



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

***Venture Capital e Start-Up:
aspetti introduttivi, processi valutativi e casi concreti***

Prof. Pierluigi Murro

RELATORE

Matricola 231861

Luca Bifolco

CANDIDATO

Anno accademico 2020/2021

INDICE

<i>INTRODUZIONE</i>	4
Capitolo 1: Private Equity & Venture Capital	6
1.1. – <i>Definizioni e aspetti generali</i>	6
1.2 – <i>Tipologie di investimento</i>	13
1.3 - <i>Tipologie di operatori: le SGR, le SICAF e le SIS</i>	17
Capitolo 2: Venture Capital	25
2.1 – <i>Il processo di investimento</i>	25
2.2 – <i>Le principali clausole contrattuali</i>	30
2.3. <i>Modalità di disinvestimento</i>	34
Capitolo 3: I principali metodi di valutazione delle start-up	39
3.1 – <i>Il metodo dei multipli</i>	39
3.2 – <i>Il Venture Capital Method</i>	43
3.3 – <i>Il metodo Berkus</i>	45
Capitolo 4: <i>Un caso concreto: VERTIS SGR</i>	48
4.1 – <i>Overview e organigramma</i>	48
4.2 – <i>Governance e funzioni di Compliance e Risk Management</i>	50
4.3 <i>Fondi gestiti e segmentazione degli investitori dei Fondi</i>	65
4.4 <i>Analisi del deal flow e attività operativa</i>	68
Capitolo 5: <i>Un caso pratico di valutazione di start-up</i>	73
5.1 – <i>Start up: analisi di un caso pratico</i>	73
<i>CONCLUSIONI</i>	80
<i>BIBLIOGRAFIA</i>	82
<i>SITOGRAFIA</i>	83

Ringrazio i miei genitori per avermi affiancato lungo tutto questo percorso e per avermi supportato nei momenti in cui lo scoramento e la sfiducia sembravano prendere il sopravvento.

Ringrazio il dott. Amedeo Giurazza per avermi fornito fonti interne alla sua società, Vertis SGR, utili ai fini della stesura del mio elaborato.

INTRODUZIONE

Nel nostro Paese, ora più che mai, prolifera e cresce a dismisura il desiderio di giovani – rampanti – imprenditori di fondare una propria *Start-Up*, di veder gemmare una compagine innovativa attraverso la quale dare consacrazione e dispiego alla propria verve e veder così raggiunti i primi traguardi nel breve periodo.

Con ogni probabilità, una così forte aspirazione promana dal periodo storico che stiamo vivendo; l'epoca è di quelle particolari. È, infatti, la nostra, quella contemporanea, un'epoca in cui il mondo si evolve alla velocità della luce ed in cui le innovazioni tecnologiche sono frequenti, pane quotidiano, ordine del giorno costante.

Questo nuovo mondo è, dunque, una cornice nella quale le opportunità, per uno *start-upper*, di conseguire un successo rapido e sostanzioso nella sua remuneratività, sono numerose, acuendo ed accrescendo, così, drasticamente il potenziale sviluppo economico del nostro Paese, dando al suo tessuto umano ed imprenditoriale una soluzione assai efficace con cui combattere e superare i periodi di contrazione economica, come quello coevo.

Ad ogni buon conto, atteso che le *Start-Up* sono – per l'appunto e per definizione – realtà imprenditoriali che non dispongono di una solida storia né tantomeno di stabili radici economiche, risulta per le stesse assai difficile accedere al capitale di debito.

Il caso più frequente è, infatti, quello nel quale tali realtà imprenditoriali vengono finanziate tramite capitale di rischio, ovvero cedendo una parte dell'*equity* ad investitori professionali, i fondi di *Venture Capital*, specializzati nell'investimento in società non quotate, nate da poco ma con amplissimi margini di crescita.

In questo modo, le *Start-Up*, oltre a ricevere la liquidità necessaria per fare quel salto di qualità che le porterà, in adesione ai migliori auspici ed alla più rosea programmazione, allo *stage* successivo, ricevono altresì un know-how sostanzioso, recependo competenze tecniche e manageriali – da parte del fondo – che permette a queste ultime di sfruttare la liquidità ricevuta nel migliore dei modi.

Il primo capitolo introduce il mondo del *Private Equity*, riportandone il significato e le principali caratteristiche, e dà uno screening – altresì – del *Venture Capital* che, del primo, rappresenta una declinazione particolare.

Nel dettaglio, vengono analizzate le varie tipologie di investimento, legate alla fase del ciclo di vita in cui la *Start-Up* si trova nel momento in cui l'investitore professionale entra nel suo capitale di rischio.

E, nell'ambito del terzo paragrafo, si indugia sulla distinzione fra le diverse tipologie di operatori, ponendo l'attenzione sulle SGR (Società di Gestione del Risparmio), ovvero le società promotrici dei fondi di investimento, e sulla differenza concettuale ed applicativa che sussiste fra le SICAF (Società di Investimento a Capitale Fisso) e le SIS (Società di Investimento Semplice).

Nel secondo capitolo, il focus è quello del *Venture Capital*: al proposito, si evidenziano alcuni degli aspetti più rilevanti che caratterizzano i *venture capitalists*. Il fondo, infatti, profonde una parte della propria elargizione in tutte le proposte di *start-up* che riceve, con un processo cognitivo e valutativo abbondantemente descritto – sino all’investimento vero e proprio in un determinato progetto – all’interno del mio elaborato.

Dopo aver concluso il processo di investimento e dopo aver setacciato il mercato al punto di trovare un’idea di investimento vincente, il fondo è solito definire alcune clausole contrattuali che regolano il rapporto con gli azionisti di maggioranza; clausole utilizzate principalmente allo scopo evitare il verificarsi di alcuni eventi che possono - in qualche modo - alterare le condizioni originarie/originali dell’investimento e, dunque, danneggiare l’investitore, atteso che l’obiettivo ultimo del *Venture Capitalist* è – come si vedrà e come è intuibile – quello di incrementare il valore di mercato della *start-up* e realizzare un guadagno in conto capitale.

Nel terzo ed ultimo paragrafo di questo capitolo vengono analiticamente esplicate le diverse modalità procedurali di cui l’investitore si serve al fine di effettuare il disinvestimento; nella maggior parte dei casi, la massima ambizione del fondo è quella di realizzare il guadagno in conto capitale, devolvendo il pacchetto azionario a sua disposizione in favore del mercato borsistico, così favorendo la quotazione della *start up*.

Nel terzo capitolo, in una cornice descrittiva assai più tecnica, vengono riportati alcuni esempi pratici; ad esempio, si descrivono i tre metodi (metodo dei multipli, il *Venture Capital Method* ed il metodo *Berkus*) maggiormente utilizzati dai fondi di *Venture Capital* per valutare le start up oggetto di attenzioni (ai fini del possibile investimento) con un grado di oggettività quasi scientifico.

Inoltre, al fine di poter comprendere e descrivere al meglio l’attività operativa di una SGR e la profondità e difficoltà del processo decisionale che porta un fondo ad investire in un progetto imprenditoriale, nel quarto capitolo ho riportato l’analisi di un caso pratico, Vertis SGR.

Tale analisi è stata - di fatto - possibile grazie (e solo grazie) ad un contatto diretto ottenuto con l’amministratore delegato, il dott. Amedeo Giurazza, che mi ha gentilmente trasmesso tutte le documentazioni necessarie e che, anche in questa sede, seguito nel ringraziare ulteriormente.

Nel primo paragrafo viene riportata un *overview* della società ed il relativo organigramma, il secondo paragrafo specifica invece la *governance*, i vari organi societari ed i relativi ruoli, e le principali funzioni dedicando particolare attenzione a quella di *compliance* e di *risk management*.

Il terzo paragrafo pone il *focus* sui 6 Fondi di Investimento Alternativi gestiti da Vertis, ognuno con un proprio specifico scopo, mentre il quarto ed ultimo paragrafo riporta un’analisi del *deal flow* e dell’attività operativa della società.

Si analizza la percentuale di *dossier* eliminati ed i motivi per cui sono stati scartati; successivamente si passa ad una analisi dei dossier per area geografica, per paese, per stadio di vita della società *target*, per settore di appartenenza (servizi, ICT, *Digital e Media* e altri) ed infine per *origination*.

CAPITOLO I

Private Equity & Venture Capital

SOMMARIO: 1.1 - Definizioni e aspetti generali; 1.2 - Tipologie di investimento; 1.3 - Tipologie di operatori: le SGR, le SICAF e le SIS.

1.1. – Definizioni e aspetti generali

Per *private equity* si intende una specifica tipologia di investimento di medio-lungo termine, che può essere varata e promossa da imprese che, pur non essendo quotate, presentano un'elevata prospettiva di crescita (*high grow companies*) e che si proiettano, in un momento successivo, verso una futura ed eventuale quotazione.

Tale forma di investimento ha come scopo prioritario quello di promuovere la creazione di valore, tale da determinare nel tempo un profitto per il socio investitore, che si realizzerà – come accade sovente – con la rivendita della quota inizialmente acquisita.

L'investimento viene effettuato, prevalentemente, da investitori c.d. istituzionali, al precipuo fine di ottenerne un consistente margine di profitto dalla successiva vendita (la c.d. fase di “*exit*”) – con un significativo sovrapprezzo – derivante o da quanto acquisito attraverso la partecipazione o dalla sua quotazione borsistica.

Quella di *private equity* non costituisce un'attività meramente monetaria; essa, insomma, non si limita alla contribuzione data dal semplice capitale di rischio, ma consta anche di una progressione cadenzata di attività, funzionalmente collegate e tutte funzionali alla realizzazione della *ratio* imprenditoriale.

In tale cornice, è essenziale il contributo dell'investitore, che è parte attiva nel substrato materiale della società, partecipando alla pianificazione delle sue scelte e mettendo a sua disposizione il proprio *background* cognitivo nonché le proprie esperienze professionali, di tal guisa che all'imprenditore residuerà, prevalentemente, la sola gestione operativa.

Dunque, il *private equity* consta della fondamentale e contestuale presenza di due soggetti: il socio investitore e il socio imprenditore, ove il secondo è – *prima facie* – quello maggiormente legato all'aspetto gestionale della società, che si avvale dei mezzi finanziari messi a disposizione del primo (l'investitore) perseguendo gli obiettivi – sociali e personali – che si è prefissato.

Infatti, nell'ipotesi che questi abbia quale principale scopo quello di monetizzare a titolo personale, si avrà una mera cessione delle partecipazioni. In altri casi l'operazione assume una caratteristica “*blended*” ovvero l'investitore, in parte acquista la partecipazione dell'imprenditore ed in parte gli viene riservato un aumento di capitale con conseguente immissione di *equity* nella società. In altri casi ancora, l'investitore entra

nel capitale della “*target*” esclusivamente mediante aumento di capitale c.d. riservato, previa quantificazione di un “sovrapprezzo”.

Al contempo, l’investitore ben conosce e comprende la separazione dei ruoli e, al di là delle ipotesi sopra descritte e – dunque – al di là delle ipotesi (nient’affatto remote) in cui è egli stesso una risorsa proattiva e propositiva nel contesto della compagine sociale, ossequierà all’autonomia gestionale dell’imprenditore, così come l’imprenditore sa bene che dovrà tenere in seria considerazione l’interesse del primo a vedere accresciuto il valore della quota detenuta, visto che non ha altro obiettivo reale, che non sia quello finanziario.

Lo stesso investitore istituzionale può, tra l’altro, coincidere con un profilo di assoluto pregio e di riconosciuto “blasone” all’interno dell’ambito finanziario, elevando – inevitabilmente – il profilo e la notorietà dell’impresa anche (soprattutto) ai fini della successiva ed eventuale quotazione azionaria.

Se la società nella quale si è immessa liquidità ai fini dell’investimento riesce, poi, ad avere successo, l’investitore istituzionale seguirà nell’uscire dalla sua compagine sociale nella fase nella quale – numeri alla mano – si attesterà ed otterrà documentalmente lo sviluppo programmato.

Ma se questa è l’eventualità più rosea, va al contempo vagliata l’ipotesi – di tutt’altro registro – in cui l’investimento si riveli infelice ai limiti del fallimentare e non sono affatto episodici i casi in cui l’investimento ha avuto tale esito. Nell’ipotesi in cui, infatti, l’investimento risulti essere non remunerativo, l’investitore può pensare (applicandola) ad una strategia d’uscita, che vedrà la sua concretizzazione nel momento in cui il medesimo si renderà conto del fatto che non vi sono margini di risanamento e/o di risoluzione della crisi.

Nel caso in cui l’investimento si riveli infruttuoso, l’investitore abbandona quando si rende conto che non è più possibile risolvere la situazione di crisi.

Il disinvestimento può avvenire nelle quattro modalità di seguito schematicamente rappresentate e, cioè:

- con la quotazione in Borsa dei titoli della partecipata;
- con la vendita dei titoli ad un’altra società o investitore istituzionale;
- con il riacquisto della partecipazione da parte del gruppo imprenditoriale originario;
- con la vendita a nuovi e vecchi soci.

Quando l’investitore istituzionale accede ad una compagine sociale *high growth* durante la fase di start up, si dovrà inevitabilmente parlare di “*venture capital*”.

Il tentativo che si vuole fare in questa sede è anche quello di provare a capire quali sono le più diffuse ragioni in presenza delle quali una società permette l’accesso all’interno della sua compagine ad un socio esterno, che ha scopi che non risultano afferenti in modo diretto ed esclusivo alla gestione.

Le ragioni a presidio di tale operazione possono essere le più disparate. Alcune società accettano – per così dire – l’ingresso di capitali diversi, allo scopo di migliorare il rapporto tra capitali e mezzi propri.

A titolo meramente esemplificativo, una società che ha una esposizione debitoria eccessiva con le banche o con altri creditori (ad esempio gli obbligazionisti) rischia di non essere in grado di onorare le scadenze in quanto non può assicurare risultati solidi – sotto il profilo finanziario – attese le particolari contingenze di un mercato che ne rendono ancora più vulnerabile la liquidità e la posizione finanziaria.

Il rischio è, insomma, che vi sia uno squilibrio tra mezzi propri e debiti, tale da rendere inefficiente la gestione e da costringere a destinare le poche residue liquidità al solo pagamento dei debiti.

In casi del tutto diversi, la scelta di ricorrere a un socio investitore ha come *ratio* quella di dare impulso decisivo ad un progetto, facendolo definitivamente decollare.

È questo il chiaro caso di una start up o di un progetto imprenditoriale o di una piccola impresa che, per vedere la luce e trovare il definitivo appagamento progettuale, necessita di mezzi terzi che non necessariamente equivalgono all’indebitamento.

Quest’ultimo, infatti, al di là delle insidie cui conduce (e che vengono nitidamente percepite e universalmente conosciute e temute) è poco utilizzato anche alla luce del fatto che il sistema bancario del nostro Paese è storicamente poco avvezzo a dare fiducia alle realtà minori, finanche finanziandole, specie se sono dislocate e localizzate in contesti territoriali ad alta insidia e pericolosità.

È, perciò, di tutta evidenza che il *private equity* può – esso stesso – rendere possibile anche lo stesso avvio di una realtà aziendale, così come per facilitarne il potenziamento, come nel caso delle attività di ricerca e sviluppo¹, risultando così dirimente e determinante sia per la fase genetica che per quella di crescita fattiva di una compagine sociale.

