italiano dal 2012 al 2017.

La letteratura scientifica ha ormai dimostrato come la presenza di fondi di Private Equity e Venture Capital nella compagine azionaria di una società non solo la supporta dal punto di vista finanziario, in tutte quelle situazioni dove non è

possibile ricorrere ai normali canali del credito, ma ne migliora anche la performance e ne favorisce lo sviluppo.

Il primo aspetto studiato riguarda il fenomeno dell'underpricing, ossia la differenza positiva tra il prezzo ufficiale di borsa del titolo nel primo giorno di contrattazione e il prezzo di collocamento, denotando quindi il chiaro segnale che i titoli verrebbero offerti a un prezzo inferiore rispetto all'effettivo valore. Un filone della letteratura in particolare ha sottolineato l'influenza dei fondi di Venture Capital nel fenomeno dell'underpricing, riducendo l'incertezza legata all'IPO.

Nel mercato americano la riduzione dello sconto all'emissione deriverebbe dal ruolo del VC di certificare che il prezzo sia esattamente quello, riducendo l'asimmetria informativa e l'incapacità degli investitori di analizzare le informazioni fornitegli. Nel mercato italiano due importanti ricerche condotte su archi temporali diversi confermano i risultati precedenti.

Le analisi condotte sul nostro mercato sostengono questa tesi e il ruolo di certificatore del *Venture Capitalist* per il mercato.

Dopo il fenomeno dell'underpricing, il secondo aspetto considerato è la performance del medesimo campione di IPO sul medio-lungo periodo successivo alla quotazione alla ricerca di differenze tra il gruppo *venture backed* e non *venture backed*.

Seguendo la metodologia utilizzata già da Cenni *et al.* (2001) sulle IPO italiane e da Brav e Gompers (1997) su quelle americane, con la tecnica del *Buy&Hold*, capitalizzando i rendimenti mensili per i primi 24 mesi successivi alla quotazione e successivamente "depurandoli" dall'andamento dell'indice di riferimento nel medesimo arco temporale, si può concludere che nel seppur globale andamento negativo di tutte IPO dal 2012 al 2017 del listino AIM, le società *venture backed* mostrano una performance migliore. Diverse conclusioni si possono trarre dal listino principale dove tali performance, peggiori, sono da interpretare alla luce di un campione troppo esiguo per avere validità statistica.

Lo studio sulle performance è stato infine ampliato da un'analisi di alcuni indici operativi quali il ROE e il ROIC : non rilevano differenze statisticamente significative e pongono come definitiva conclusione l'inapplicabilità degli studi americani ad altri mercati, dovuti alla presenza di fondi di Venture Capital molto più giovani, di piccole dimensioni e con ancora troppa poca esperienza.

In conclusione, i risultati raggiunti dagli studi americani sull'influenza dei

fondi di Private Equity non possono essere confrontati con quelli europei né tanto meno con quelli italiani, dove il fenomeno è ancora troppo giovane e poco diffuso per poter giungere a conclusioni solide.

La ricerca condotta in questo elaborato va a confermare sostanzialmente questo problema e la sostanziale necessità di uno studio condotto a livello europeo su un arco temporale molto maggiore per elaborare una teoria seria e valida. Rimane comunque l'assoluta certezza dell'influenza determinante di tali fondi nelle imprese in cui decidono di investire e le molteplici possibilità che danno a queste di sopravvivere, crescere ed espandersi in un contesto economico come quello odierno poco avvezzo a rischiare e investire nelle giovani realtà imprenditoriali.

Bibliografia

ADVANCE (a cura di), *Start-up: dall'idea all'impresa. Business plan, metodi di valutazione, canali di finanziamento*, IPOSOA, Milano, 2001

AIFI, *100 domande 100 risposte sul capitale di rischio per lo sviluppo*, pubblicazione interna, Milano 1990

AIFI, *Quotarsi in Borsa*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano 1998

AIFI, *Capitali per lo sviluppo*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano 1999

AIFI, *L'attività di venture capital e private equity*, Capitali per lo sviluppo, Il Sole 24 Ore Libri, Milano, 1999

AIFI, *Guida pratica al capitale di rischio*, 2000

AIFI, *L'incontro tra domanda e offerta del capitale di rischio: il punto di vista dell'imprenditore*, convegno annuale marzo 2004

AIFI, *The economic Impact of Private Equity and Venture Capital in Italy*, 2006

AIFI, *L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence*, Commissione Rapporti con gli Investitori Istituzionali, 2012

AIFI-PricewaterhouseCoopers, *Guida alla quotazione*, Milano, 2001

AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V., *Lezioni di economia aziendale*, Il Mulino, 1996

ALLEN F., FAULHABER G.R., *Signaling by underpricing in the Ipo market*, Journal of Financial Economics 23, 1989

ALTEROWITZ R., *Le nuove "ventures"*, Franco Angelli, Milano 1990

ANGELINI E., *L'underpricing e il ruolo del venture capitalist negli IPO italiani*, Bancaria 3, 2006

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare: Settima edizione*. G Giappichelli Editore, 2014

ARTHURS J.D., BUSENITZ L.W., *Dynamic capabilities and venture performance: The effects of venture capitalists*, Journal of Business Venturing 21, 2006

ASSOGESTIONI, *Il processo di adozione e le principali novità della disciplina UCITS IV*, Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni, Factbook 2010

AURICCHIO M., CANTAMESSA M., COLOMBELLI A., CULLINO R., ORAME A., PAOLUCCI E., *Gli incubatori d'impresa in Italia*, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, 2014

BACKBAY COMMUNICATIONS, *Private equity brand equity III*, 2014

BALAZAS K., *Small firms at university, emerging from crisis*, Cost/European Union, 1997