¹ Nella realtà concreta, le operazioni di intervento a titolo di capitale di rischio sono così tante e così specializzate, che ormai sembra difficile concepire contratti standardizzati per esse.

Ovviamente, per le società di investimento si tratta di interventi a rischio. In primo luogo, perché devono proiettare il potenziale guadagno derivante dal *private equity* in un arco temporale sufficientemente lungo da renderlo possibile e credibile, ma con il pericolo di non riuscire a prevedere tutte le variabili che nel frattempo potrebbero incidere negativamente sulla gestione.

Inoltre, in caso di difficoltà della società, sarà abbastanza difficile per il socio investitore liquidarsi della quota di capitale investita, anche perché, in genere, come abbiamo detto, non parliamo di realtà quotate in borsa, per cui non esiste un vero mercato secondario in cui cedere ad altri il capitale.

Quando il socio investitore finanzia una realtà già matura, si parla anche di *replacement capital*, che si ha nel caso in cui si limita a sostituire uno o più azionisti di minoranza, ovvero senza mutare il capitale di controllo. In una simile condizione non è detto che le risorse in dotazione della società aumentino, a seconda dell’apporto netto.

Se, invece, a cambiare è proprio il pacchetto di controllo, allora siamo in presenza di un’operazione di *buy out*. A sua volta, si ha un *leveraged buy out*, quando l’acquisto della maggioranza del capitale avviene ricorrendo all’indebitamento, che sarà rimborsato con i flussi di cassa che si prevede saranno generati dalla gestione dell’azienda acquisita. Si ha, invece, un *management buy out*, quando alcuni manager interni o esterni

Con specifico riguardo al *venture capital*, volendo abbozzare una digressione storica, va riferito che la prima società di *venture capital* fu ARD (*American Research & Development*) creata nel 1946 dall'allora presidente del MIT, Karl Compton.

Durante gli anni Cinquanta e Sessanta, molti dei fondi raccolti dalle società di *venture capital* rappresentarono la 'vasca di raccolta' (del tutto provvisoria) degli investimenti nel settore immobiliare e petrolifero; all'avvento del periodo crepuscolare degli anni '60, però, si percepì forte e vistosa la tendenza a concentrare gli interventi nelle *start up* tecnologiche, cornice che – ad oggi – rimane l'area prevalente di attività.

Solo agli inizi degli anni '80, comincia a svilupparsi nel Vecchio Continente il mercato del *private equity* e del *venture capital*; l'Europa, insomma, era nettamente in ritardo rispetto al mercato statunitense. In questo periodo, per "*venture capital*" si intendeva perciò l'apporto di capitale azionario (anche sotto forma di sottoscrizione di titoli convertibili in azioni) da parte di operatori specializzati.

Tale contribuzione si verificava in un periodo ben definito e contingentato, e veniva fatta con riguardo a realtà aziendali, sì, non quotate ma che disponevano di un potenziale di sviluppo quanto a nuovi prodotti o servizi, nuove tecnologie, nuove idee di business² così elevato da meritare attenzione e fiducia, specie ai fini dell'investimento.

Insomma, la partecipazione, al tempo, veniva considerata uno *step* tanto necessario quanto breve: costituiva una tappa, insomma, transitoria e funzionale al solo conseguimento di un elevato *capital gain*³ in sede di dismissione, visto che la promiscuità prodottasi tra la liquidità immessa nel circolo produttivo e l'ampio novero di conoscenze che sottendono a quel circolo produttivo medesimo (il *know-how*) avrebbe prodotto una crescita valoriale rilevante.

Al di là del fatto che l'investimento istituzionale nel capitale di rischio aziendale va inevitabilmente incontro, è evidente che la matrice, le caratteristiche essenziali di una così concepita forma di investimento rimangono, fondamentalmente, invariate rispetto a quelle mutate dai primi anni '80.

Gli anni novanta vedono la nascita in Europa di molti mercati azionari paralleli, funzionali attraverso le IPO per la dismissione dell'investimento delle società di *venture capital*; a ciò si aggiunge il fatto che in quegli anni i governi comprendono l'importanza del ruolo del *venture capital* come motore di sviluppo

all'azienda ne acquistano una quota, affiancati da una società di *private equity*. Questa può rilevare una quota di maggioranza, anche tramite la sottoscrizione di un patto di sindacato, o acquisire un pacchetto di minoranza.

² A. GERVASONI-F.SATTIN, *Private equity e venture capital*, Guerrini Studio, Milano, 2008, *passim*.

³ Il *capital gain* può essere identificato come la differenza tra prezzo di emissione e prezzo di rimborso, ovvero una plusvalenza costituita dalla differenza tra il prezzo percepito all'atto della cessione della partecipazione e il costo d'acquisto al lordo degli oneri accessori, ad esclusione degli eventuali interessi passivi, o il valore rideterminato in caso di rivalutazione delle partecipazioni stesse ai sensi dell'art. 5 della Legge n. 448/2001, dell'art. 2 del D.L. n. 282/2002 e successive modificazioni.

dell'economia, a volte sovvenzionando direttamente l'attività, altre volte creando un quadro legislativo e una tassazione favorevole.

Tutto ciò ha determinato una solare ed inevitabile conseguenza: l'attività di *venture capital*, in termini di nuovi capitali raccolti in Europa, si è di fatto moltiplicata di circa 5 volte dal 1997 al 2017, raggiungendo € 92 miliardi.

Il mercato ha poi subito una battuta d'arresto negli anni seguenti il 2000 a causa del crollo delle internet company, per poi crescere nuovamente a partire dal 2004, raggiungendo i suoi massimi nel 2006, per poi riscendere dal 2009 per effetto della crisi finanziaria globale. Il mercato è poi tornato a crescere nel 2016-2017.

L'*European Venture Capital Association* (nota con l'acronimo di EVCA) definisce il fenomeno del *venture capital* come l'attività di finanziamento dell'impresa nei suoi primi anni di vita, nella fase embrionale o start-up, mentre associa al *private equity* quelle attività di immissione di liquidità in favore di imprese che già risultano presenti nei mercati e che fagocitano il finanziamento al fine di risanarsi, ristrutturarsi, o semplicemente allo scopo di crescere ulteriormente⁴.

In Italia, grazie all'Associazione Italiana del *Private Equity* e *Venture Capital* (nota con l'acronimo di AIFI), il *private equity* è definito come “*quell'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*”. Insomma, da tale definizione ben può desumersi che il *venture capital* finisce quasi col mescolarsi all'attività di *private equity*, rappresentando però – in modo più preciso e veritiero – una “*species che sta nel genus*”⁵.

Infatti, con il *venture capital* vengono – di fatto – plasmate attività di *private equity* aventi lo scopo di alimentare le casse di quelle imprese che stanno gemmando o che sono gemmate da poco, insomma di quelle imprese che versano nei primi anni del loro ciclo esistenziale (si parla anche di *seed capital* e *start-up capital*).

Proprio con specifico riguardo al ciclo di vita di una realtà aziendale, è d'uopo distinguere diverse tipologie di *private equity*, tutte scevre da qualsiasi riconducibilità al *venture capital*. Con il termine – sostanzialmente “indiziario” – di “*expansion capital*” si intende quella particolare tipologia di investimenti volti a dare sostegno ad un'impresa già costituita.

Diversamente, con il termine di “*turnaround investment*” si intendono quegli investimenti destinati a sanare e sedare cicli di vita patologici e, dunque, al di fuori dell'ordinarietà. È, quindi, di tutta evidenza che

⁴ A.I.FI. “*Venture Capital*“, Il sole 24 Ore Libr, PG, 1990.

⁵ A. GERVASONI, F.SATTIN, *op. cit.*

con l'immissione di liquidità – da parte dei *venture capitalist*⁶ – nei cicli di vita di una compagine aziendale quale ne sia lo scopo ed il momento legato al ciclo di vita, si registra lo sviluppo di nuovi prodotti e nuove tecnologie che gettano il seme essenziale ai fini di un rinsaldamento e/o un rilancio della struttura finanziaria della società⁷.

In generale, con il termine *venture capital* si rimanda ad una specifica forma di finanziamento che si sostanzia nella acquisizione di partecipazioni al capitale azionario (acquisizione, tendenzialmente, di minoranza) o nella sottoscrizione di obbligazioni convertibili nelle medesime società; tutte iniziative che hanno l'evidente *ratio* di promuovere un processo accelerato di sviluppo all'interno della realtà aziendale (processo di sviluppo che viene anche guidato e sospinto).

L'acquisizione delle partecipazioni ha, tuttavia, durata contingentata e transitoria, in quanto l'intenzione dell'acquirente/*venture capitalist* è quella di promuovere, successivamente ed in un arco temporale medio-lungo, uno smobilizzo delle partecipazioni medesime, così da costituire un lucro in conto capitale, la cui valutazione ed il cui esatto computo promana dalla differenza tra il valore di assunzione delle partecipazioni ed il contestuale valore dato dalla loro successiva cessione sul mercato.

Le differenze con le altre forme di finanziamento possono ricollegarsi a tre importanti fattori:

- assunzione del rischio di impresa (che si palesa proprio nella materiale acquisizione delle partecipazioni all'interno del capitale sociale. Infatti, con la soddisfacente conclusione di tale operazione, l'acquirente finisce con il conseguire la qualifica di socio imprenditore, finanziando tra l'altro una compagine ed un progetto il cui esito ed il cui orizzonte non è detto che siano certi e definiti);

- supporto finanziario abbinato a un supporto di gestione dell'impresa finanziata (l'attività del *venture capitalist* non è una asettica erogazione di capitali, ma è un contributo che si attaglia anche al profilo umano, professionale e gestionale; quella del *venture capitalist* è, insomma, una vera e propria attività consulenziale con cui lo stesso dà supporto finanziario e manageriale alla compagine sociale. Il *venture capitalist* apporta idee, stimoli, esperienza, contatti, relazioni ed è un "intermediario" attivamente coinvolto nella gestione delle imprese che finanzia);

- le partecipazioni al capitale hanno carattere temporaneo e generalmente minoritario (infatti, sebbene il *venture capitalist* si limiti all'acquisto di partecipazioni, il suo obiettivo non è l'acquisizione del controllo ma dare all'impresa quella liquidità e quel contributo gestionale necessari affinché la società medesima possa accrescere esponenzialmente il proprio valore e consentire – proprio al *venture capitalist*, in

⁶ I "venture capitalist" sono gli operatori attivi nel mercato che genericamente vengono definiti in tale modo indipendentemente dalla tipologia di operazione

⁷ Il *private equity* può anche essere impiegato per risolvere problemi connessi con l'aspetto proprietario dell'impresa o con una sua generale ristrutturazione infatti, è lo strumento privilegiato per operazioni di *buy out/buy in* da parte dei manager esperti.

un lasso di tempo contingentato la realizzazione dell'obiettivo genetico dell'investimento, ovvero una consistente plusvalenza riveniente dalla successiva dismissione delle partecipazioni. È, insomma, un'attività del tutto transitoria ove, già dalle fasi genetiche, viene programmato e pianificato l'*exit* moment. Ciò comporta che, pur avendosi una compartecipazione al capitale di rischio, il finanziamento finisce col cristallizzarsi comunque come un'operazione di intermediazione finanziaria. L'attività si conclude con lo smobilizzo delle partecipazioni, attività che determina una rotazione del portafoglio azionario)⁸.

L'attività di *venture capital* viene – dunque – veicolata e concretizzata attraverso la adoperazione di strutture e modalità diverse: si fa sovente ricorso alla creazione di un veicolo societario che fa da mezzo di raccolta del capitale proveniente dagli investitori. Tale capitale, viene poi fatto confluire, sotto forma di partecipazioni, verso le imprese *target* (imprese, come già detto, caratterizzate da un'elevata crescita potenziale).

Una prima struttura che afferisce al *venture capital* è la c.d. *Limited Partnership*, in cui confluiscono due differenti tipologie di azionisti: i *limited partner* ed i *general partner*; i primi sottoscrivono le quote del fondo e dispongono di facoltà e poteri limitati nella gestione dello stesso e nella scelta degli investimenti da programmare ed effettuare; i secondi, oltre a sottoscrivere le quote del fondo, sono anche attivamente responsabili della gestione di quest'ultimo ed hanno responsabilità illimitata e, dunque, ben oltre i limiti dei loro conferimenti.

Tale struttura presenta numerosi vantaggi, primo fra tutti il fatto che in numerosi paesi (in particolare Regno Unito e Stati Uniti) gode della c.d. neutralità fiscale, di conseguenza profitti, perdite e plusvalenze verranno tassate in capo ai partner, in relazione alla percentuale di partecipazione stabilita all'interno dell'accordo di *partnership*.

L'accordo *de quo* è, in buona sostanza, un elemento che può considerarsi alla stregua di uno statuto: costituisce, insomma, un documento che disciplina il funzionamento della società ed i rapporti fra i *partner* e non è soggetto a registrazione né ad alcuna regolamentazione, che i *partner* possono regolamentare in assoluta

⁸ È opportuno sottolineare che l'imprenditore che richiede tali interventi deve avere i medesimi obiettivi di crescita accelerata imposti da quest'ultimo al fine di ottenere i numerosi vantaggi che ne derivano, quali:

- a. maggior facilità di reperire i fondi utili per finanziare obiettivi di investimento, ricerca e sviluppo pianificati;
- b. possibilità di ottenere servizi e consulenze in materia finanziaria, nonché nelle altre aree di gestione aziendale;
- c. miglioramento dell'immagine e dell'affidabilità finanziaria;
- d. miglioramento della forza contrattuale nei confronti del sistema bancario, dei fornitori, in virtù della maggiore consistenza economico-finanziaria ottenuta;
- e. possibilità di realizzare una strategia di gestione professionale e meno soggetta ai condizionamenti di natura familiare.

libertà, a titolo esemplificativo includendovi e indicandovi le modalità di divisione dei profitti, o le modalità di esercizio di voto ecc.).

Ebbene, i termini dell'accordo possono addirittura essere coperti da assoluta segretezza, non essendo soggetti a controllo pubblico. Un altro importante vantaggio della *limited partnership* risiede nel fatto che la struttura del capitale è flessibile, non essendo soggetta a regolamentazione stringente, a compartimenti stagni, con riguardo al mantenimento di un determinato ammontare di capitale o al suo rimborso.

Infine, per le *limited partnership* non vi è l'obbligo della revisione contabile ed esse non devono seguire alcuno standard contabile nel redigere i propri bilanci. La struttura di una attività di *venture capital* può anche assumere la forma di società per azioni, in cui gli azionisti sono anche investitori e sono soggette, al contrario delle *limited partnership*, alla tassazione sui guadagni realizzati in conto capitale e non distribuiti.

La struttura attraverso la quale si realizza, sovente, l'attività di *venture capital* in Italia è, invece, quella del *Fondo chiuso di investimento*. Tali fondi godono di una posizione patrimoniale autonoma rispetto ai sottoscrittori e alle realtà sociali che li gestiscono ed in Italia tali fondi rientrano nella cornice delle SGR - Società di gestione del risparmio.

Questa è la soluzione indicata dal legislatore italiano per effettuare l'attività di gestione collettiva del risparmio, un fondo chiuso colloca un numero prefissato di quote e non è possibile andare oltre, mentre per i sottoscrittori non è possibile richiedere il rimborso se non alla scadenza contrattuale. Se la società di gestione intende raccogliere nuovo capitale, deve necessariamente procedere con la costituzione di un nuovo fondo⁹.

1.2 – Tipologie di investimento

I rapporti che intercorrono tra una realtà aziendale e l'investitore vivono, a loro volta, un processo di diversificazione che può essere ascritto a diversi elementi. Più nel dettaglio, l'investimento finisce – come è anche logico che sia – col conformarsi e plasmarsi in base alle diverse fasi del ciclo di vita dell'impresa ed in base, perciò, alle situazioni contingenti più disparate che le realtà aziendale vivono.

Infatti, le esigenze di una compagine imprenditoriale portano ad intravedere diversi “momenti” relativi alle fasi di sviluppo aziendale, di tal guisa che l'immissione di liquidità (l'investimento) deve essere specifico, ponderato, efficiente.

⁹Cfr. F. MISHKIN, S. EAKINS, E. BECCALLI, *Istituzioni e mercati finanziari*, 2018, Milano, *passim*.

L'investitore istituzionale parametrerà l'investimento sulla base delle prospettive – più o meno rosee – dell'azienda, o piuttosto sulla scorta delle sue esigenze o delle sue dimensioni o – ancora – di un suo già compiuto avviamento.

L'esigenza di finanziamenti esterni costituisce, insomma, un momento fisiologico ed imperituro dell'esistenza di una *start-up*: ogni azienda in crescita, commisura infatti i finanziamenti esterni sulla scorta degli obiettivi e delle fasi di sviluppo che vive.

Si può, perciò, affermare a giusta ragione che anche gli investimenti delle *start-up* seguono un proprio ciclo, definito *financing cycle*.

La prima fase di finanziamento si attesta in una fase talmente embrionale della *start-up* che non può nemmeno assurgere al rango di finanziamento nel senso originario del termine. Questa fase viene definita '*pre seed*' e coincide in buona sostanza con quel momento nel quale i fondatori pianificando, creano e, perciò, cercano di dare sostanza alla propria idea.

Questa è la fase nella quale si registra l'iperattivismo dei finanziatori più comuni, che vanno ad aggiungere le proprie liquidità a quelle già devolute – ai fini della positiva realizzazione del progetto – dagli ideatori stessi: vale a dire, i cosiddetti FFF (*Family, Friends and Fools*) ovvero gli amici, i familiari e gli 'stolti'.

I più fortunati tra gli aspiranti imprenditori si avvalgono sovente della preziosa contribuzione di un incubatore, per mezzo e per merito del quale l'impresa viene costituita *on the stage* in collaborazione tra l'ideatore e i professionisti di organizzazione aziendale e ingegnerizzazione.

Le attenzioni del *venture capital* si concentrano generalmente, nel momento genetico della compagine, sui finanziamenti '*seed*' (letteralmente finanziamento del 'seme'): è proprio in tale fase, infatti, che il fondo apporta capitali di limitata entità (mediamente 100.000-150.000€)¹⁰, così foraggiando un'impresa che, sì, esiste ma di cui non si è ancora superata la fase di test o di prototipazione: in parole poverissime, il progetto c'è, ma manca la comprova della validità economico-commerciale del prodotto e/o servizio che si intende offrire.

Le competenze richieste constano, quindi, di un substrato non solo manageriale ma, soprattutto, tecnico e scientifico; tuttavia, essendo assai specifiche, tali competenze difficilmente potranno essere convogliate all'interno delle strutture organizzative delle società di *venture capital*.

La fase immediatamente successiva a quella *seed* è lo '*start up financing*'; all'interno e nello sviluppo di tale fase, l'investitore dà il proprio materiale contributo nella fase di avvio dell'attività produttiva di imprese

¹⁰ Cfr. <https://www.altalex.com/documents/news/2020/04/15/da-startup-a-scaleup-l-importanza-del-round-di-finanziamento-di-serie-b>.

nuove o molto giovani (un anno o meno di attività) pur non avendo la piena ed assoluta contezza della validità commerciale del prodotto o servizio.

Dunque, la fase di sperimentazione è stata superata e il prodotto è già stato sviluppato e verificato, seppur a livello di prototipo; addirittura possono essere state pienamente evase le fasi relative alla sua ingegnerizzazione e brevettazione. La società formalmente, insomma, esiste, disponendo di un assetto gestionale già formato e che ha già avviato i test sul prodotto nonché opportune ricerche di mercato.

In Italia l'apporto di capitali, in tale fase, rientra in un *range* tra i 700.000 e il milione di euro.

Se l'impresa riesce a superare in modo pienamente soddisfacente questa fase – diciamo così – proto genetica (definita '*early stage*'), vuol dire che essa è riuscita a comprovare e dimostrare la validità del prodotto o servizio offerto, di fatto potendo passare alla successiva fase di '*early growth*' in cui si lavora sul *business model*, sul piano di *marketing* e sul piano di strategia commerciale necessari per acquisire nuovi clienti ed espandersi.

In questo particolare momento temporale, è possibile riscontrare la presenza di finanziamenti di serie A e serie B, solitamente erogati da Venture Capital una volta che la società abbia sviluppato un *track record*, vale a dire una traccia all'interno della quale rientrano elementi valutativi che promanano da una base di utenti, da cifre concernenti le entrate e – ancora – una concreta ma al contempo futuribile validazione del mercato.

Il primo obiettivo è, dunque, quello di ottenere un finanziamento di serie A, cioè un finanziamento economicamente corposo: tale finanziamento, nella sua rilevante entità, viene tradizionalmente devoluto e riconosciuto in favore di quegli imprenditori – per così dire – rodati, dall'esperienza conclamata, che dimostrino – cioè – di aver elevato il *business model* sino al punto di fargli quasi rasentare la perfezione e di voler dar seguito al proposito di sviluppare prodotti connessi allo scopo di promuovere la creazione e proliferazione di nuove opportunità e frontiere di distribuzione.

Il finanziamento più complicato da ottenere, ma al contempo il più ambito, è quello di serie B. La difficoltà che si registra in questa fase, risiede nel fatto che, per l'imprenditore, non è più sufficiente la asettica dimostrazione di quali possano essere le prospettive e gli obiettivi futuri, ma anche l'*expertise* accumulata nel tempo e, perciò, i risultati non più futuribili ma ottenuti nel passato come cartina al tornasole di quelli che, invece, possono essere ottenuti – per l'appunto – nel futuro, su larga scala.

Questi finanziamenti sono quindi rivolti ad imprese di medie dimensioni che sono pronte a consolidare o migliorare la loro posizione all'interno del mercato. Il finanziamento di serie B consente all'impresa di passare dalla fase di '*start-up*' ad una fase di '*scale up*', acquisendo nuove società, entrando in nuovi mercati geografici o merceologici.

Se l'investimento, invece, ha come obiettivo quello di favorire e supportare la crescita di imprese già esistenti, assumerà il *nomen* di *expansion financing* o *development capital*, proprio perché il capitale è volto ad alimentare le casse di una struttura aziendale che già può dirsi giuridicamente esistente e che, magari,

necessità di quelle risorse per concretizzare e portare a compimento il proprio progetto di sviluppo. Lo sviluppo può essere generalmente perseguito attraverso l'aumento o la diversificazione della capacità produttiva, l'acquisizione di altre aziende, oppure l'integrazione con altre realtà imprenditoriali, fermo restando un elevato grado di autonomia operativa delle singole unità.

Si parla, invece, di:

1. *replacement capital* (capitale di sostituzione), quando gli interventi di finanziamento assolvono all'obiettivo di sostituire quell'azionariato che non ha più alcuna iniziativa né più alcun coinvolgimento manageriale nell'attività d'impresa;

2. *buy out*, per identificare quelle operazioni volte a promuovere il cambio di proprietà dell'azienda.

Diverse sono le definizioni (e le concettualità) riguardanti le situazioni più propriamente patologiche. Insomma, come vengono definite quelle operazioni di finanziamento volte a favorire l'emersione da una situazione debitoria da parte di un'impresa.

Il termine che si adopera in tali situazioni è *'turnaround'*. Per *turnaround*, si intendono quegli interventi finanziari volti a ristrutturare una compagine sociale in crisi. L'investimento si concretizza in un apporto tanto di capitale quanto di competenza professionale, al fine di riportare l'azienda su adeguati livelli di reddito; soprattutto in questo tipo di operazioni l'investitore tende a preferire l'assunzione, almeno temporanea, di quote di maggioranza.

Ancora differente è la casistica relativa a quegli investimenti che, invece, sono funzionali all'ingresso dell'azienda nel mercato borsistico: si parla, in tal caso, di *bridge financing*, cioè di finanziamento 'ponte' tra lo status di azienda a capitale chiuso e quello di società quotata. L'apporto finanziario è spesso molto elevato ma per periodi brevi e programmati, il rischio del *venture capitalist* in questa è molto contenuto.

Le competenze degli operatori che effettuano il *bridge financing* sono essenzialmente di natura analitico-finanziaria, in quanto il contributo richiesto all'investitore in questa fase comprende sia l'apporto finanziario sia una consulenza tecnica.

Insomma, alla luce della classificazione – relativa alle tipologie di finanziamento – sopra esposta, gli interventi degli investitori istituzionali nel capitale di rischio sono riconducibili a tre macro-classi:

- finanziamento dell'avvio;
- finanziamento dello sviluppo;
- finanziamento del cambiamento/trasmissione d'impresa.

In ragione delle considerazioni volte a tracciare una netta linea di demarcazione tra *private equity* e *venture capital*¹¹ di cui ai precedenti capoversi, si può *ictu oculi* osservare come il minimo comun denominatore delle prime due classi di investimento sia quella proprio del *venture capital*, che è il ‘cappello’ finanziario sotto il quale vengono fatti rientrare i finanziamenti delle *start up* e di quelle imprese che necessitano di liquidità per promuovere lo sviluppo del proprio progetto.

D'altronde, sempre intingendo in una digressione – per così dire – semantica, ‘*venture capital*’ è nient'altro che il capitale ‘venturo’, il capitale – insomma – del futuro.

Diversamente, la terza classe di investimento afferisce alle attività di *buy out*.

1.3 - Tipologie di operatori: le SGR, le SICAF e le SIS

Con il decorso del tempo e l'avvento dell'era moderna e, più precisamente, con la crescita mutevole ed esponenziale delle esigenze degli imprenditori, il ventaglio dei soggetti che operano nel mercato del capitale di rischio si è ampliato oltre ogni ragionevole previsione.

Tale considerazione vale sia per le operazioni ‘dirette’ nel mercato del capitale di rischio che per le operazioni ‘indirette’ effettuate al suo interno (vale a dire, quelle operazioni che si verificano quando i soggetti si servono di specifiche società di investimento).

In definitiva, l'ampliamento del mercato del *private equity* e del *venture capital* ha determinato la proliferazione di diverse categorie di operatori; volendo trarne una sintesi, in questo *mare magnum* di categorizzazioni, la forma delle *limited partnerships* rappresenta certamente quella più diffusa in una accezione propriamente trasversale e transfrontaliera, avendo registrato un positivo sviluppo sia in Europa che negli Stati Uniti.

in Italia, in particolare, in base alle caratteristiche operative e alla struttura giuridica e manageriale, le categorie di operatori distinguibili e conosciute sono le seguenti:

- fondi chiusi a carattere sovranazionale/internazionale;

¹¹ Come già rappresentato, le differenze tra *venture capital* e *private equity* riguardano gli obiettivi che si prefiggono i relativi fondi, in quanto il VC nasce, appunto, come sottocategoria del *private equity*. Nello specifico, il *private equity* include quelle operazioni realizzate da investitori istituzionali in aziende che hanno già una storia solida alle spalle e hanno bisogno di partner finanziari per portare avanti una ristrutturazione, cambiare la proprietà o realizzare piani di sviluppo. D'altro canto, il *venture capital*, tocca operazioni effettuate da investitori istituzionali che entrano nel capitale di un'azienda in fase di avviamento (*start up*).

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

Volendo individuare il *trait-union*, l'elemento comune tra le categorie di operatori generalmente assunte e conosciute sotto un profilo meramente dottrinale e quelle di cui si ha maggiore contezza all'interno della nostra cornice nazionale, si può affermare che gli operatori *tout court* (non solo in Italia), agiscono diffusamente tramite la struttura del fondo mobiliare chiuso, promosso da una società di gestione.

Tali operatori raccolgono capitali presso investitori istituzionali a cui vengono attribuiti quote del fondo. Il fondo viene definito – non casualmente – come 'chiuso' perché i sottoscrittori non hanno la facoltà/possibilità assoluta di riscattare le quote in qualunque momento lo vogliano, dovendo piuttosto soggiacere ad un differimento dei termini di riscatto, al termine della vita del fondo stesso (solitamente pari a 10 anni.). Per poter liquidare l'investimento i sottoscrittori possono esclusivamente scambiare le quote detenute nel mercato secondario.

Il fondo è 'chiuso' anche in ragione del fatto che non è permesso ai sottoscrittori di entrare, una volta che la raccolta programmata è stata completata.

Al di là dell'orizzonte chiuso o aperto che contraddistingue il fondo, esso presenta - nella maggior parte dei casi - dimensioni tutt'altro che modeste, operando all'interno di intere fette di mercato continentali o addirittura mondiali, di tal guisa che gli investitori vengono spronati alla ricerca del massimo rendimento, innalzando l'asticella del *quantum* degli investimenti, fiutando e ricercando investimenti di dimensioni – come si diceva – tutt'altro che ancillari, e finendo con l'ampliare così, oltremodo, la dimensione stessa dei fondi proprio in virtù di questa spasmodica ricerca del massimo profitto possibile.

E tali operatori, nella concreta predisposizione delle suddette attività, si avvalgono delle 'Società di Gestione del Risparmio', insomma strutture societarie introdotte *ad hoc* attraverso il Testo Unico della Finanza nel 1998, che le ha definite come le società autorizzate ad assolvere alla concreta realizzazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il quale richiede la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni di investimento e amministrazione dei rapporti con i partecipanti (c.d. società promotrice del fondo, e attraverso la gestione del patrimonio di OICR di propria o altrui istituzione mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti o altri beni mobili o immobili (c.d. società di gestione del fondo)¹².

¹² Cfr. F. MISHKIN, S. EAKINS, E. BECCALLI, *op. cit.*.

Le SGR possono anche prestare altri servizi quali la gestione di portafogli, la consulenza in materia di investimenti, la ricezione e trasmissione di ordini. La custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide di un fondo comune di investimento è affidata ad una banca depositaria, la quale accerta la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote del fondo, accerta la correttezza del calcolo del valore delle quote del fondo, esegue le istruzioni impartite dalla SGR se non contrarie alla legge ed è responsabile nei confronti dell'SGR e dei partecipanti ai fondi di ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell'inadempimento dei propri obblighi. Il patrimonio dell'SGR è distinto da quello del fondo.

L'Italia ha di recente conosciuto anche una ulteriore categoria di finanziamento, un diverso strumento teso alla predisposizione delle operazioni di *private equity*: le SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*). Le SPAC sono veicoli d'investimento quotati, costituiti allo specifico fine di raccogliere capitali mediante una IPO, così da acquisire e incorporare una società *target* operativa non quotata¹³.