- BALBOA M., MARTÌ J., ZIELING N., *Does venture capital really improve portfolio companies growth? Evidence from growth companies in continental Europe: Working paper*, European Financial Management Association Conference 2006
- BARON D.P., HOLMSTROM B., *The Investment banking contract for new issues under asymmetric information delegation and the incentive problem*, *Journal of Finance* 35, 1980
- BARON D.P., *A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues*, *Journal of Finance* 37, 1982
- BARRY C.B., MUSCARELLA C.J., PEAVY J. III, VETSUYPENS M.R., *The role of venture capital in the creation of public companies*, *Journal of Financial Economics* 2, 1990
- BAUER R., *Il valore delle imprese internet, tra metodi naturali e tentativi empirici*, In *Amministrazione&Finanza* n.9/2001
- BECKER M.C., *Organizational routines: a review of literature*, *Industrial and Corporate Change*, 2004
- BEVILACQUA E., *I nuovi incubatori: un sistema per la crescita*, ZeroUno, 2001
- BINI M., *La logica del metodo reddituale*, in *La valutazione delle aziende*, n.4, 1997
- BLOCK Z., MACMILLAN I., *Corporate venturing. creating new business within the firm*, Harvard Business School press, Boston 1993
- BORGHESI A., *La gestione dei rischi di azienda*, Cedam, Padova, 1985
- BOSCHETTI C., GRANDI A., GRIMALDI R., *Risorse, competenze e incubatori di impresa*, *Sinergie* 62/63, 2003
- BRAU J.C., BROWN R.A., OSTERYONG J.S., *Do venture capitalists add value to small manufacturing firms? An empirical analysis of venture and nonventure capital-backed initial public offerings*, *Journal of Small Business Management*, vol.42, 2004
- BRAV A., GOMPERS P., *Myth or Reality? The long- run underperformance of initial public offerings: evidence from venture and nonventure capital-backed companies*, *The Journal of Finance* 5, 1997
- BREALEY R., MYERS S., ALLEN F., SANDRI S., *Principi di Finanza Aziendale*, McGraw-Hill, Milano 2015
- BRUGGER G., *La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia*, *Finanza Marketing Produzione*, 1, 1989
- BYGRAVE W., TIMMONS J.A., *Venture Capital at the Crossroad*, Harvard Business School Press, Boston 1992
- CAPRIGIONE F., *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, CEDAM, 2015
- CARAMIELLO C., DI LAZZARO F., FIORI G., *Indici di bilancio*, II edizione, Giuffrè Editore, Milano, 2003
- CARLOTTI M., *Tecniche di private equity*, III edizione, Egea, Milano, 2012

- CARTER R., DARK F., SINGH A.K., *Underwriter reputation, initial returns, and the long run performance of IPO stocks*, The Journal of Finance 1, 1998
- CARY L., *Guide to Private Equity and Venture Capital in the UK and Europe*, Pitman Publishing, London 1993
- CARY L., *Preparing a Business Plan, Guide to Private Equity and Venture Capital in the UK and Europe*, Pitman Publishing, London 1993
- CASELLI S., GATTI S., *Venture capital: a euro-system approach*, Springer Science & Business Media, 2004
- CECI F., *La pianificazione del rischio: un'introduzione al metodo "RAP"*, AIFRM
- CENNI S., FABRIZIO S., TORLUCCIO G., *Il ruolo dei venture capitalist nella formazione del prezzo degli IPO*, in CORIGLIANO R., *Il venture capital. Finanziamento dell'innovazione, capitale di rischio e nuovi mercati finanziari*, Bancaria Editrice, Roma, 2001
- CHAPMAN, *The Rise of Merchant Banking*, Gregg Revivals, Hampshire 1992
- CHARLES D., *Technology in Europe: public and private networks*, Belhaven, New York, 1992
- CHIACCHIERINI C., PERRONE V., PERRINI F., *I-Valutation: Intangibili, Competitività e Valutazione d'impresa*, Egea, Milano, 2008
- CHINSOMBOON, OONNUT MAC, *Incubators in the new economy*, Diss. Massachusetts Institute of Technology, 2000
- CIOLI V., *Modelli di business e creazione di valore nella New Economy*, Franco Angeli, 2010
- COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J., *Il valore dell'impresa*, Il Sole 24 Ore, 1992
- COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J., *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, Wiley, New York 1994
- CORIGLIANO R., *Il venture capital. Finanziamento dell'innovazione, capitale di rischio e nuovi mercati finanziari*, Bancaria Editrice, Roma, 2001
- COSTABILE M., *Il Capitale relazionale. Gestione delle relazioni e della customer loyalty*, McGraw-Hill, Milano, 2002
- COTTA RAMUSINO E., RINALDI L., *La valutazione d'azienda: profili di analisi dell'attività aziendale, le grandezze economiche che alimentano il processo di valutazione, le metodologie di valutazione, la valutazione di aziende operanti in settori specifici*, il Sole24Ore, Milano, 2003
- D'AVENI R.A., *Ipercompetizione: le nuove regole per affrontare la concorrenza dinamica*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano, 1995
- DAMODARAN A., *The Dark Side of Valuation: Firms with no Earnings, no History and no Comparables*, Stern School of Business, New York 2000
- DAMODARAN A., *Investment valuation*, Wiley&Sons, New York 2002
- DAMODARAN A., *Valutazione delle aziende*, Maggioli Editore, 2010

- DAMODARAN A., *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*, 3rd edition, John Wiley & sons, Hoboken (New Jersey), 2012
- DAMODARAN A., *Real Options: Fact and Fantasy*, 2013
- DE BRUNO S., GABRIELLI M., *Capire la finanza: guida pratica agli strumenti finanziari*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano 2010
- DEL GIUDICE R., GERVASONI A., *Finanziarsi col Venture Capital*, ETAS, Milano, 2005
- DEL GIUDICE R., BETTONICA C., *Caratteristiche e sviluppo del mercato italiano del private equity e venture capital*, Egea, Milano 2006
- DESSYA., *Autofinanziamento e sviluppo d'impresa*, in Dessy A., Vender J., *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, Egea, Milano, 1996
- DOSI G., NELSON R.R., WINTER S.G., *Introduction: the nature and dynamics of organizational capabilities*, Oxford University Press, New York 2000
- EBAN, *Statistical Compendium*, 2008
- EHRlich S.B., SANFORD B., *et al.*, *After the cash arrives: A comparative study of venture capital and private investor involvement in entrepreneurial firms*, *Journal of Business Venturing* 9.1 (1994): 67-82
- ESMA, *Questions and Answers. Application of the AIFMD*, 2014
- EVCA, Coopers & Lybrand, *The Economic Impact of Venture Capital in UK*, 1996
- EVCA, *European Private Equity Activity Report*, 2018
- FABRIZIO S., *L'underpricing degli IPO italiani: il ruolo degli "underwriters", dei prospetti informativi e degli analisti*, *Banca Impresa e Società* 3, 1999
- FAMA E.F., *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, *Journal of Finance* 25, 1970
- FRIED V.H., HISRICH R.D., *Toward a model of venture capital investment decision making*, *Financial management*, 1994 : 28-37
- FRUHAN W.E., *Financial Strategy: Studies in Creation, Transfer and Destruction of Shareholder Value*, Irwin, Chicago 1979
- GERVASONI A. (a cura di), *Private equity and Venture Capital*
- GERVASONI A., *I Fondi chiusi. Aspetti di gestione e strategia*, EGEA, 1989
- GERVASONI A., PERRINI F., *I Fondi di investimento mobiliare chiusi*, EGEA, 1994
- GERVASONI A., *Impresa e mercato finanziario*, Guerini e Associati, Milano 1999
- GERVASONI A., *Dall'idea all'impresa: il ruolo degli incubatori*, 2004
- GERVASONI A., SATTIN F., *Private equity e Venture Capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerininext, 2015