Sempre allo scopo di offrire un quadro – delle operazioni di investimento e delle tipologie di operatori – più ampio, va osservato che particolarmente diffusi (anche se in Italia rappresentano una categoria ancora di nicchia) sono i *corporate venture capitalist*: aziende che investono, direttamente o tramite un fondo dedicato, in società obiettivo.

L'obiettivo mal celato di tali società non è meramente finanziario ma molto più profondamente strategico, mirando – a titolo esemplificativo – a fagocitare ed acquisire le tecnologie ed il *knowhow* di una particolare azienda.

Dunque, il CVC (il *corporate venture capitalist*) afferisce ed appartiene al “gruppo” del venture capital, in quanto l'investitore/finanziatore che immette liquidità in una Start-Up (il cosiddetto *venture capitalist*) è un'azienda o un grande gruppo industriale.

I vantaggi, però, non sono solo appannaggio del CVC (che, come dianzi si scriveva, acquisisce il *know-how* e le tecnologie di un'impresa), ma sono reciproci, vicendevoli, e quindi sussistenti anche dal lato delle Start-Up.

Queste ultime finiscono con l'affidarsi ad un finanziatore credibile, che nutre e che palesa un vistoso interesse verso il progetto, il *know how* aziendale e la tecnologia sviluppata; l'azienda, dal canto suo, nella maggior parte dei casi, investe in realtà vicine o utili al suo core business, potendo così utilizzare “a proprio vantaggio” il lavoro della *start up* come farebbe con un proprio centro di ricerca e sviluppo¹⁴.

¹³Il fenomeno SPAC In Italia; IlSole24ore <http://www.diritto24.ilssole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2019-03-19/il-fenomeno-spacitalia-163304>

¹⁴ Storicamente, anche alla luce della questione ‘meridionale’ che è sempre particolarmente avvertita ed empatizzata (oltre che trattata a livello governativo), in Italia sono numerosi i soggetti giuridicamente pubblici che hanno operato allo scopo e per l'obiettivo di dare sostegno ad aree geografiche depresse o settori in difficoltà. Negli ultimi decenni, accanto a questi soggetti sono apparsi, in Italia e in tutta Europa, alcuni operatori istituzionali caratterizzati da una matrice pubblica o semi-pubblica che operano però, come privati. Sempre di recente, è

E le SICAF?

Secondo il TUF (Testo Unico della Finanza), per SICAF devono intendersi le società di investimento a capitale fisso, ovvero quelle realtà che promuovono forme di investimento collettivo del risparmio, chiuse, aventi forma giuridica di S.p.A. a capitale fisso ed aventi altresì sede legale e direzione generale in Italia, con oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi.

Si può quindi parlare di SICAF in presenza dei seguenti elementi caratteristici:

- OICR chiuso:
- capitale fisso: rispetto alle SICAV sparisce il carattere di variabilità del capitale, nonché la coincidenza tra quest'ultimo e il valore del patrimonio;
- esclusività dell'oggetto sociale: le risorse monetarie raccolte attraverso la vendita non solo delle proprie azioni ma anche di altri strumenti finanziari partecipativi, devono essere collettivamente e obbligatoriamente impiegate in investimenti, anche immobiliari

Assumendo la qualifica di 'soci' a tutti gli effetti, i partecipanti di una SICAF possono affermare il proprio pensiero suggerendo le soluzioni manageriali e strategiche che ritengono opportune, condizionando in modo decisivo le politiche di gestione finanche attraverso l'esercizio del diritto di voto.

creciuto nel settore analizzato il ruolo dei fondi sovrani, come datori di capitale e come promotori della realizzazione di investimenti diretti con un modo d'operare simile al *private equity*.

Oltre alla classificazione sopra citata, è possibile suddividere gli operatori tra captive e indipendenti. I primi non si rivolgono direttamente al mercato dei capitali per ottenere risorse finanziarie e hanno come unica fonte di approvvigionamento la società capogruppo. Gli operatori indipendenti, invece, effettuano la raccolta presso molteplici investitori, sollecitandone la sottoscrizione di quote della società d'investimento o del fondo chiuso da essi gestito. Lo sviluppo di questo mercato è stato poi accompagnato dalla diffusione di molti investitori indipendenti, i quali oggi rappresentano la classe di soggetti dominante nel segmento in esame. Per completare il quadro degli operatori del capitale di rischio, bisogna porre l'accento su nuovi operatori che stanno comparando nel mercato.

Tra i tanti, i fondi di mezzanino, che forniscono debito che agevola la realizzazione di operazioni di *buy out*, i fondi di fondi e i fondi di secondario, che per diversificare il rischio possono decidere anche di effettuare investimenti diretti in imprese. Relativamente a questo aspetto, si deve evidenziare un aspetto importante: un investitore può investire in *private equity* indirettamente, tramite un gestore, ma anche direttamente nell'azienda oppure in co-investimento con un gestore. Su questa tematica, uno Studio condotto da Lerner¹² ha cercato di capire se sia meglio investire direttamente oppure con l'ausilio di un fondo. Il database utilizzato per lo studio è stato creato con l'aiuto prezioso di sette investitori di *private equity* con sette diversi focus d'investimento dal punto di vista geografico. Sono state poi raccolte informazioni su 392 operazioni di mercato svolte nel periodo 1991-2011. La conclusione tratta da Lerner è la seguente: "gli investimenti diretti sono un fenomeno ciclico di mercato e generalmente registrano performance migliori di quelli condotti con l'ausilio di un fondo".

La costituzione di una SICAF¹⁵ è preceduta e caratterizzata da un'ampia istruttoria, all'esito della quale la Banca d'Italia finisce con l'emanare un provvedimento – per l'appunto, costitutivo – sempre previo consulto della CONSOB che, a sua volta, la autorizza quando vengono verificati e documentati diversi elementi, tra cui:

- ❖ *in primis*, la cornice giuridica: è infatti necessario che la società assuma la forma di società per azioni;
- ❖ in secondo luogo, la localizzazione all'interno dei confini della Repubblica Italiana: è, infatti, d'uopo che la sede legale e della direzione generale insistano all'interno del territorio italiano;
- ❖ in terza istanza, un capitale sociale di ammontare mai inferiore a 1 milione di euro (ad eccezione delle SICAF riservate a investitori professionali, ove il limite è quello dei 500 mila euro);
- ❖ il possesso dei requisiti di onorabilità e di professionalità da parte degli esponenti aziendali;
- ❖ la previsione statutaria dell'investimento collettivo patrimoniale dedotta e rappresentata come oggetto esclusivo sociale e la contestuale previsione per la quale tale investimento sia raccolto mediante offerta al pubblico delle proprie azioni e degli strumenti finanziari partecipativi indicati nello statuto stesso;
- ❖ in ultimo, la stesura e pubblicizzazione di un programma che deve contenere informazioni ben precise, tra le quali l'attività, la struttura organizzativa e gli investimenti, la situazione patrimoniale, economica e finanziaria della compagine sociale nonché la progettualità, ovvero le previsioni di sviluppo dell'attività medesima.

Eppure, le SICAF non sono le uniche società a 'capitale fisso' nel panorama giuridico e finanziario domestico. Infatti, con il varo del Decreto Crescita (D.L. 34/2019), sono state introdotte nel tessuto normativo

¹⁵ Le azioni delle SICAF possono essere nominative o al portatore secondo quanto stabilito dallo statuto. Quelle al portatore attribuiscono un solo voto per ogni socio, indipendentemente dal numero di azioni di tale categoria possedute.

Lo statuto della SICAF indica le modalità di determinazione del valore delle azioni e degli eventuali strumenti finanziari partecipativi emessi e può prevedere:

- limiti all'emissione di azioni nominative;
- particolari vincoli di trasferibilità delle azioni nominative;
- l'esistenza di più comparti di investimento per ognuno dei quali può essere emessa una particolare categoria di azioni;
- la possibilità di emettere frazioni di azioni, fermo restando che l'attribuzione e l'esercizio dei diritti sociali sono comunque subordinati al possesso di almeno un'azione;
- nel caso di SICAF riservata, la possibilità di effettuare i versamenti relativi alle azioni sottoscritte in più soluzioni, a seguito dell'impegno dell'azionista a effettuare il versamento a richiesta della SICAF stessa in base all'esigenza.

Infine, va ricordato che le SICAF non possono emettere obbligazioni.

italiano una serie di misure che assolvono allo scopo di supportare e favorire la crescita delle Piccole e Medie Imprese, che sono il nerbo, l'architrave fondamentale su cui, notoriamente, si regge l'economia italiana, ed allo scopo ulteriore di consentire loro di affrontare situazioni patologiche, di più o meno acuta crisi finanziaria.

Il Decreto Crescita ha così inserito all'interno del D.Lgs. 58/1998 (Testo Unico della Finanza - TUF), una nuova struttura societaria chiamata Società di Investimento Semplice (SIS).

Il panorama finanziario italiano si amplia, dunque, con l'inserimento di nuovo strumento, per l'appunto la Società investimento semplice (d'ora in poi, anche SIS). Tali tipologie societarie collimano, di fatto, con un nuovo Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) di tipo chiuso allo scopo – come dianzi si accennava – di dare fattivo sostegno alle Piccole e Medie Imprese che non sono quotate nei mercati regolamentati, attraverso meccanismi atti a incentivare l'afflusso di capitali verso queste ultime.

Ai sensi del TUF, una SIS è considerata un gestore di fondi alternativi. Nella pratica, tuttavia, si può giustamente osservare che è una sorta di Società di Investimento a Capitale Fisso (SICAF), e che dispone dei seguenti elementi di peculiarità:

- i. è una società per azioni a capitale fisso, analogamente al ceppo originario (per l'appunto, le SICAF);
- ii. ha sede legale in Italia;
- iii. ha come oggetto esclusivo l'investimento collettivo che viene raccolto tramite azioni o altri strumenti finanziari di tipo partecipativo.

Partendo sempre dal riferimento normativo da cui le SIS gemmano, va osservato che nell'art. 27 co. 1 del Decreto Crescita, sono indicate anche le condizioni che le SIS devono osservare così da poter ossequiare alle funzioni per le quali sono state istituite:

- la denominazione sociale non può non includere la dicitura di “società di investimento semplice per azioni a capitale fisso”;
- un patrimonio netto contenuto entro il limite massimo di € 25 mln;
- il capitale sociale deve computarsi in non meno di € 50 mila, secondo quanto stabilito dall'art. 2327 c.c.;
- sia la sede legale che la direzione generale devono insistere all'interno del territorio della Repubblica Italiana;
- conformemente a quanto stabilito dallo statuto sociale, l'occupazione deve riguardare gli investimenti esclusivi del patrimonio raccolto in PMI (piccole e medie imprese, come *supra* accennato) che non sono quotate nei mercati regolamentati;

- non devono fare ricorso alla leva finanziaria: in altri termini non possono acquistare o vendere attività finanziarie che valgano di più rispetto al capitale posseduto;
- sono tenute a stipulare un'assicurazione sulla responsabilità civile, che sia congrua rispetto ai rischi derivanti dalla sua attività;
- sotto il profilo soggettivo, come stabilito ex post dal Governo, non vi è una limitazione “all’entrata” a scapito degli investitori. Insomma, la sottoscrizione del capitale sociale di una SIS non è riservato esclusivamente agli “investitori professionali”, ovvero a quei soggetti che hanno le conoscenze, le competenze e l’esperienza necessaria per prendere decisioni relative a investimenti o per valutare eventuali rischi che ne potrebbero derivare. Infatti, i possibili sottoscrittori del capitale sociale di una SIS possono essere anche i cosiddetti clienti *retail*: in questo modo si potrà disporre di un numero maggiore di risorse finanziarie da utilizzare per riaccendere il motore delle PMI, e far ripartire così gli investimenti privati.

Dal punto di vista strettamente organizzativo e gestionale, la SIS – proprio perché ha forma ‘semplificata’ – è uno strumento di facile gestione in termini operativi, anche in considerazione del fatto che i suoi investimenti sono limitati ai 25 milioni del suo patrimonio¹⁶.

Più nel dettaglio, le semplificazioni della SIS partono già dal suo inquadramento normativo, in relazione a quelle che poi sono le procedure deliberative assai più snelle: alle SIS vengono infatti applicate le disposizioni contenute nell’articolo 6, commi 1, 2 e 2-bis del TUF. Le SIS, in definitiva, soggiacciono allo *ius vigilandi* (al potere di vigilanza) della Consob e della Banca d’Italia ma molto meno appesantito, quanto meno ai requisiti richiesti ai fini deliberativi (come si vedrà nei successivi capoversi), rispetto alle SICAF.

È, però, importante tener conto della sottilissima (ma esistente) linea di demarcazione che separa le SIS dalle SICAF.

Una SIS, per quanto appartenga al *genus* delle SICAF, va comunque tenuta distinta dalle seconde.

Una prima differenza si annida nel fatto che nel momento in cui si richiede il rilascio dell’autorizzazione alla Banca d’Italia, il soggetto o la realtà che detiene almeno il 10% del capitale sociale di una SIS, oppure dispone del controllo o esercita una certa influenza sul governo della società, sarà tenuto a soddisfare unicamente il requisito di onorabilità. Nel caso di una SICAF, invece, vengono richiesti anche i requisiti di competenza e correttezza.

Un’altra differenza rispetto a una SICAF ordinaria, che gode della possibilità di poter demandare la gestione del patrimonio raccolto a un gestore esterno, le SIS prevedono una gestione del patrimonio

¹⁶ Le SIS fanno parte della categoria dei “Gestori di Fondi di Investimento Alternativi” (GEFIA), in base alla direttiva 2011/61/UE, e godono di un regime agevolato rispetto alle altre forme di investimento collettivo che sono disciplinate dal TUF.

esclusivamente da parte del consiglio di amministrazione o di eventuali comitati interni che ne abbiano la funzione.

CAPITOLO II

Venture Capital

SOMMARIO: 2.1. - Il processo di investimento; 2.2. - Le principali clausole contrattuali;
2.3. - Modalità di disinvestimento

2.1 – Il processo di investimento

È consuetudine che la SGR seguiti nel valutare in modo diretto le scelte di investimento sui patrimoni dei fondi, in piena adesione ed ottemperanza – come è logico che sia – ai rispettivi regolamenti di gestione e in coerenza con le specifiche politiche di investimento approvate dal Consiglio di Amministrazione.

In base ai ruoli e responsabilità dei diversi attori in gioco coinvolti, si possono distinguere diverse fasi valutative, tra le quali:

- a) *scouting*;
- b) pre-istruttoria;
- c) istruttoria;
- d) delibera di interesse del Fondo;
- e) *due diligence* e accordi contrattuali;
- f) delibera di investimento del Fondo;
- g) richiamo degli impegni;
- h) esecuzione dell'investimento;
- i) monitoraggio della partecipata;
- j) disinvestimento.

Procedendo con ordine ed in modo progressivo:

a) la fase di ***scouting***: essa consiste nel setacciare le opportunità che il mercato riserva e nell'individuare e selezionare le opportunità di investimento (c.d. *Target*). La ricerca delle *Target* avviene, di norma, per linee interne, e per linee esterne. Insomma, al fine di rendere sostanziale la ricerca ed individuare le profittevoli e vantaggiose opportunità di investimento, tutti i componenti del *Team* di investimento analizzano la fetta di mercato nella quale procedere con l'investimento, individuando i principali soggetti coinvolti, le tendenze proliferanti e le preesistenti compagini imprenditoriali.

Chiunque sia in possesso di informazioni sulla *Target*, è tenuto ad un insopprimibile obbligo di condivisione: deve, cioè, esserci la massima e più trasparente possibile concertazione tra tutti gli attori in gioco. Vale a dire che, i componenti del *Team* devono trasmettere tali informazioni in particolar modo al *Deal Flow Coordinator*, soggetto indipendente dagli *Investment Team*¹⁷.

All'interno di ciascun *Investment Team*, il *Management team* individua una figura, denominata *Target Manager*, che avrà la responsabilità di svolgere/coordinare tutte le attività della specifica *Target* e di tenere tutta la documentazione – relativa ai processi di investimento, monitoraggio e disinvestimento della stessa – correttamente archiviata nell'Archivio del fondo, dei singoli fondi, dovendo di fatto svolgere esclusivamente una verifica di *compliant* con i Regolamenti dei vari fondi e, sulla base delle previsioni previste negli stessi, individuare il fondo a cui assegnare la *Target*.

Egli è tenuto, altresì, ad un obbligo di rendicontazione, dovendo mantenere traccia ufficiale e, dunque, *per tabulas*, dell'attività compiuta. Ogni sette giorni, deve inoltre informare gli *Investment Team* di tutti i fondi delle decisioni e di tutti i convincimenti che ha assunto, in modo da trasferire ai succitati *Investment Team* le *Target* rispettivamente assegnate e quelle ascrivibili alla sfera di competenza degli altri *Investment Team*. In caso di conflitto tra diversi *Investment Team* sull'assegnazione definita dal *Deal Flow Coordinator*, la decisione finale spetta al Consiglio di Amministrazione¹⁸.

b) nella fase **pre-istruttoria**, le *Target* assegnate nella cornice della fase di *scouting* vengono inserite nel *Deal Flow* del fondo e rese oggetto, in seconda battuta, di un'analisi assai approfondita dall'*Investment Team* anche attraverso incontri preliminari con l'imprenditore/proponente. I *dossier* ritenuti di particolare apprezzamento e di interesse potenziale e futuribile, vengono quindi presentati al *Management Team*¹⁹ per un parere preliminare. Sulla base delle informazioni presentate, il *Management Team* può decidere:

✓ di abbandonare la *Target*. In tal caso, l'*Investment Team* dovrà darne prontamente contezza all'imprenditore/proponente;

✓ di approfondire l'analisi della *Target*. In tal caso, il *Management Team*: sarà tenuto a verificare e comprovare l'esistenza di eventuali situazioni di conflitto d'interesse, attraverso la raccolta di una apposita dichiarazione sottoscritta dai membri dell'*Investment Team* nel rispetto della procedura sui conflitti di interesse, dovendo poi assegnare la *Target* al *Target Manager*, il quale sarà il referente per la specifica *Target* e dovrà aggiornare periodicamente il *Management Team* (MTeam) con riguardo all'avanzamento delle attività di analisi e ogni altro aggiornamento.

¹⁷ Il ruolo degli *Investment Team* è quello di supportare lo svolgimento delle attività del fondo di interesse.

¹⁸ La SGR, tra l'altro, può sottoscrivere accordi di *origination* che prevedono una commissione di successo una tantum fino all'1% dell'importo investito dai fondi: tale costo è esclusivamente a carico della SGR. Non è prevista la possibilità di sottoscrivere accordi di *origination* con persone/società legate a qualsiasi titolo alla SGR. In particolare, per le persone fisiche sono escluse anche le parti alle stesse correlate.

¹⁹ Il *management team* è colui il quale ha il compito di gestire l'*Investment Team* nel corso di tutte le fasi del processo di investimento, monitoraggio e disinvestimento.

c) Nella fase **istruttoria**, il *Target Manager*, all'esito della approvazione del *MTeam*, procede con analisi ancor più approfondite (c.d. 'analisi di dettaglio') della *Target*, al fine di ottenerne conoscenza ancora più approfondita e ad ampio raggio ed allo scopo di individuare le opportunità e le eventuali insidie sottese all'operazione. A seguito delle nuove informazioni ricevute, il *Target Manager* provvederà sempre a verificare eventuali limiti di intervento derivanti dal Regolamento o da disposizioni normative e la presenza di eventuali conflitti di interesse conformemente alla procedura "Conflitti di interesse".

Nel corso dei successivi incontri con la *Target*, il *Target Manager*:

- ✓ sarà tenuto a rimpinguare e/o vagliare le informazioni raccolte;
- ✓ dovrà/potrà discutere le tipologie di intervento da parte del fondo;
- ✓ procederà, poi, ad uno screening generale dell'azienda o dell'investimento che si intende approfondire;
- ✓ valuterà, infine, in adesione e raccordo con l'imprenditore/proponente i dettagli di una possibile operazione, senza tuttavia impegnare in nessun modo la SGR o il fondo.

Ove si renda indispensabile uno specifico 'Accordo di Riservatezza' (o "NDA") il *Target Manager* dovrà ancora più zelantemente ed accuratamente fissare ed indicare le condizioni e, con altrettanto scrupolo, predisporre la documentazione da trasmettere al *MTeam*.

Le informazioni assemblate con riguardo alla *Target* e le iniziative assunte, vengono sempre prontamente comunicate al *MTeam* il quale può decidere, al di là della fase più o meno avanzata dell'analisi, persino di abbandonare la *Target*. In tal caso il *Target Manager* sarà tenuto a informare prontamente l'imprenditore/proponente e l'eventuale segnalatore e ad aggiornare il *Deal Flow*.

Al termine delle attività di analisi, il *Target Manager* predisponde, con il supporto delle altre persone dell'*Investment Team*, l'*Investment Memorandum* e un *Term sheet*, da sottoporre al *Management Team* per l'approvazione e successivo l'invio all'Organo Deliberativo della SGR.

d) Vi è, poi, la **delibera di interesse** del fondo, che succede all'esito eventualmente positivo dell'istruttoria. Più nel dettaglio, una volta che l'attività istruttoria ha goduto di un sostanziale *imprimatur* e che, in particolar modo, è stata appurata l'assenza di qualsivoglia conflitto di interesse, l'organo deliberativo della SGR dovrà manifestare il proprio pronunciamento in ordine alla fattività o meno dell'investimento, dovendo cioè pronunciarsi con riguardo alla remuneratività dell'esborso così da dare avvio alle eventuali attività di *due diligence*, predisponendo – con il supporto di professionisti esterni – tutti gli accordi contrattuali all'uopo richiesti.

Nell'ipotesi in cui l'Organo Deliberativo della SGR manifesti il proprio diniego alla proposta (perché ritenuta non confacente ai propri *desiderata* o, quantomeno, non profittevole e vantaggiosa), il *MTeam* avrà due alternative: o presentare un aggiornamento dell'*Investment Memorandum* con una proposta che finisca con l'assorbire ed il fagocitare le obiezioni ricevute o abbandonare la *Target*.

Nel primo caso, e dunque laddove vi siano ancora spiragli per la buona riuscita delle fasi propedeutiche all'investimento, a seguito dell'approfondimento, la proposta seguirà la stessa procedura prevista nell'istruttoria. L'aggiornamento, di fatto, si confà alla procedura seguita per il progetto originario divergendo dal primo semplicemente perché contempla – per l'appunto – emende e aggiornamenti volti a sanare le obiezioni ricevute.

Alla luce del peso – nient'affatto sottovalutabile – delle decisioni assunte e da assumere, ed attesa la precisa scansione e progressione temporale delle operazioni effettuate e da effettuare, l'esito della delibera dell'Organo Deliberativo della SGR viene comunicata tempestivamente al *Target Manager* che darà specifiche disposizioni affinché ne consegua tempestivamente l'aggiornamento del *Deal Flow*.

L'investimento può avvenire con differenti modalità:

- investimento diretto: il fondo diventa titolare di azioni o quote di una società;
- investimento indiretto: il fondo investe in una *newco* che a sua volta investe in una società.

La scelta di una delle due modalità indicate ai punti precedenti, deve necessariamente edificarsi e radicarsi su motivazioni palesi, incontrovertibili, e che intingano in un fondamento giustificativo assai condivisibile e che, perciò, vengano esplicitate all'interno dell'*Investment Memorandum*.

A titolo esemplificativo ma non esaustivo, l'investimento indiretto produce o – quantomeno – può produrre costi aggiuntivi che vanno ad acuire gli *economics* delle operazioni di investimento.

In tal senso, il *Target Manager* sarà tenuto ad illustrare e motivare, all'interno dell'*Investment Memorandum*, tutti i costi riferiti all'operazione così che l'Organo Deliberativo della SGR sia messo in grado di poterne compiutamente valutare la congruità.

e) La fase di **'due diligence'** rappresenta il prodromo essenziale alla stesura ed edificazione dei successivi accordi contrattuali. Tale attività consiste nel conferimento di specifici incarichi a diversi specialisti esterni con cui essi passano al setaccio l'aspetto fiscale, ambientale, tecnologico, brevettuale, finanziario, commerciale, legale e contabile della compagine, investigando – insomma – su tutto ciò che concerne la parabola esistenziale della società medesima, arrivando in un secondo momento alla predisposizione degli accordi contrattuali in modo da:

- ❖ corroborare e vidimare i presupposti sulla base dei quali è stato deliberato l'investimento
- ❖ curare la materiale stesura degli accordi contrattuali in piena adesione con ciò che è indicato nell'*Investment Memorandum*.

Nel caso in cui le risultanze delle attività di *due diligence* o le condizioni conclusive della trattativa siano distoniche rispetto alle decisioni assunte e deliberate dall'Organo Deliberativo della SGR, sarà indispensabile una nuova delibera e la procedura segue quanto previsto per l'approvazione dell'aggiornamento

dell'*Investment Memorandum*. I principali scopi che si annidano all'interno del processo di *due diligence* possono essere identificati nei seguenti:

- identificazione di potenziali e/o eventuali rischi e criticità riguardanti la società *Target*, che possono ostare all'acquisto o comunque tali da dissuadere il potenziale acquirente dal proseguire nella trattativa;
- conoscenza, da parte del potenziale acquirente, delle principali caratteristiche economiche, attuali e prospettive, dell'attività della società target, per poter definire al meglio la propria proposta di acquisto;
- Delimitazione precisa delle aree di rischio inerenti l'attività della *target*, al fine della migliore negoziazione dei contenuti delle rappresentazioni e garanzie da inserirsi nel contratto di compravendita, nonché alle eventuali limitazioni agli obblighi di indennizzo facenti capo al venditore (franchigie, limiti massimi ecc.)

f) La fase immediatamente successiva, culmina – ove i viatici e le interlocuzioni abbiano avuto esito positivo – nella delibera di investimento del fondo. All'esito delle attività di *due diligence* e delle trattative con l'imprenditore/proponente riguardo al contenuto degli Accordi Contrattuali, il *Target Manager* informa l'Organo Deliberativo attraverso supporto documentale. Nel caso in cui dalle attività sopra citate fossero emerse delle sostanziose differenze e discrasie rispetto alla istruttoria condotta, il *Target Manager* predispone un *Addendum all'Information Memorandum* con l'evidenza delle differenze ("*Final Report*").

L'informativa concerne:

- ✓ la valutazione dell'esito delle *due diligence*;
- ✓ la conclusione raggiunta nel contratto e nei patti parasociali nell'ambito delle trattative;
- ✓ eventuali punti aperti sulla negoziazione contrattuale.

I documenti vengono presentati all'Organo Deliberativo della SGR per dare impulso alla fase attuativa della decisione di investimento e per addivenire, perciò, alla successiva stipula e sottoscrizione dei documenti contrattuali ("*Signing*") ovvero – in caso di naufragio dell'operazione – per definire l'abbandono dell'iniziativa. La delibera contiene, se del caso, la designazione dei rappresentanti negli organi sociali nella società oggetto d'investimento conformemente alla procedura di "Designazione esponenti aziendali partecipate".

g) Vi è, inoltre, la fase c.d. di 'richiamo degli impegni'. Una volta approvato il *Final Report* e nelle fasi che precedono la materiale esecuzione dell'investimento, il *Target Manager* informa le persone preposte dal fondo per l'inoltro delle comunicazioni di richiamo ai sottoscrittori con le modalità previste nei regolamenti di ciascun FIA. Conclusa positivamente tale attività informativa, ed una volta perciò che è stata accertata l'effettiva disponibilità e capienza economica nel c.d. richiamo degli impegni, si procede al *closing* e, cioè, al versamento dei capitali: in buona sostanza, si addivene alla concreta esecuzione dell'investimento

h) Si arriva, perciò, alla fase di monitoraggio della partecipata. Una volta assunta la partecipazione nel progetto *target*, l'*ITeam* ne segue l'andamento in modo da massimizzare la creazione di valore per l'azienda, con un atteggiamento di partecipazione attiva alla gestione aziendale proprio in funzione della auspicata massimizzazione di valore della stessa. Ed il contributo non è limitato alla mera rappresentanza negli organi sociali (il *Target Manager* o persone esterne di comprovata esperienza, tutti scelti e incaricati dall'Organo Deliberativo della SGR), richiedendosi piuttosto una rendicontazione almeno trimestrale sui risultati aziendali, accedendo frequentemente agli stabili dell'azienda e nominando o richiedendo la nomina di un *manager* di fiducia della SGR nelle posizioni chiave (ad esempio quella di Responsabile Amministrativo o di CFO). Ciò, al precipuo fine – come è chiaro che sia – di massimizzare e/o tutelare l'investimento. E la medesima *ratio* è alla base di qualsivoglia scelta da parte sua, in quanto un rapporto di totale trasparenza con l'imprenditore/*founder* e il *management* è il *quid minus* per godere della massima trasparenza circa l'attività aziendale e ottenere sempre informazioni trasparenti, veritiere e cristalline.

Il sistema di *reporting* deve:

- ✓ segnalare con immediatezza l'insorgere di eventuali problemi;
- ✓ segnalare con tempestività gli scostamenti rispetto ai prospetti previsionali del *business plan*, al fine di verificare se la *performance* economico-reddituale dell'azienda segue le aspettative;
- ✓ evidenziare l'andamento degli sviluppi tecnologici e del mercato di riferimento;
- ✓ essere una guida utile nell'impostazione delle successive previsioni;
- ✓ snellire tutto quel complesso novero di attività riguardanti la revisione del bilancio.

È cura del *Target Manager* trasmettere tale *reporting* al *MTeam* che informerà l'Organo Deliberativo della SGR con una frequenza almeno semestrale o, comunque, ogniqualvolta tale Organo ne faccia richiesta.

Vi è in ultimo la fase di disinvestimento, vale a dire il cosiddetto *exit*. La scelta delle tempistiche relative alla dismissione della partecipazione spetta al *MTeam*, previa approvazione dell'Organo Deliberativo della SGR. Gli *ITeam*, eseguono le attività strumentali alla definizione della modalità di *way-out*, predisponendo una relazione con procedura analoga a quella prevista per la delibera di investimento del fondo.