- GOMPERS P., *Grandstanding in the venture capital industry*, Journal of Financial Economics 1, 1996
- GOMPERS P., LERNER J., *The venture capital cycle*, MIT Press, Cambridge, 2004
- GORMAN M., SAHLMAN W.A., *What do venture capitalist do?*, Journal of Business Venturing, vol.4, 1989
- GUATRI L., *La valutazione delle aziende: teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto*, Egea, 1994
- GUATRI L., BINI M., *I moltiplicatori nella valutazione delle aziende. Metodi & Strumenti*, Egea, Milano, 2002
- GUATRI L., BINI M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005
- GUATRI L., BINI M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano 2007
- GUFFANTI E., *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, Le Società, n. 10, 2011
- GUPTA A.K., SAPIENZA H.J., *The impact of agency risk and task uncertainty on venture capitalists-CEO interaction*, Academy of Management Journal, 1994
- HARDYMON F., LEAMON A., *Venture capital and private equity: a casebook*, 5th edition, John Wiley & sons, New York, 2012
- HELLMANN T.F., PURI M., *Venture capital and the professionalization of start-up firms: empirical evidence*, The Journal of Finance 1, 2002
- IBBOTSON R.G., *Price performance of Common Stock new issues*, Journal of Financial Economics 2, 1975
- IMMACOLATO, VOZZI, STEFANIN, *La Direttiva AIFM e la proposta di Regolamento ELTIF: quali ricadute fiscali per il settore del risparmio gestito*, 2014
- JOHNSON G., SCHOLES K., *Exploring corporate strategy: text & cases*, Pearson education, 2008
- KAMIYAMA S., SHEEHAN J., MARTINEZ C., *Valuation and exploitation of intellectual property*, OECD Science, Technology and Industry Working Papers, 2006/5, 2006
- KOTLER P., KARTARTAJAYA H., YOUNG S.D., *Attracting investors. A marketing approach to finding funds for your business*, Wiley, 2004
- LALKAKA R., *Lesson from international experience for the promotion of business incubation systems in emerging economies*, UNIDO, 1997
- LAWLER E.E., *From the ground up: six principles for building the new logic corporation*, Jossey-Bass, San Francisco, 1996
- LEANA C.R., VAN BUREN H.J., *Organizational social capital and employment practices*, Academy of Management Review, 1999

- LEMMA V., *La società di gestione del risparmio (SGR), L'ordinamento finanziario italiano*, 2010
- LERNER J., IVASHINA V., FANG L., *The disintermediation of financial markets: direct investing in private equity*, NBER Working Paper Series, 2013
- LEV B., *Intangibles: Management, Measurement and Reporting*, The Brookings Institute Press, Washington, 2001
- LIBECAP G., *Advances in the Economics of Entrepreneurship, Innovation and Economic Growth*, JAI Press, London 1988
- LINK A.N., SIEGEL D.S., *Innovation, entrepreneurship, and technological change*, Oxford University Press, Oxford 2007
- LUCIANO A., *La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Contratto e Impresa/Europa*, a cura di Galanti e Bin, v. 16, f. 2, Luglio-Dicembre 2011, cit., pp. 605-608
- MACI G., *Il Private Equity. Profili operativi ed evoluzioni del mercato italiano*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli 2009
- MACMILLAN I.C., KULOW D.M., KHOYLIAN R., *Venture capitalists' involvement in their investments: extent and performance*, *Journal of Business Venturing*, vol.4, 1988
- MANIGART S., SAPIENZA H.J., VERMEIR W., *Venture capitalist governance and value added in four countries*, *Journal of Business Venturing*, 1996
- MASSARI M., *Finanza Aziendale: valutazione*, McGraw Hill, Milano 1998
- MEGGINSON W. L., WEISS K., *Venture capitalist certification in initial public offerings*, *The Journal of Finance* 3, 1991
- METELLI F., TASSARA M., *Tendenze evolutive nell'asset management. Una proposta per la misurazione dei rischi: il benchmark-var*, Milano, 1998
- MIAN, SARFRAZ A., *Assessing value-added contributions of university technology business incubators to tenant firms*, *Research policy* 25.3, 1996
- MOLINO S., *L'attività di Venture Capital: dalla Strategia all'Execution*, UniFg
- MOTTA A., *Manuale delle acquisizioni di imprese: aspetti strategici, finanziari e di valutazione*, Il Sole 24 ore, Milano 2003
- PALMISANI E., *Le dinamiche industriali di creazione del valore nei fondi di private equity*, 2013
- PALOMBA G., *Tipici problemi nella valutazione delle Start Up*, Università La Sapienza, Roma 2001
- PERRINI F., *Le nuove quotazioni alla borsa italiana: evidenze empiriche delle PMI*, Egea, 1999
- PFEFFER J., *The Human Equation. Building profits by putting people first*, Harvard Business School Press, Boston 1998
- PICCALUGA A., *I processi di filiazione: l'impresa crea impresa e la ricerca crea impresa*, Imprenditori e imprese, Il Mulino, 2000