2.2 – Le principali clausole contrattuali

Diverso da tutti quelli dianzi esaminati è il caso dell'investimento, da parte del fondo, volto all'acquisizione di una partecipazione minoritaria. In queste specifiche fattispecie, sorge la necessità di regolamentare aspetti non sempre, o non necessariamente, disciplinati da specifici contorni normativi e/o procedurali, specie in caso di acquisizione sia di maggioranza o totalitaria.

La regolamentazione concerne, principalmente, gli elementi che afferiscono ai diritti dell'investitore circa la conduzione dell'attività della società *target*, nonché con riguardo ai diritti relativi alla c.d. *corporate governance* della stessa, o ancora agli obblighi eventualmente assunti dai soci di maggioranza (che costituiscono, sovente, le figure che coincidono con gli effettivi imprenditori/gestori della società *target*) e, infine, con riguardo ulteriore agli aspetti riguardanti le possibilità di disinvestimento spettanti all'investitore medesimo.

Le prime clausole contrattuali contenute nel patto parasociale sono quelle riguardanti i diritti dell'investitore nella sua veste di socio. A quest'ultimo, possono essere ricondotte clausole in base alle quali:

- l'azionista di maggioranza assume il solenne impegno di assurgere a specifiche cariche operative nella società, ma solo in uno scaglione di tempo ben delineato e determinato; tale clausola viene adoperata spesso nei casi in cui l'operatore del fondo decida di investire anche perché spinto e persuaso dalle capacità imprenditoriali e manageriali dimostrate dall'azionista di maggioranza della società *target*. La *ratio* di tale clausola è quella di garantire una certa continuità gestionale;

- l'investitore abbia il diritto di vedere nominati, o di nominare lui stesso direttamente taluni membri nel contesto dell'amministrazione o ancora nella cornice del collegio sindacale, sempre che nello statuto della società esista una c.d. clausola che permetta l'effettuazione di tali operazioni, vale a dire la clausola del 'di voto di lista'²⁰;

- l'investitore, purché si verifichino determinate condizioni, abbia il potere di sostituire il *management* della società. Le condizioni sopra citate possono, a titolo esemplificativo, consistere nel mancato raggiungimento per più di un esercizio di determinati risultati economici definiti dalle parti;

- l'investitore abbia il potere di esprimere la sua forza ed il suo peso cogente con riguardo a decisioni di particolare impatto per la compagine societaria. Tale potere potrà trovare dispiego in modi di volta in volta diversi, ad esempio attraverso una clausola che vincola l'azionista di maggioranza a non deliberare su talune materie prestabilite se non con l'assenso dell'investitore, o attraverso l'inserimento nello statuto di previsioni di *quorum* deliberativi qualificati.

Una strada diversa, del tutto alternativa, può coincidere con l'emissione di differenti categorie di azioni, riconoscendo perciò nella figura dell'investitore uno specifico punto di affluenza di azioni ove viene riconosciuto il diritto di voto solo a condizione che venga accertata la sussistenza di determinate materie o a condizione che si verifichino particolari eventi.

²⁰ Cfr. *Private Equity e Venture Capital*; "Manuale di investimento nel capitale di rischio". A GERVASONI, F. L. SATTIN, 2015. p. 568

Un'altra tipologia di clausole è quella concernente l'eventuale disinvestimento; infatti, un'operazione può anche essere caratterizzata dal sostanziale veto posto ai soci di demandare, affidare e cedere ad altre persone la propria partecipazione, per un periodo limitato. La clausola di che trattasi è definita 'lock-up'.

In via del tutto generale ed apodittica, questa categoria di clausole viene prescritta al socio di maggioranza (identificabile nella persona del gestore attivo) nel caso in cui la personalizzazione dell'investimento sia stata tale e tanta che l'esborso economico è stato quasi condizionato e subordinato alla materiale e potenziale usufruzione delle sue capacità manageriali.

Le clausole di *lock-up* rientrano fra quelle che, secondo quanto espressamente stabilito dall'art. 2341-*bis* c.c., non possono avere una durata che ecceda i 5 anni decorrenti dalla loro stipulazione²¹.

Nell'ipotesi in cui la clausola di *lock-up* non venga materialmente apposta, verranno adoperate e tenute in considerazione le clausole tradizionalmente volte a regolamentare l'eventuale dismissione da parte dei soci delle relative partecipazioni, nonché le possibili conseguenze di tali dismissione.

Le clausole cui si è fatto dianzi cenno, sono:

- la *clausola di prelazione*: essa prevede che il socio che voglia cedere la propria quota partecipativa a terze persone, dovrà riconoscere lo *ius prelationis* agli altri soci, vale a dire che dovrà offrire preventivamente la propria partecipazione agli altri appartenenti alla medesima compagine sociale, ed alle medesime condizioni offerte dal terzo, cosicché uno dei soci – ove lo voglia – potrà estendere la propria fetta partecipativa.

È del tutto evidente che tale meccanismo implica e comporta il rischio di poter ostacolare la dismissione della partecipazione di minoranza – vale a dire la *exit strategy* – da parte dell'investitore, in quanto risulterà difficile trovare acquirenti della stessa sapendo che i viatici e le eventuali trattative partono in salita già *ab origine* in quanto vi è la presenza di altri azionisti il cui intervento – in quanto prelazionari – potrebbe ostare alla positiva conclusione della trattativa medesima.

Per questo motivo e, dunque, al fine di ottimizzare risorse, tempi e procedure, il diritto di prelazione viene strutturato e concepito nella forma del c.d. *right of first refusal*, secondo cui il socio venditore dovrà comunicare agli altri soci le condizioni economiche e le condizioni generali *tout court* a cui intende cedere la propria partecipazione prima di iniziare qualsiasi tipo di contrattazione con terzi.

Gli altri soci, nel termine loro concesso, potranno esprimere il proprio convincimento sul se dare avvio alla procedura per l'acquisizione della quota del socio uscente oppure no, essendo perciò tenuti a comunicare le loro intenzioni entro e non oltre un periodo di tempo ben determinato. Ove non seguitino nel manifestare la propria volontà, solo a quel punto il socio offerente potrà setacciare il mercato e cercare di vendere la propria quota ad un terzo acquirente, purché a condizioni non più favorevoli rispetto a quelle comunicate agli altri soci.

²¹ Cfr. *Private Equity e Venture Capital*; "Manuale di investimento nel capitale di rischio". A. GERVASONI, F. L. SATTIN, 2015., *op. cit.*, p. 570.

- *Clausola tag-along*: prevede invece che, qualora un socio seguiti nel dismettere la propria quota e, perciò, decida di cedere, in modo completo o solo parziale, la propria partecipazione in favore di un terzo, gli altri soci potranno richiedere che il socio cedente si adoperi per procurare l'acquisto da parte del terzo anche delle partecipazioni da loro detenute²².

Nelle operazioni di private *equity* e, precisamente, in tutte quelle casistiche nelle quali l'investitore riveste la qualifica di socio di minoranza, tale diritto spetterà solo ad esso, potendo addirittura pretendere in modo prescrittivo la cessione della sua intera partecipazione nel caso in cui ad essere dismessa è la quota detenuta dal maggioritario che assurga anche a responsabile della gestione della società. Questo per il su citato motivo per cui spesso una componente della decisione di investimento è proprio la fiducia riposta nelle capacità gestionali del socio di maggioranza.

- *Clausola drag along*: questa è una clausola per mezzo della quale matura un vincolo a carico del socio (spesso di minoranza) che non è destinatario diretto di un'offerta da parte di terzi ma cui deve, in ogni caso, ossequiare. Infatti, nell'ipotesi nella quale uno dei soci (tendenzialmente quello di maggioranza) riceva un'offerta di terzi per l'acquisto dell'intera del capitale sociale, l'altro socio, su richiesta del primo, sarà obbligato a trasferire al terzo anche la propria quota partecipativa, sulla base delle medesime condizioni di acquisto.

Un'ulteriore problematica che grava sull'investitore che ha ottenuto una partecipazione di minoranza, si annida nell'inserimento, all'interno del patto parasociale, di pattuizioni aventi lo scopo di regolamentare sia la tempistica che, soprattutto, le procedure e metodologie attraverso le quali l'investitore possa acquisire la certezza della liquidazione dell'investimento. Solitamente, è proprio questo il momento più dispendioso della negoziazione fra l'investitore e l'azionista di controllo.

Nel novero di tali modalità, è possibile identificare:

- a) *la quotazione in borsa (IPO)* della società, decorso il tempo stabilito; tale modalità rappresenta sicuramente la via prioritaria per liquidare l'investimento;

- b) *il riacquisto* da parte dell'azionista di controllo della partecipazione posseduta dall'investitore, sulla base di un'opzione put, sulla base di un criterio di determinazione del corrispettivo di cessione, alternativamente, basato sulla valorizzazione della società al momento del disinvestimento ovvero sulla determinazione di un ritorno finanziario da riconoscersi all'investitore²³.

Tale ultima modalità di determinazione, che si sostanzia nel riacquisto della partecipazione per un corrispettivo equivalente a quanto pagato in sede di acquisizione più un interesse da riconoscere all'investitore,

²² Vedi a tal proposito: https://www.datocms-assets.com/32/1446464369-ProfiliContrattualiVC_VentureUp.pdf?ixlib=rb-1.1.0.

²³ *Private Equity e Venture Capital; "Manuale di investimento nel capitale di rischio"*. ANNA GERVASONI, FABIO L. SATTIN, 2015. *op. cit.*, p. 572.

non ha ricevuto un riconoscimento universale e consolidato ma, anzi, viene considerata da tempo ai limiti della legittimità, contrastando - secondo alcuni - con il *divieto di patto leonino*²⁴ di cui all'Art. 2265 Cod. Civ.²⁵. Tuttavia (e solo di recente) è stata validata la legittimità di tali clausole, di tal guisa che esse e – per esse – l'impegno assunto da uno dei soci a riacquistare le partecipazioni di un altro socio per corrispettivo prefissato e non collegato agli andamenti economici della società, debbano considerarsi rientranti nel generale principio di autonomia delle parti nel definire il regolamento dei propri interessi economici.

c) *Cessione del 100% del capitale a terzi*, che tutti i soci si impegnano a porre in essere. Ovviamente questa sarà la modalità meno gradita per l'azionista di maggioranza, il quale -infatti- accetterà questa clausola solo quale alternativa ultima, dopo aver verificato l'impraticabilità di tutte le altre modalità sopra descritte.

2.3. Modalità di disinvestimento

L'operatore di *venture capital* ha un'affiliazione con l'imprenditore solo transitoria e momentanea: la ratio di tale precisa contingentazione temporale risiede nella necessità – da parte del succitato operatore di *venture capital* – di rendere liquido il proprio investimento e di massimizzare al massimo il valore della partecipazione in vista della sua futura vendita/cessione solo una volta che saranno raggiunti gli standard prefissati.

Il disinvestimento consiste, dunque, “nella cessione, totale o parziale, della partecipazione detenuta dall'investitore, che, in alcuni casi, può anche decidere di conservare una minima quota di capitale nell'impresa in via più duratura”.

Il processo di investimento, dunque, termina con la fase dello smobilizzo, estremamente delicata perché è proprio qui che può realizzarsi un guadagno di capitale, scopo ultimo dell'investitore istituzionale in

²⁴ Il codice civile italiano stabilisce la nullità di un siffatto accordo (art. 2265 c.c.): non è, infatti, consentito escludere uno o più soci da ogni partecipazione agli utili o alle perdite. Sebbene tale disposizione sia collocata nella disciplina delle società di persone, e precisamente in quella della società semplice, la dottrina e la giurisprudenza ne ritengono pacifica l'applicazione anche alle società di capitali. Tale regola, infatti, è considerata espressione della causa tipica che caratterizza il contratto di società quale è definito dall'art. 2247 c.c.. Ne consegue che, ad esempio, non possono essere emesse azioni speciali prive del diritto agli utili ovvero azioni che escludano del tutto la partecipazione del socio alle perdite.

Proprio perché corollario della causa tipica del contratto di società, la regola in parola è pacificamente ritenuta inderogabile dall'autonomia statutaria: infatti, se scopo del contratto di società è la divisione tra i soci degli utili realizzati attraverso una data attività, per il cui esercizio in comune essi hanno conferito beni o servizi (art. 2247 c.c.), non è ammissibile una società nella quale uno dei soci sia escluso a priori dal riparto degli utili (ovvero, all'opposto, dalla partecipazione alle perdite).

²⁵ Vedi Trib. Milano, sez VIII Civ., sentenza 30 dic 2011, in *Rivista di diritto bancario*, sett. 2012, consultabile sul sito www.dirittobancario.it.

capitale di rischio. La cessione delle partecipazioni acquisite in precedenza è un momento significativo all'interno del “*venture capital process*” e, a tal proposito, sono due gli aspetti su cui ci si deve soffermare:

- la determinazione del timing più conveniente per realizzare il disinvestimento;
- l'individuazione e la definizione del canale di disinvestimento più adeguato.

L'attività di cessione della partecipazione non presenta un canovaccio prevedibile e programmabile in tutte le sue fenomenologie, in quanto le varie valutazioni e stime economiche che andranno ad incidere sulla dismissione della partecipazione, non possono che promanare dalla qualità di lavoro svolto e dal relativo successo.

Allo stesso tempo, data la caratteristica peculiare dell'investimento posto in essere dall'operatore istituzionale, ovvero, la temporaneità, è importante che il *venture capitalist* stesso preveda, al momento dell'ingresso nella compagine azionaria, le caratteristiche generali del disinvestimento.

Generalmente, il passaggio fondamentale all'interno della cornice del disinvestimento risiede nella necessità che il *disinvestment* sia attivabile dall'investitore istituzionale, all'interno di un arco temporale ben delineato ed individuato, e che in fase di dismissione il valore della partecipazione dell'investitore in capitale di rischio sia quantificato sulla scorta di criteri di mercato, oggettivi e definibili.

Infine, è altresì essenziale determinare i meccanismi che rendano il processo di dismissione perseguibile nei tempi e nei modi stabiliti, evitando qualsiasi tipo di opposizione. A tal proposito, alcuni di questi principi generali a cui si è fatto riferimento, sono definiti e tutelati all'interno dei “patti parasociali”²⁶, stipulati al momento della realizzazione dell'investimento.

I principali accordi volti a tutelare il processo di disinvestimento possono così essere sintetizzati:

- la possibilità di cedere la partecipazione entro un determinato intervallo temporale o raggiunto un certo obiettivo può essere garantita da un'opzione di tipo put, a favore dell'investitore. Questi, è facultizzato, avendo cioè la possibilità di alienare e trasferire la propria quota all'azionista di maggioranza a una certa data, o entro un periodo stabilito, a un prezzo determinato ex ante. L'azionista di maggioranza sarà obbligato a comprare l'intera partecipazione, trovandosi in posizione di short put, essendo controparte diretta di chi si trova in una posizione di *long put*;

- ✓ la stipula di un contratto avente ad oggetto il “*reverse drag along right*”, cioè quel diritto a mettere in vendita, entro un arco temporale stabilito, l'intera società, garantendo al socio di maggioranza, il diritto di prelazione sull'acquisto.