- PILUSO F., *Mercati informali e mercati delle "Idee". Il ruolo del Business Angels Network*, Economia e Management. Vol. 6, pp. 82-98, 2004
- POZZOLI S., *Valutazione d'azienda: tecniche operative di misurazione del valore*, Ipsoa, 2008
- PREQIN, 2014 Global Private Equity Report, 2014
- REITZIG M., *What determines patent value – Insights from the semiconductor industry*, Research Policy, 2003
- RITTER J.R., *The "hot issue" market of 1980*, Journal of Business (2), 1984
- RITTER J.R., *The long run performance of initial public offering*, The Journal of Finance 1, 1991
- RIVETTE K.G., KLINE D., *Discovering new value in intellectual property*, Harvard Business Review, 2000
- ROCK K., *Why new issues are underpriced*, Journal of Financial Economics 15, 1986
- RUST R.T., LEMON K.N., ZEITHAML V.A., *Return on marketing: using customer equity to focus marketing strategy*, Journal of Marketing, 68(1), 2004
- SAVVIDES S.C., *Risk Analysis in investment appraisal, in Project appraisal*, Vol 9 n.1, 1994
- SIEGEL E.S., BORNSTEIN Y.M.; FORD B.R., *Come si prepara un Business Plan*, Ernst&Young, 1996
- SIGNORELLI S., *Strategie di coalizione*, Istituto Studi Direzionali, 1988
- SOHL J., VAN OSNABRUGGE M., ROBINSON R., *Models of Angel Investing: Portals to the Early Stage Market*, *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Babson College, 2000
- SOLLIMA, *Il risparmio gestito italiano: analisi del mercato e aggiornamento normativo*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 2014
- SORRENTINO M., *Le nuove imprese. Economia delle nuove iniziative imprenditoriali*, Cedam, Padova, 2003
- SORRENTINO M., *Venture Capital informale e imprenditorialità innovativa*, Sinergie, num 71, pp 99-126, 2006
- SULLIVAN M. K., MILLER A., *Segmenting the informal venture capital market: Economic, hedonistic, and altruistic investors*, Journal of Business Research, 36(1), 26–35, 1996
- TONG T.W., JEFFREY J. R., *Real options in strategic management: Real options theory*, Emerald Group Publishing Limited, 2007
- TRIGEORGIS L., *Real options: Managerial flexibility and strategy in resource allocation*, The MIT press, Cambridge, 1996
- WELCH I., *Seasoned Offerings Imitation Cost and the Underpricing of Initial Public Offerings*, Journal of Finance, 1989
- WEST T.L., JONES J.D., *Handbook of Business Valuation*, Wiley, New York, 1992

WIJBENGA F.H., POSTMAN T., STRATLING R., *The influence of the venture capitalist's governance activities on the entrepreneurial firm's control systems and performance*, 2005

ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli Editore, 2013

ZAPPA G., *Il reddito di impresa: scritture doppie, conti e bilanci di aziende commerciali*, Giuffrè, Milano, 1950

ZINGALES L., *In Search of New Foundations*, *Journal of Finance*, 55(4), 2000

Negli anni '80 il termine "Venture Capital" ha visto il suo esordio nella letteratura economica per definire operazioni di medio-lungo termine di apporto di capitale tramite la sottoscrizione di azioni o titoli convertibili, da parte di operatori specializzati, in imprese non quotate e con elevate prospettive di sviluppo in termini di nuovi prodotti o servizi, nuove tecnologie, nuove concezioni di mercato.¹ Nel corso degli anni, accanto all'elemento fondante già accennato (l'acquisizione di partecipazioni significative), si sono aggiunti una serie di servizi non solo finanziari ma anche di supporto, consulenza e trasmissione di know-how all'attività manageriale delle imprese nascenti con il comune obiettivo di accrescere il suo valore e ottenere una plusvalenza sulla vendita delle azioni in sede di dismissione.²

Da un punto di vista prettamente terminologico, seguendo gli standards USA, l'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio, nella sua globalità, rientra nell' "attività di private equity" e, successivamente, viene suddivisa tra venture capital funds e operazioni di buyout a seconda del tipo di operatore che esegue l'operazione.³ In Italia, riprendendo tale demarcazione, l'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital) ha definito l'attività di private equity come "attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio lungo termine"⁴ sottolineando in questo modo che il venture capital non è un'attività distinta dal private equity, bensì una *species* nell'ambito di un *genus*, in quanto focalizzata in investimenti nelle prime fasi del ciclo imprenditoriale mettendo così in evidenza le diverse caratteristiche, i differenti strumenti e rischi che l'attività assume.

Così definito, emergono chiari i tratti distintivi del venture capitalist: l'imprenditore cui si indirizza l'investitore, gli strumenti utilizzati e i rischi assunti.

Il finanziamento ha come target imprese non quotate, basate su idee di business particolarmente innovative e con alte possibilità di sviluppo, tali da conseguire, in un

¹ AIFI, *L'attività di venture capital e private equity*, Capitali per lo sviluppo, Il Sole 24 Ore Libri, Milano, 1999

² CHAPMAN, *The Rise of Merchant Banking*, Gregg Revivals, Hampshire 1992

³ BYGRAVE W., TIMMONS J.A., *Venture Capital at the Crossroad*, Harvard Business School Press, Boston 1992

⁴ Da delibera del Consiglio Direttivo di AIFI del 22 Luglio 2004

arco temporale che si aggira dai 3 ai 10 anni, guadagni di capitale derivanti dalla successiva dismissione della partecipazione; quest'ultima si estrinseca in una quota di minoranza nel capitale dell'impresa, spesso combinata con altri strumenti, quali la sottoscrizione di corporate bonds, anche convertibili. L'offerta di capitale di rischio si accompagna, infine, alla prestazione di servizi di consulenza strategica, finanziaria, di marketing e organizzative che assumono la funzione di supporto durante l'attività imprenditoriale.

I rischi sopportati dall'investitore istituzionale sono di tipo finanziario legati alle varie fasi di crescita e sviluppo dell'impresa e alle risorse necessarie per la buona riuscita delle diverse operazioni ma non solo: infatti l'attività di venture capital sopporta anche una serie di ulteriori rischi legati al prodotto (spesso di natura innovativa e la cui validità tecnica non è stata ancora accertata), al mercato (connesso alla dimensione, alla domanda e ai principali competitors presenti) e infine al manager e alle sue capacità di realizzare l'idea alla base del progetto. Infine, non meno importanti sono gli ostacoli correlati alla corretta quantificazione e gestione dei rischi dell'operazione: il venture capitalist deve, infatti, far fronte non solo all'incertezza legata ai risultati del suo investimento ma anche alla presenza di forti asimmetrie informative e di costi di agenzia presenti nel rapporto con l'impresa.

Gli operatori attivi nel settore del *Private Equity* adottano spesso la forma della *limited partnership* e, in particolare, in Italia è il fondo di investimento mobiliare chiuso, gestito da una Società di Gestione del Risparmio. Questi soggetti raccolgono capitali presso investitori istituzionali a cui vengono offerte quote o azioni del fondo stesso. Il fondo è definito chiuso in quanto ai partecipanti non è consentito di chiedere il rimborso del loro investimento in qualsiasi momento ma solo a una scadenza predefinita. In questi soggetti, le formule di retribuzione si basano prevalentemente sul meccanismo del *carried interest* (quota parte del capital gain realizzato trattenuta dal gestore a titolo di success fee) e attribuiscono un'ampia autonomia decisionale sulle scelte di investimento ai gestori, basate sulla ricerca del maggior rendimento possibile e sulla conseguente possibilità di contare sugli stessi investitori anche per iniziative future.⁵

Accanto ai fondi privati, soprattutto nel nostro paese, esiste un numero significativo di soggetti di matrice pubblica, principalmente finanziati da

⁵ CAPRIGLIONE F., *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, CEDAM, 2015

istituzioni regionali o da enti universitari, focalizzati su aziende nelle prime fasi di vita o comunque di ridotte dimensioni con l'obiettivo di dare sostegno ad aree geografiche depresse o settori in difficoltà in una logica che esula dal mero rendimento di mercato.