²⁶ I patti parasociali sono degli accordi tra soggetti appartenenti ad una stessa società al fine di allearsi e di regolare l'agire comune all'interno della società. http://www.treccani.it/enciclopedia/patto-parasociale_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/37%22Disinvestimento%22;AIFI. <https://www.aifi.it/private-equity->

✓ la clausola contrattuale rappresentata dal “diritto di seguito”, la quale si sostanzia nella facoltà garantita al socio di minoranza di partecipare pro-quota a tutte le transazioni che prevedano la cessione di azioni poste in essere dall’azionista di maggioranza.

✓ il c.d. “diritto di trascinamento”, che garantisce all’azionista di maggioranza che quello di minoranza lo segua, in ogni atto di vendita.

✓ Andando oltre i principi regolatori che presidiano e caratterizzano il disinvestimento e le varie cornici contrattuali, sotto il profilo pratico e/o empirico le più diffuse tipologie procedurali di cessione della partecipazione a disposizione dell’investitore possono coincidere con²⁷:

✓ il c.d. *trade sale*, vale a dire la cessione della partecipazione ad un socio di natura industriale;

✓ la devoluzione del pacchetto azionario al mercato borsistico, sia nell’ambito di un’offerta al pubblico collegata al processo di prima quotazione (IPO), sia realizzata in momenti successivi rispetto alla fase di collocamento;

✓ la cessione c.d. paritaria, cioè la vendita della partecipazione ad un altro operatore che afferisce sempre al mondo del private *equity* o del *venture capital* (*replacement e secondary buy out*);

✓ il riacquisto della partecipazione da parte del socio originario (*buy back*);

✓ l’azzeramento della partecipazione a seguito di fallimento (*write off*).

Eccettuata l’ipotesi del fallimento precedentemente menzionata, la scelta del canale di disinvestimento deve essere necessariamente definita in modo visibile e specifico al momento della negoziazione, e costituisce altresì il prodotto di una serie di fattori legati all’*in re ipsa* dell’investitore, alle caratteristiche dell’impresa, ai risultati pianificati e perseguiti, attraverso la cooperazione tra investitore e imprenditore e alle specifiche esigenze degli *shareholders*.

All’atto della scelta, risulta di essenziale importanza la valutazione di quella che è la fase di vita della cornice borsistica e di quella che caratterizza il mercato delle operazioni M&A²⁸ (*merger and acquisition*), atteso che l’esatta individuazione e scelta del timing, può influenzare l’esito dell’operazione in modo sostanziale.

Pertanto, una specifica classificazione degli operatori in base al loro approccio alla strategia di *exit* è d’uopo, e consente di distinguere tra investitori attivi e investitori passivi.

²⁷ “Disinvestimento”; AIFI. <https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/disinvestimento/>

²⁸ M&A sta a significare “fusioni e acquisizioni”: con tale espressione si intendono tutte quelle operazioni di finanza straordinaria che portano alla fusione di due o più società. Merger è la fusione vera e propria e con tale operazione le società partecipanti alla fusione cessano la loro esistenza giuridica per far confluire i loro patrimoni in una nuova società. L’Acquisition è una forma di fusione per incorporazione in cui una società (l’incorporante) mantiene la propria identità giuridica annettendo altre società che cessano di esistere; in questo caso quindi non nasce una nuova società; AC Finance. <http://www.finanzialista.eu/finanza-straordinaria-ma/>

I primi sono investitori che tendono sempre a scegliere quote di maggioranza e che, in un numero di casi assolutamente maggioritario, pianificano e stabiliscono già con congruo ed ampio anticipo la modalità di disinvestimento, in quanto mirano al massimo guadagno.

I secondi, invece, si limitano alla acquisizione di quote di minoranza e non hanno ben chiara la modalità di dismissione della partecipazione, limitandosi ancora a fare affidamento, ai fini del proprio guadagno, sui dividendi forniti dalla partecipata.

Indipendentemente dalla tipologia di investitore, i fondi di investimento in capitale di rischio definiscono la loro strategia exit con l'obiettivo di massimizzare il ritorno dei loro investimenti.

In ogni caso, quando arriva il momento di affrontare disinvestimento, è necessario effettuare alcune considerazioni strategiche che possano impattare sul successo o meno dell'*operation*.

In primis, è opportuno soffermarsi su quelle che sono le motivazioni finanziarie alla base di una strategia di *exit*. Affinché un disinvestimento sia pienamente soddisfacente, è necessario che l'investitore sappia con acume e lucidità ponderare e valutare se è giunto il momento opportuno per cedere la propria partecipazione o meno e se l'azienda sia in grado di vivere l'eventuale disinvestimento in una posizione di forza.

L'attivazione di una strategia di *exit*, specialmente in caso di IPO, può richiedere sforzi in termini di tempo e costi per l'intera struttura aziendale. Dunque, in questo contesto, è molto importante un'accurata valutazione dell'azienda e del suo *management*. Infine, bisogna tenere conto di quale sia l'impatto sull'azienda dell'uscita del fondo dalla compagine azionaria.

Riassumendo, il raggiungimento dell'obiettivo finanziario da parte dell'investitore deve essere ben combinato con numerosi fattori ma anche con la capacità dell'impresa di proseguire nel suo percorso di sviluppo autonomamente. L'analisi di alcuni casi ha fatto emergere le cause di fallimento o di problemi più frequenti, legate al processo di investimento.

Tali fattori possono essere così riassunti:

- il limitato apprezzamento della partecipata da parte del mercato borsistico;
- lo scarso interesse verso il titolo da parte degli investitori istituzionali in un'operazione di IPO;
- lo scarso interesse da parte dei potenziali acquirenti industriali in caso di *trade sale*;
- la poca collaborazione del *management* e dei co-investitori;
- la ridotta *performance* aziendale.

Una prevenzione circa questi problemi è possibile grazie ad un'accurata attività di pianificazione dell'intero processo d'investimento ma molto importante è anche un'analisi delle condizioni dell'impresa. L'approccio al problema del disinvestimento da parte di un investitore nel capitale di rischio è poi influenzato

da numerosi altri fattori, tra i quali, le sue abilità nella valutazione delle tecnologie e delle persone e nel realizzare contatti interpersonali. Si tratta quindi di un ampio insieme di elementi che possono avere un forte impatto nella scelta del *timing* e dei modi del disinvestimento.

Esaminiamo ora, più nel dettaglio, i metodi di disinvestimento sopra citati:

a) la cessione delle partecipazioni ad un socio di natura industriale (*trade sale*), cioè, ad un'altra azienda.

In questo caso la cessione della partecipazione può avvenire a seguito di una trattativa privata oppure tramite un processo di asta.

Questa via apre una prospettiva di sviluppo per l'impresa, dal momento che l'acquirente può essere un altro gruppo imprenditoriale interessato a sviluppare la propria area di business realizzando sinergie operative e strategiche. Uno degli svantaggi più rilevanti del *trade sale* può essere il malcontento del *management*, timoroso di perdere la propria indipendenza a seguito del cambiamento dei vertici della società.

b) Il disinvestimento tramite quotazione. Questo canale fa sì che l'operatore collochi una minoranza del capitale dell'impresa, mentre l'imprenditore mantiene il controllo della società. La possibilità di collaborare già con un investitore istituzionale, inoltre, vuol dire avere già risposto a svariati adempimenti e oneri associati alla quotazione.

Infatti, le regole di corporate *governance* richieste dall'investitore istituzionale nel capitale di rischio al momento del suo ingresso in azienda (ad esempio, la certificazione dei bilanci, una maggior trasparenza, la separazione tra patrimonio familiare e quello aziendale), anticipano molti degli adempimenti formali richiesti dai regolamenti delle borse mondiali evolute.

Una problematica non sottovalutabile e di cui tutti i soggetti in causa (tanto l'imprenditore quanto l'investitore) devono farsi necessariamente carico, concerne – nell'ambito della decisione di quotazione – la precisa scelta del mercato.

I due soggetti sopra menzionati, dovranno vagliare ed attenzionare una serie di variabili così sintetizzate:

- in prima istanza, i tempi e i costi di quotazione ed il timing di orientativo presidio sul mercato;
- la dislocazione territoriale del mercato e le eventuali connessioni con gli altri mercati;
- la fattiva ampiezza e/o dimensione del mercato;
- l'efficienza e trasparenza del mercato;
- le caratteristiche settoriali e/o dimensionali delle imprese quotate.

CAPITOLO III

I principali metodi di valutazione delle start-up

Sommario: 3.1 Il metodo dei multipli; 3.2. Il *Venture Capital Method*; 3.3 – Il metodo *Berkus*

3.1 – Il metodo dei multipli

Una premessa è d'uopo: al fine di poter fornire equilibrate e quasi oggettive valutazioni delle aziende, il metodo proliferante e – nel tempo – affermatosi come uno dei più diffusi è il *Discounted Cash Flow* che, basandosi sull'attualizzazione di previsioni di redditività dell'azienda, risulta alquanto inadatto per la valutazione di una start-up, specialmente nelle fasi iniziali in cui le previsioni sono notoriamente aleatorie.

Va anche specificato e detto che la valutazione di una start-up in fase di *early stage* è – di per sé – un'attività aleatoria e dai contorni e contenuti non certi ed oggettivi; nessun metodo di valutazione è, infatti, in grado di valutare in modo preciso un progetto. Ciò non può non portare a considerare che tutti i metodi esistenti sono nient'altro che *tool* che servono ad avere delle basi di contrattazione con gli investitori.

Nel *mare magnum* di metodologie, spicca quello afferente alla valutazione per multipli dell'*Enterprise Value* (EV): esso è un metodo assai adoperato nell'ambito del private equity, in quanto consente di individuare – con estrema facilità – i parametri di riferimento. Il calcolo dei multipli sull'EV può essere effettuato in relazione a: *fatturato (sales)*, *marginale operativo lordo (EBITDA)* e *risultato operativo (EBIT)*.

In via del tutto preliminare, l'EV comprende la somma del valore del 100% dell'*equity (shareholder value)* unito al debito finanziario, che va indicato come 'posizione finanziaria netta'; quest'ultima va aggiunta al computo complessivo se passiva, mentre invece va sottratta se attiva (ovvero nel caso in cui la liquidità prevalga rispetto ai debiti finanziari della società).

Il valore dell'EV così ottenuto viene rapportato al fatturato, all'EBITDA oppure all'EBIT per ottenere il multiplo in questione; prendendo come esempio l'EBITDA, la formula finale è: $EBITDA \times multiple = (shareholder\ value + PFN)/EBITDA$.

Il primo termine dell'equazione viene anche definito *all in price*²⁹, ovvero il prezzo tutto compreso, ed è dato da quanto viene implicitamente corrisposto al titolare per il trasferimento della proprietà del 100% delle azioni, includendo il debito esistente che l'acquirente si accolla (nel caso in cui la PFN sia passiva).

È del tutto evidente come, nell'ambito delle operazioni di *private equity*, il metodo dei multipli, in particolare dell'EBITDA, risulti agevole nell'utilizzo, e come la contrattazione fra le parti in causa–nella

²⁹ Cfr. Private Equity e Venture Capital; “Manuale di investimento nel capitale di rischio”. Anna Gervasoni, Fabio L. Sattin, *op. cit.* p. 334.

maggior parte dei casi – si riduca alla negoziazione del multiplo più opportuno da piegare ai fini della valutazione più confacente ai propri interessi ed al caso di specie.

Il seguente esempio, computato utilizzando numeri casuali, renderà più trasparente il metodo di calcolo:

- **100% Equity** = 50.000;
- **PFN** = 72.350;
- **All in price / EV** = 122.350. (100% Equity + PFN);
- **EBITDA** = 23.450;
- **EBIT** = 19.750;
- **Sales** = 65.250;
- **Moltiplicatore EBITDA** = 5,2 (calcolato come *all in price*/EBITDA);
- **Moltiplicatore EBIT** = 6,2 (calcolato come *all in price* / EBIT);
- **Moltiplicatore sales** = 1,9 (calcolato come *all in price* / sales).

È importante ora indugiare sulle modalità con le quali addivenire alla valutazione delle grandezze partendo dai dati di bilancio. La più semplice da determinare è sicuramente il fatturato (*sales*); l'unica particolarità risiede nel fatto che, a tal proposito, non viene considerato il valore della produzione tipicamente evidenziato in ogni bilancio, bensì i soli ricavi netti di vendita, ovvero il fatturato relativo ai beni ed ai servizi effettivamente prodotti dall'azienda.

Sostanzialmente verranno esclusi gli sconti, gli abbuoni, i resi, l'incremento di immobilizzazioni per lavori interni e agli altri ricavi³⁰.

L'EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortisation*) è quello che noi identifichiamo come Margine Operativo Lordo (MOL), ovvero la differenza fra il valore della produzione ed il suo costo, eccettuata la voce relativa agli ammortamenti.

È ritenuto universalmente l'elemento che – in modo dirimente e certamente più chiaro – indica il dato fattivo della profittabilità aziendale; è, in buona sostanza, un indicatore fondamentale di quello che è lo stato finanziario di un'azienda, dal momento che non prende in considerazione decisioni finanziarie, contabili o aliquote fiscali.

³⁰ Cfr. Private Equity e Venture Capital; “Manuale di investimento nel capitale di rischio”. A. GERVASONI, F. L. SATTIN, *op. cit.* p. 336.

Un elevato margine di EBITDA costituisce un'importante cartina al tornasole per gli investitori, i finanziatori ed i clienti, in quanto gli segnala l'esistenza di un'alta redditività di base che consente di pagare i debiti dell'attività³¹.

Nella determinazione di questo indicatore vanno invece considerati: i costi per il personale, i costi per materie prime, semilavorati e prodotti finiti, l'accantonamento fondo svalutazione crediti e gli altri ricavi/oneri; quanto a questi ultimi, l'aspetto da considerare per consentirne l'inclusione nell'EBITDA è la loro sostanzialità operativa.

L'EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) differisce dall'EBITDA solo in quanto include anche gli ammortamenti. È importante specificare, però, che l'EBIT utile ai fini della valutazione comprende esclusivamente gli ammortamenti ordinari, ovvero ammortamenti materiali, ammortamenti immateriali che si riferiscano ad investimenti necessari e ricorrenti per la società ed i canoni di leasing. Non verranno invece considerati gli ammortamenti che si riferiscano a voci non ricorrenti, a titolo esemplificativo non verranno considerati gli ammortamenti relativi ai costi di transazione³².

Le spese capitalizzate andranno invece inserite nell'EBIT operativo, in quanto nel caso in cui non fosse avvenuta la capitalizzazione i costi (come quelli di ricerca e sviluppo o di marketing) sarebbero stati tutti spesi, conseguentemente avrebbero limato il margine operativo lordo ancor prima che l'EBIT.

È stato dianzi osservato che al fine di conseguire l'Enterprise Value, allo *shareholder value* va sommata la posizione finanziaria netta; si provi, ora, a spiegare e – prim'ancora – a comprendere in che modo tale posizione finanziaria possa essere ricavata dai dati di bilancio.

Essa costituisce l'impegno finanziario totale della società, sia a breve che a lungo termine, contemplando esclusivamente gli impegni di natura finanziaria ed espungendovi, invece, gli impegni di natura operativa, quali ad esempio i crediti verso clienti o i debiti verso fornitori.

La posizione finanziaria netta può essere negativa, e in questo caso è spesso usato il sinonimo di indebitamento finanziario netto. Se, al contrario, è positiva vuol dire che l'azienda ha "cash" e viene indicata come "cassa netta"³³.