In base al tipo di investimento realizzato distinguiamo operatori di *early stage*, focalizzati sugli investimenti in giovani imprese ad alto potenziale di crescita, e operatori di *expansion*, rivolti a quelle società che desiderano crescere e internazionalizzarsi. In più nel *Private Equity* vi sono gli operatori di *buy out*, che investono in aziende già consolidate, e di *turn around* che concentrano la propria attività su imprese in situazioni di difficoltà finanziaria. In Italia, questo tipo di classificazione non è chiara e marcata a causa della presenza di numerosi fondi generalisti che non hanno alcuna specializzazione né in termini di tipologia di acquisizione realizzata né di settore di attività.⁶

Il ruolo del fondo non si limita semplicemente ad apportare capitali alle imprese con maggiore potenziale ma, soprattutto, a essere un costante supporto per i manager, che ricevono da questo proficuo rapporto tutte le risorse necessarie per crescere più velocemente. A tal proposito, il fondo può attuare una strategia più *hands-on* o *hands-off*, a seconda dell'orientamento verso una presenza costante o meno nella gestione quotidiana dell'impresa; in ogni caso, il legame apporta comunque dei benefici all'impresa, traducibili in un maggiore valore aggiunto, quali sono il know-how strategico e finanziario, risorse preziose in termini di lavoro e tecnologia, aiuto nel rapporto con il sistema creditizio, assistenza nella crescita esterna attraverso l'individuazione di partner industriali o imprese da acquisire.⁷

La struttura del fondo è basata sull'asse: società di gestione/fondo.⁸ La società di gestione è un organismo totalmente indipendente dal fondo, con propri azionisti e proprio patrimonio, che può decidere di investire in parte nel fondo, diventandone sottoscrittore al pari degli altri partecipanti. Le sue funzioni principali sono di istituzione e gestione del fondo, a fronte del quale riceverà una

⁶ GERVASONI A., SATTIN F., *Private equity e Venture Capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerininext, 2015

⁷ GERVASONI A., PERRINI F., *I Fondi di investimento mobiliare chiusi*, EGEA, 1994

⁸ GERVASONI A., *I Fondi chiusi. Aspetti di gestione e strategia*, EGEA, 1989

commissione, proporzionale ai risultati finali, indipendentemente dalla quota investita. Le sue responsabilità lo obbligano a perseguire un interesse identico a quello “collettivo” dei partecipanti, dando così vita ad una gestione che si svolge secondo criteri standardizzati, sui quali i singoli non hanno alcun potere di intervenire, per modificarli o adattarli alle proprie esigenze. Il fondo comune è l’insieme delle quote sottoscritte dai partecipanti. Il fondo verrà investito secondo l’indirizzo del gestore, nei limiti di legge.

Per quanto riguarda la fisionomia, l’attività è solitamente organizzata sotto forma di *limited partners* in cui si individuano da un lato i *Limited partners* (LP), dall’altro i *General partners* (GP). I primi sono generalmente soggetti con elevate risorse da investire, sia istituzionali che privati, che mettono a disposizione le loro risorse a favore dei secondi; i *General partners* sono i gestori del fondo a cui è delegata l’attività di investimento-gestione-disinvestimento delle partecipazioni. Per il loro ruolo e le funzioni che assolvono, ricevono una commissione annuale (*management fee*) sul totale del capitale sottoscritto, necessaria a coprire i costi di gestione.

Le fasi del processo di investimento possono differire di molto a seconda del tipo di operazione; tuttavia vi sono delle fasi tipiche comuni a tutte le tipologie di investimento.⁹

Il momento più problematico, in particolare in Italia, è quello di individuare potenziali imprese, capaci in breve tempo di crescere e aumentare il proprio valore. Se, infatti, non si conoscono tali strumenti o non vi sono strutture adatte, la ricerca comporta un enorme dispendio di risorse per gli operatori, che possono basarsi solo sulla propria rete di contatti, professionisti manager e centri di ricerca in modo da generare un flusso di opportunità interessanti.

Una volta individuate le opportunità di investimento, si passa alla valutazione dell’imprenditore -la sua affidabilità, le competenze, l’esperienza e la reputazione dei manager che lo sostengono- e infine della coerenza e della sostenibilità dell’idea imprenditoriale per la quale sono alla ricerca delle risorse.¹⁰

Seguirà un’analisi del mercato attuale e potenziale dell’impresa, il suo potenziale tecnologico, le prospettive di crescita al fine di valutare la convenienza

⁹ AIFI, *Capitali per lo sviluppo*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano 1999

¹⁰ AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V., *Lezioni di economia aziendale*, Il Mulino, 1996

dell'operazione e poter dare avvio alla fase contrattuale in cui, dati alla mano, l'operatore potrà quantificare l'investimento esprimendo un prezzo dell'impresa.

L'operazione non si conclude con il solo trasferimento delle risorse finanziarie richieste ma è solo l'inizio di un rapporto tra imprenditore e investitore nel tentativo comune di accrescere il valore dell'impresa. Il monitoraggio, oggetto di questa fase, nasce proprio dalla consapevolezza che l'operazione ha una durata determinata e dovrà concludersi con un *capital gain* da parte dell'operatore istituzionale.

Il processo si conclude con il disinvestimento, la fase più delicata, in cui entrambe le parti dovranno giungere a un accordo sui tempi e le modalità di smobilizzo della partecipazione nell'ottica di massimizzare il ritorno dell'investimento.

Il processo di identificazione dell'impresa target, il c.d. *deal flow*, è una delle fasi più delicate e difficili del processo di investimento di un operatore specializzato nel capitale di rischio e le modalità che influenzano tale processo sono tre¹¹: le caratteristiche dell'operatore, l'area geografica di intervento e la tipologia di investimento effettuata. La selezione è molto complessa e si basa su numerose e attente valutazioni, tutte finalizzate alla ricerca di quelle con elevati tassi di rendimento, che nel più breve tempo possibile aumentino il valore del capitale di rischio investito. Esistono dei criteri di base, comuni a tutte le operazioni, che aiutano il fondo nella prima fase di *screening* a creare un bacino di imprese, considerabili attrattive per gli obiettivi del fondo, e a scartare quelle non rientrabili nelle strategie di investimento. Le analisi e gli elementi da tenere in considerazione sono innanzitutto di tipo strategico sul settore, cercando di analizzarne gli attori, se il prodotto ha caratteristiche tali da potersi distinguere nell'ottica di raggiungere la leadership del mercato e tenerla il più a lungo possibile. Segue il *management* e il fattore umano che devono possedere obiettivi di sviluppo dell'impresa e di affermazione personale e gli interessi non devono mai discostarsi da quelli del management team e dell'investitore.¹²

Dopo aver analizzato il settore e la potenziale collocazione al suo interno del

¹¹ GERVASONI A., SATTIN F. L., *op. cit.*

¹² AIFI, *100 domande 100 risposte sul capitale di rischio per lo sviluppo*, pubblicazione interna, Milano 1990

prodotto e la figura dell'imprenditore, è necessario condurre un'analisi quantitativa della profittabilità attraverso lo studio del bilancio e del *business plan*, al fine di verificare l'efficacia della strategia messa in atto dalla società e la capacità di acquisire un vantaggio competitivo.

Il *business plan* è un documento formale utile a delineare la possibilità che un'idea imprenditoriale possa, in un certo arco di tempo, realizzarsi, a illustrare tutte le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi, a evidenziare gli aspetti di rischio imprenditoriale, di convenienza economica e di esigenza finanziaria. Ha un ruolo vitale nell'ambito della gestione delle imprese in quanto risulta utile agli investitori, vale a dire tutti coloro che intendono impegnare le proprie risorse nell'idea e che desiderano poter riscontrare la certezza che torneranno in possesso delle risorse investite; ai finanziatori, fornitori, banche, fondi di venture capital che acconsentono a prestare risorse ad un tasso più o meno elevato per un determinato lasso di tempo; ai proprietari e al consiglio di amministrazione, chiamati anch'essi ad apportare risorse, ben prima di quelle di terzi, e quantificabili mediamente in un terzo della somma richiesta; ai manager o al soggetto economico dell'impresa, per i quali il *business plan* è una valida metodologia utile a verificare l'iniziativa, evitando di intraprendere attività che non presentano prospettive di rientro.¹³

Una volta redatto il *business plan*, l'investitore dovrà verificare tutte le informazioni necessarie attraverso un'indagine conoscitiva sull'azienda target per valorizzare adeguatamente l'investimento che sta per compiere, identificando le aree critiche e i punti di forza al fine di agevolare l'assunzione di decisioni informate e fornire tutti gli elementi per una corretta valutazione e negoziazione.¹⁴ Le elevate risorse coinvolte a sostegno del progetto rendono necessario, e particolarmente critico, il monitoraggio da parte dell'investitore, svolto attraverso diversi strumenti, primo fra tutti la presenza in consiglio di amministrazione, a seconda delle caratteristiche dell'operatore finanziario e della tipologia di operazione stessa. La presenza costante dei venture capitalists nella corporate

¹³ SIEGEL E.S., BORNSTEIN Y.M.; FORD B.R., *Come si prepara un Business Plan, Ernst&Young*, 1996

¹⁴ MOTTA A., *Manuale delle acquisizioni di imprese: aspetti strategici, finanziari e di valutazione*, Il Sole 24 ore, Milano 2003

governance dell'azienda ha dimostrato che il loro contributo genera una serie di *good practices* nel management, che sarà più invogliato ad essere attento alla gestione dei costi e ciò produrrà un miglioramento generale della performance economico-finanziaria dell'impresa.¹⁵ Innanzitutto, il contributo degli investitori istituzionali può essere sintetizzabile in una forte spinta all'imprenditorialità, che incide a volte più delle risorse finanziarie nella sopravvivenza dell'impresa nelle prime fasi del suo ciclo vitale.¹⁶ In aggiunta alla spinta imprenditoriale, ci sono ulteriori ricadute nelle imprese sostenute dai fondi di venture capital come per esempio un aumento del livello occupazionale, una maggiore propensione alla ricerca e sviluppo, in quanto le principali realtà finanziate sono quelle di settori a elevata tecnologia, e infine una maggiore propensione all'investimento in training e formazione, in particolare per le aziende nelle fasi di *early stage*.

La fase dello smobilizzo costituisce lo stadio finale di tutto il processo d'investimento, momento estremamente delicato perché è ora che l'operatore raggiunge il suo obiettivo finale: realizzare un *capital gain*. Gli aspetti di maggiore rilevanza all'interno del *capital venture process* su cui investitore e azionisti devono essere d'accordo sono il *timing* più opportuno e il canale più adeguato per realizzarlo. I principali canali a disposizione dell'investitore sono la vendita delle azioni sul mercato borsistico, il *trade sale*, il *secondary buy out* o il *buy back*.¹⁷ La scelta dipenderà da una serie di fattori legati alla tipologia dell'impresa target, ai risultati raggiunti attraverso la collaborazione tra investitore e imprenditore, a elementi congiunturali, nonché alle specifiche volontà e preferenze di tutti gli *shareholders*.

La quotazione sui mercati regolamentati rappresenta, nella maggior parte dei casi, la modalità di uscita più ambita da parte dell'investitore istituzionale. Tuttavia, in quanto l'ammissione in Borsa richiede complessi requisiti finanziari, organizzativi e strategici ed è riservata solo a quelle società che raggiungono una certa dimensione e maturità, rimane un canale poco praticato.

Dal punto di vista del finanziatore, la quotazione presenta vantaggi e

¹⁵ WIJBENGA F.H., POSTMAN T., STRATLING R., *The influence of the venture capitalist's governance activities on the entrepreneurial firm's control systems and performance*, 2005

¹⁶ EVCA, Coopers & Lybrand, *The Economic Impact of Venture Capital in UK*, 1996

¹⁷ MACI G., *op. cit.*

svantaggi. Essa, infatti, rendendo molto liquidi i titoli, permette con molta più facilità lo smobilizzo delle quote a un prezzo più alto ma dall'altro lato sottopone l'impresa a controlli, a volte non graditi e costosi, che potrebbero generare attriti tra l'investitore e gli altri soci.¹⁸

Il processo di valutazione, tanto quello qualitativo quanto quello che si esplica nella definizione di prezzo, servirà a verificare che una potenziale idea è teoricamente perseguibile e merita di essere sostenuta fino alla sua realizzazione. Tale fase rappresenta allora l'anello di congiunzione tra il processo di formulazione della strategia d'impresa e la sua attuazione, unico strumento per comprendere se l'investimento porterà effettivi vantaggi competitivi all'impresa target, poiché sono proprio quest'ultimi a differenziarla sul mercato e a generare una remunerazione del capitale operativo maggiore rispetto ai costi.

Così l'investitore che decide di impegnare risorse in tale progetto dovrà tenere in considerazione due aspetti: se il rendimento ottenibile è sufficiente o meno e il rischio necessario per conseguirlo.¹⁹ Una volta fatta tale valutazione, il *venture capitalist* acquisisce un certo grado di fiducia nel business e nel progetto, nel modo in cui i suoi capitali saranno utilizzati, nella motivazione dell'imprenditore a crescere, ed è pronto quindi a condividere il rischio che l'imprenditore si è assunto, in particolare sotto il profilo finanziario, in caso di insuccesso.

Più l'iniziativa imprenditoriale è embrionale, più la stima dei risultati diventa complicata e poco attendibile e le scelte di investimento dell'operatore assumono l'aspetto di vere e proprie scommesse, dove la consapevolezza che l'idea possa battere i concorrenti e la fiducia nel management prendono il posto di qualsiasi business plan dettagliato. Se l'impresa con la sua idea sarà in grado di rivoluzionare il panorama economico e riceverà la medesima fiducia accordatagli dal primo investitore anche da altri, allora l'operatore incasserà la vincita, altrimenti rischia di perdere tutto l'investimento. In questa fase gli strumenti usati per la valutazione di imprese in gestione ordinaria si presentano poco attendibili a causa della difficoltà di determinare ipotesi valide sulle variabili che determinano i flussi di cassa. Infatti, sia gli eventi interni, quali i tempi e i costi connessi alla costruzione degli immobili, all'installazione

¹⁸ AIFI-PricewaterhouseCoopers, *Guida alla quotazione*, Milano, 2001

¹⁹ METELLI F., TASSARA M., *Tendenze evolutive nell'asset management. Una proposta per la misurazione dei rischi: il benchmark-var*, Milano, 1998

degli impianti, al reclutamento del management e della forza lavoro, sia quelli esterni in termini di successo del prodotto sul mercato generano incertezza e variabilità.²⁰

I metodi tradizionali, in base alle caratteristiche dei dati su cui si fondano, si articolano in due famiglie: diretti e indiretti. I metodi diretti per giungere alla valutazione della società target osserveranno variabili contabili (*metodo patrimoniale*), variabili reddituali (*metodo reddituale*) e variabili finanziarie (*DCF*).²¹

Il metodo patrimoniale valuta analiticamente gli elementi del passivo e dell'attivo che compongono il capitale e individua il valore dell'impresa nel patrimonio netto contabile rettificato, ottenuto dalla differenza tra attività e passività.²²

Il metodo reddituale desume il capitale economico sulla base dell'analisi dei redditi futuri attesi, attualizzati al tasso di riferimento del capitale investito. Si rivela utile quindi nei casi di stato stazionario, quando non si attendono eccessivi stravolgimenti della struttura dell'impresa, elemento che esclude quindi l'uso per le *start-up*.

Secondo il metodo finanziario il valore dell'impresa è pari alla sommatoria dei flussi di cassa operativi, attualizzati a un tasso che rifletta il rapporto rischio/rendimento dell'investimento.

La trattazione che seguirà analizzerà solo il secondo e il terzo metodo, che, sia in una visione *asset side* che *equity side*, hanno in comune alcuni capisaldi relativi alla determinazione dei flussi di risultato nell'arco temporale interessato dalla valutazione, alla stima del tasso di attualizzazione e del periodo di previsione, al calcolo del *Terminal Value*, sia che si ipotizzi un'impresa destinata a crescere continuamente nel tempo, sia nell'ipotesi alternativa di *steady state*, e infine al valore finale, somma delle due stime precedenti.

I metodi indiretti di valutazione, da un lato quello dei *multipli di borsa* e dall'altro quello delle *transizioni comparabili*, si rivelano molto utili a livello operativo in quanto analizzano direttamente l'impresa sulla base di indici di mercato o altri parametri, comunque esterni al bilancio societario. Sono spesso adottati come metodi di controllo di quelli diretti.

²⁰ DESSY A., *Autofinanziamento e sviluppo d'impresa*, in Dessy A., Vender J., Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa, Egea, Milano, 1996

²¹ ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli Editore, 2013

²² GUATRI L., *La valutazione delle aziende: teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto*, Egea, 1994

Il metodo dei multipli di mercato si fonda sui prezzi dei titoli e alcuni elementi contabili in modo tale da misurare la performance dell'impresa sulla base di alcuni drivers e da creare delle misure confrontabili.

Il secondo invece, assume a modello di confronto operazioni simili accadute sul mercato da cui si traggono tutte le informazioni necessarie per adattare il valore alla nostra impresa.

I metodi tradizionali difficilmente possono essere applicati alle neonate imprese, a causa del loro limite nel valutare le componenti qualitative e intangibili che compongono la gran parte della struttura di questo tipo di imprese.²³

La difficoltà di giungere a calcolare il valore economico del capitale deriva da quella di valutare le variabili chiave su cui si basano i metodi appena descritti: i ricavi, già di complicato accertamento nelle imprese più mature, che sono oggetto nelle *start up* di un lungo processo di pianificazione inerente il fabbisogno da soddisfare, il *pricing* e la quota di mercato che si vuole raggiungere; i costi e il rischio sempre presente che ne sopravvengano di nuovi non previsti; e infine la quota di indebitamento che in questo tipo di imprese è sempre ben prefissata ma una situazione di crisi può imporre il ricorso a ulteriori risorse.²⁴

Ai problemi di inapplicabilità dei metodi finanziari e reddituali, si aggiungono quelli che interessano il metodo dei multipli e delle società comparabili. In questo caso, le difficoltà sono causate sia dall'assenza di multipli utilizzabili per tutti i tipi di imprese, a prescindere dalla loro maturità, e sia dalla rarità di trovare imprese simili in termini di settore di attività, dimensioni e fase del ciclo di vita con cui confrontare la *start up* oggetto di valutazione.

Le tecniche fin qui analizzate non presentano quell'aspetto di flessibilità necessaria in contesto qual è quello delle *start up*, che lo sono per natura: analizzando i flussi, non sono capaci di scontare le opzioni future che gli investimenti, ingenti nella prima fase, portano naturalmente a fare; a questo si aggiunge la già vista inapplicabilità in caso di flussi negativi e il difficile computo del tasso di attualizzazione nel modo tradizionale. Infine l'assenza di *track records* in queste società non permettono un'agevole stima dei parametri di rischiosità, il *Beta* in primis, e le conseguenti medie di lungo periodo, segnando l'inutilità dal punto statistico dei risultati prodotti dal metodo finanziario.

²³ POZZOLI S., *op.cit.*

²⁴ ADVANCE (a cura di), *Start-up: dall'idea all'impresa. Business plan, metodi di valutazione, canali di finanziamento*, IPOSOA, Milano, 2001

Negli ultimi tempi ai metodi tradizionali si sono affiancati i *cd. metodi alternativi*, diffusisi velocemente proprio perché capaci di mettere in luce quegli aspetti qualitativi e intangibili che la prassi fino a quel momento non riusciva a interpretare e computare al fine della valutazione d'azienda.

In questa sede tra i diversi modelli descriveremo:

- Il Venture Capital Model;
- Il First Chicago Model;
- Il metodo delle opzioni reali;
- L'Economic Value Added[®];
- Berkus Method;
- Risk factor summation model;
- Scorecard.

Tali approcci adottati dagli investitori del capitale di rischio hanno in comune una visione della valutazione non orientata al presente, ai dati già registrati, bensì a una data futura, ipotizzando che l'impresa riesca a raggiungere un equilibrio economico e finanziario stabile e produrre *cash flow* positivi.²⁵ Tale *forecast* deriverà dall'analisi di un unico scenario o molteplici ponderati per la probabilità che essi si verifichino. Successivamente il risultato sarà riportato alla data odierna attualizzandolo con l'idoneo tasso. L'elemento distintivo è quello di tenere conto nell'effettivo risultato finale di componenti qualitative derivanti dall'analisi dell'operato del management che ne aumenteranno o ridurranno il valore.

Nella seconda parte dell'elaborato, sono state analizzate le performance operative e di mercato delle IPO sul mercato italiano dal 2013 al 2017.

L'obiettivo della ricerca è quello di analizzare le performance nel breve e nel lungo periodo di tali società rispetto a quelle simili, operanti nello stesso arco temporale e anche esse matricole nel mercato azionario e dimostrare eventuali risultati migliori sotto il punto di vista finanziario e operativo.

La letteratura scientifica ha ormai dimostrato come la presenza di fondi di Private Equity e Venture Capital nella compagine azionaria di una società non solo la supporta dal punto di vista finanziario, in tutte quelle situazioni dove non è possibile ricorrere ai normali canali del credito, ma ne migliora anche la

²⁵ CIOLI V., *Modelli di business e creazione di valore nella New Economy*, Franco Angeli, 2010

performance e ne favorisce lo sviluppo.

Il primo aspetto studiato riguarda il fenomeno dell'underpricing, ossia la differenza positiva tra il prezzo ufficiale di borsa del titolo nel primo giorno di contrattazione e il prezzo di collocamento, denotando quindi il chiaro segnale che i titoli verrebbero offerti a un prezzo inferiore rispetto all'effettivo valore. Un filone della letteratura in particolare ha sottolineato l'influenza dei fondi di Venture Capital nel fenomeno dell'underpricing, riducendo l'incertezza legata all'IPO.

Nel mercato americano la riduzione dello sconto all'emissione deriverebbe dal ruolo del VC di certificare che il prezzo sia esattamente quello, riducendo l'asimmetria informativa e l'incapacità degli investitori di analizzare le informazioni fornitegli. Nel mercato italiano due importanti ricerche condotte su archi temporali diversi confermano i risultati precedenti.

Le analisi condotte sul nostro mercato sostengono questa tesi e il ruolo di certificatore del *Venture Capitalist* per il mercato.

Dopo il fenomeno dell'underpricing, il secondo aspetto considerato è la performance del medesimo campione di IPO sul medio-lungo periodo successivo alla quotazione alla ricerca di differenze tra il gruppo *venture backed* e non *venture backed*.

Gli studi condotti sul mercato americano sono concordi nel sostenere un risultato nettamente positivo per le imprese finanziate dal *private equity*. L'analisi dei dati post-IPO ha evidenziato, poi, un minor *underpricing* per questi e risultati migliori sul lungo periodo. I risultati sono meno chiari nel mercato europeo, dove il fenomeno del *private equity* è relativamente più giovane.

Seguendo la metodologia utilizzata già da Cenni *et al.* (2001) sulle IPO italiane e da Brav e Gompers (1997) su quelle americane, con la tecnica del *Buy&Hold*, capitalizzando i rendimenti mensili per i primi 24 mesi successivi alla quotazione e successivamente "depurandoli" dall'andamento dell'indice di riferimento nel medesimo arco temporale, si può concludere che nel seppur globale andamento negativo di tutte IPO dal 2012 al 2017 del listino AIM, le società *venture backed* mostrano una performance migliore. Diverse conclusioni si possono trarre dal listino principale dove tali performance, peggiori, sono da interpretare alla luce di un campione troppo esiguo per avere validità statistica.

Lo studio sulle performance è stato infine ampliato da un'analisi di alcuni indici operativi quali il ROE e il ROIC. La scelta di valutare l'impresa a 360° risiede

nel fatto che la presenza dell'investitore, come abbiamo già visto, ha conseguenze positive sull'intera struttura aziendale. I benefici ricadrebbero non solo sul capitale ma anche sulle scelte strategiche e finanziarie, sul *management* e sulle relazioni con nuovi clienti/fornitori.

I risultati non rilevano differenze statisticamente significative e pongono come definitiva conclusione l'inapplicabilità degli studi americani ad altri mercati, dovuti alla presenza di fondi di Venture Capital molto più giovani, di piccole dimensioni e con ancora troppa poca esperienza.

In conclusione, i risultati raggiunti dagli studi americani sull'influenza dei fondi di Private Equity non possono essere confrontati con quelli europei né tanto meno con quelli italiani, dove il fenomeno è ancora troppo giovane e poco diffuso per poter giungere a conclusioni solide.

La ricerca condotta in questo elaborato va a confermare sostanzialmente questo problema e la sostanziale necessità di uno studio condotto a livello europeo su un arco temporale molto maggiore per elaborare una teoria seria e valida. Rimane comunque l'assoluta certezza dell'influenza determinante di tali fondi nelle imprese in cui decidono di investire e le molteplici possibilità che danno a queste di sopravvivere, crescere ed espandersi in un contesto economico come quello odierno poco avvezzo a rischiare e investire nelle giovani realtà imprenditoriali.