I componenti positivi della PFN sono:

- cassa e banche attive: che servono allo scopo di provvedere alle contingenze e necessità immediate;

³¹ Consulting Italia Group s.p.a. Blog <https://www.consultingitaliagroup.com/blog/articolo/come-si-calcola-ebitda/>

³² Si consideri che per costi di transazione si intendono tutti i costi accessori che vengono affrontati durante un'operazione di *buy out*. Solitamente rientrano in questa categoria le spese legali e fiscali, consulenze varie, le *fees* di intermediazione e simili.

³³ Cfr. https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/posizione-finanziaria-netta.html?refresh_ce=1.

- titoli di pronto smobilizzo: solitamente titoli di stato che la società acquista per impiegare la liquidità;

- crediti finanziari: sia a breve che a lungo termine.

I componenti negativi, diversamente, coincidono con:

- le banche a breve: ovvero scoperti di conto corrente e simili;
- le banche a medio-lungo: quali mutui, finanziamenti agevolati e simili;
- i debiti rappresentati da titoli di credito;
- i fornitori a lungo: che non possono essere considerati nell'ambito del normale funzionamento dell'azienda ma, sia per la durata che per il fatto di essere produttivi di interessi, vengono equiparati a dei veri e propri finanziamenti bancari;

- altri debiti finanziari;

- il trattamento di fine rapporto (TFR): l'inclusione o meno del TFR costituisce tradizionalmente un tema divisivo, ove si condensa una torre di Babele di opinioni (specie in una cornice negoziale), tutte discordanti. Da un lato, coloro che sostengono la correttezza dell'inclusione del TFR partono dal radicato convincimento che tale forma di sovvenzionamento assistenziale è, nella realtà, una forma di autofinanziamento dell'impresa, tanto che è oggetto di rivalutazione annuale a riprova della sua, seppure minima, onerosità. Coloro che invece ne sostengono l'esclusione, lo fanno dal presupposto che, essendo il TFR riferito ai dipendenti, esso costituirebbe una passività operativa. Il tema è sovente risolto a livello negoziale, non essendoci unanimità di vedute³⁴.

Una volta determinata la base per il calcolo l'unica incognita per la valutazione risulta essere il multiplo. L'assenza di serie storiche affidabili per le società target dei fondi di *private equity* e *venture capital* rende quasi diabolica la già di sua impegnativa *probatio*, il già irto di difficoltà tentativo di edificare statistiche e correlazioni sull'andamento dei prezzi e dei relativi multipli, come accade nelle società quotate.

La determinazione del multiplo resta quindi affidata a regole empiriche, ma soprattutto alla contrattazione fra le parti. Si può sempre fare riferimento a ricerche statistiche che evidenziano il livello dei multipli di aziende quotate, preferibilmente operanti nello stesso settore in cui opera la società oggetto di negoziazione.

All'atto d'acquisto, il valore della società promana dall'EBITDA e dalla PFN al momento della negoziazione e dal multiplo che viene definito; proprio quest'ultimo valore resta sovente invariato anche al

³⁴ Cfr. *Private Equity e Venture Capital*; "Manuale di investimento nel capitale di rischio". Anna Gervasoni, Fabio L. Sattin, *op. cit.*, p. 339.

momento dell'exit. Nel caso in cui il multiplo di uscita finisca con il coincidere con quello di entrata, la differenza di valore della società sarà data da un diverso livello di EBITDA e PFN.

Conseguentemente, risulta del tutto evidente che l'esponenziale crescita di valore di una società discenda dal tasso di crescita del fatturato dalla redditività. Insomma, maggiore è il rapporto EBITDA o EBIT su fatturato, maggiore sarà il valore da moltiplicare per il multiplo.

3.2 – Il Venture Capital Method

Il *Venture Capital Method* assurge a metodo di valutazione assai diffuso, soprattutto tra gli investitori nel capitale di rischio nell'alveo di imprese non quotate. Tale metodo si edifica sulla valutazione dei flussi di cassa futuri della società *target* e sul riconoscimento, anticipato, all'impresa, di un valore finale probabilistico relativo al momento in cui si attestano le previsioni concernenti il potenziale disinvestimento, solitamente individuato attraverso l'uso del sistema di multipli di mercato.

Il valore finale così desunto ed ottenuto, definito *terminal value*, viene poi scontato ad un tasso di attualizzazione relativamente alto, compreso tra il 30 e il 70%, in funzione del rischio associato allo specifico investimento.

Il valore finale attualizzato che si otterrà, definito *discounted terminal value*, viene utilizzato dagli investitori – in tantissimi e diffusissimi casi – allo scopo di ottenere l'esatta quantificazione della quota percentuale di partecipazione acquisibile (a titolo di esempio, se il valore finale attualizzato corrispondesse a 100 milioni e l'investitore intende investire 30 milioni in quell'impresa, dovrà pretendere una quota pari al 30% della stessa).

Un importante contrappeso risiede nella presunzione che non vi saranno variazioni della quota percentuale posseduta dal socio finanziatore nel corso del tempo, conseguente ad ulteriori *round* di finanziamento.

La prima fase valutativa tramite il *venture capital method* consiste e si riconosce nella necessità di stimare il valore dell'impresa nel momento in cui si prevede possa realizzarsi il *capital gain* per l'investitore (valutazione sovente effettuata tramite il metodo dei multipli).

Il valore individuato deve, poi, essere scontato al fine di poterlo riportare in T0 (al momento dell'acquisizione) utilizzando come tasso di attualizzazione il tasso interno di rendimento atteso, ovvero il rendimento che l'investitore sente di doversi aspettare per giustificare il rischio e gli sforzi connessi a quell'investimento.

La formula per il calcolo del valore finale attualizzato è la seguente:

$$VFA = \frac{VF}{(1+TIRa)^{anni}} \quad ^{35}, \text{ dove:}$$

- VFA è il valore finale atteso;
- VF è il valore finale;
- TIR è il tasso interno di rendimento atteso.

Successivamente, l'investitore addiviene alla definizione della quota finale di partecipazione richiesta (*required final percent ownership*), che risulta indispensabile al fine di raggiungere gli obiettivi che si è precostituito e prefissato in termini di *performance*, dividendo l'ammontare di capitale che intende investire per il valore finale attualizzato. La formula è la seguente: $QFPR = \frac{I}{VFA}$, dove:

- QFPR è la quota finale di partecipazione richiesta;
- I è l'ammontare di capitale che si intende investire;
- VFA coincide col valore finale attualizzato.

Infine, viene calcolata la quota corrente di partecipazione richiesta (*required current percent ownership*) sulla base di una stima delle future diluizioni del capitale della partecipata; l'equazione sopra indicata per addivenire alla valutazione della quota finale di partecipazione richiesta risulta, infatti, corretta solo nei casi nei quali non sopraggiungano successive diluizioni del capitale, a seguito di ulteriori round di finanziamento.

Nella realtà, tuttavia, è assai frequente che le imprese oggetto di investimento da parte di fondi di *private equity* ricevano numerose "iniezioni di capitale", che portano ad una continua modifica della compagine azionaria.

Per poter compensare l'effetto di tale diluizione sarà indispensabile calcolare l'indice di detenzione della partecipazione (*retention ratio*), tramite la quale si riesce a stimare proprio la diminuzione della percentuale di partecipazione detenuta dall'investitore istituzionale dal momento in cui effettua l'investimento fino al disinvestimento.

A titolo meramente esemplificativo, una realtà aziendale nella quale sono confluiti capitali ai fini dell'investimento, attraverso i suoi organi sociali, decide, successivamente ed in due momenti diversi, di far sottoscrivere due porzioni ulteriori del suo capitale, rispettivamente pari al 15% ed al 20%.

Se il primo investitore possiede inizialmente una quota del 10%, dopo tali finanziamenti la sua partecipazione sarà pari a $10\% / (1 + 0,15) / (1 + 0,20) = 7,25\%$.

³⁵ Cfr. *Private Equity e Venture Capital; "Manuale di investimento nel capitale di rischio"* A. GERVASONI, F. L. SATTIN, *op. cit.*, p. 355.

L'indice di detenzione della partecipazione sarà pari a: $7,25\% / 10\% = 72,5\%$.

Sulla base di quanto appena esposto, la quota corrente di partecipazione richiesta che l'investitore deve ottenere per riuscire a realizzare il tasso interno di rendimento atteso è calcolata con la seguente formula:

$$QCPR = \frac{QFPR}{ID},^{36}$$

dove:

- QCPR è la quota corrente di partecipazione richiesta;
- ID è l'indice di detenzione della partecipazione.

La più ricorrente obiezione mossa – nel decorso storico degli anni – nei confronti del *Venture Capital Method* concerne il tasso di attualizzazione. Prolifera, infatti, la critica sulla scorta della quale il tasso di attualizzazione applicato sia molto elevato (superando, ad esempio, in alcune operazioni il 50%), benché tale impostazione sia ormai consolidata essendo stata utilizzata ormai in migliaia di operazioni.

Si suppone che le ragioni preponderanti per le quali viene utilizzato un tasso così elevato siano soprattutto due:

a) la prima teoria, intinge nell'estrema rischiosità di tali operazioni, spesso riguardanti società *target* di nuova costituzione o comunque in una fase di emersione e di creazione tutt'altro che avanzata ma – anzi – quasi germinale, in cui non è stata ancora testata la validità commerciale del prodotto o servizio offerto. In tali operazioni la possibilità di perdere tutto il capitale investito è insomma nient'affatto che remota;

b) una seconda corrente motivazionale, invece, affonda le radici nella considerazione secondo cui l'investitore istituzionale, quando entra nella compagine azionaria dell'impresa *target*, non si limita al solo apporto di capitali ma estende la sua partecipazione all'apporto di competenze tecniche, aiutando l'azienda a definire le strategie commerciali, a dare lustro alla stessa, consentendole di accedere anche ad altri canali di finanziamento; e il compenso per questi servizi addizionali offerti dall'investitore viene fatto rientrare nel calcolo del tasso di attualizzazione.

3.3 – Il metodo Berkus

³⁶ Cfr. GERVASONI A.-SATTIN F.L. *Private Equity e Venture Capital*; “Manuale di investimento nel capitale di rischio”, *op. cit.*, p. 356.

Il *Berkus model* (così come definito nella cornice anglosassone) o, come laconicamente detto nei confini nazionali, ‘metodo Berkus’, costituisce un metodo valutativo per start-up che ha conosciuto un importante *grow up* a partire dal 1990, grazie al suo omonimo creatore Dave Berkus.

Berkus era un noto *angel investor* del panorama californiano, il quale creò tale modello allo scopo – super ambizioso – di poter fare una valutazione prognostica assai veritiera delle start up, arrivando a valutarle già in una fase *pre-revenue*.

I muri maestri ed edificanti di questo modello sono i seguenti:

- 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).

Ad ogni voce, viene attribuito un valore indicativo che ha un *range* che oscilla tra zero a 500mila euro; insomma, quando la *startup* soddisferà appieno tutte le voci, riceverà una valutazione che equivarrà ai suddetti 500 mila euro moltiplicati per i 5 valori (a consuntivo, 2,5 milioni di euro). Il valore della *startup* e la loro appetibilità sul mercato, perciò, varia in rapporto alla cifra attribuita ad ognuna delle voci, rispetto alle caratteristiche di ciascuna.

Questo modello è gemmato ed è – col tempo – proliferato, allo scopo di valutare progetti nella fase *pre-revenue* o, comunque, nelle fasi iniziali quando sono assenti metriche finanziarie e di mercato.

In queste circostanze, fare o promuovere una valutazione ponderata di quelle che sono o possono essere le aspettative di remuneratività di una compagine appena nata, può essere una *probatio* a dir poco diabolica; in tal senso, il metodo Berkus offre un valore di riferimento che, per quanto approssimativo, si può rivelare estremamente utile.

Volendo dare un'idea più chiara con riguardo al concreto funzionamento di questo metodo, si prenda ad esempio l'analisi della valutazione campione, effettuata con il *Berkus model*, avente ad oggetto una giovane start-up - *Beta* – fondata da due studenti universitari alle prime armi, un economista ed un informatico.

Il *team* è riuscito a raccogliere 20.000€ per testare il proprio MVP (*Minimum Viable Product*)³⁷.

Tutte le *feature* aggiuntive verranno implementate in un secondo momento, sulla scorta dei riscontri ricevuti. La strategia del *team* che realizza un MVP è visibilmente quella di promuovere – sul lungo periodo

³⁷ È questo un procedimento in cui un nuovo prodotto, sito, applicazione, servizio viene sviluppato con i minori costi possibili e con caratteristiche sufficienti ad essere testato velocemente dai primi utilizzatori e a ricevere i loro feedback.

– una prospettiva più che positiva ed ottimistica, realizzando al contempo una **versione progettuale più contenuta e – per così dire – realistica**, che porrà l’accento sul prodotto presuntamente definitivo e ne restituirà la visione finale, evitando al contempo di assecondare ogni richiesta di modifica o implementazione di funzionalità da parte degli utenti³⁸.

I due *start upper* sono anche riusciti ad entrare in contatto con diverse associazioni professionali che hanno iniziato a testare il loro prototipo. Si potrebbe applicare, a titolo esemplificativo, il metodo Berkus come segue:

Criteri Berkus	Commento	Valore (€)
Qualità Manageriale del Team (Rischio di Esecuzione)	Il team della startup presenta le figure essenziali. Gli aspetti positivi è che vi sono due persone che si conoscono bene ed è presente un responsabile tecnologico (CTO). Gli aspetti negativi è che sono alle prime armi e mancano alcune figure professionali di rilievo.	€ 250.000
Valore dell’idea (Rischio Prodotto)	L’idea imprenditoriale è abbastanza originale, il test sui primi professionisti è un elemento positivo. Tuttavia il rischio di prodotta è ancora molto alto.	€ 150.000
Tecnologia del prodotto (Rischio Tecnologico)	La tecnologia del prodotto sembra essere sufficiente per poter supportare la fase di perfezionamento successiva al test del MVP.	€ 300.000
Relazioni Strategiche (Rischio Mercato)	Il team, in particolare l’economista, ha avviato immediatamente la costruzione di importanti relazioni strategiche che, pur se incomplete e/o limitate, sono sufficienti in questa fase della startup	€ 200.000
Produzioni e vendite (Rischio Finanziario)	L’attività di vendita del prodotto non ha ancora visto il taglio del nastro, tuttavia la startup ha iniziato i primi test e ha del capitale per i prossimi mesi.	€ 50.000
Valutazione		€ 950.000

³⁸ L’economista si occupa degli aspetti strategici e finanziari, mentre il secondo ha sviluppato un MVP di un software per la gestione delle caselle di posta elettronica; il prototipo presenta delle caratteristiche tecnologiche piuttosto avanzate ed è, complessivamente, di buona qualità.

CAPITOLO IV

Un caso concreto: VERTIS SGR

Sommario: 4.1 – *Overview* e organigramma; 4.2 – *Governance* e funzioni di *Compliance* e *Risk Management*; 4.3 – Fondi gestiti e segmentazione degli investitori dei Fondi; 4.4 – Analisi del *deal flow* e attività operativa.

4.1 – Overview e organigramma

Nata nel 2007 e con sedi operative dislocate anche a Napoli e Milano, Vertis è una società di gestione del risparmio indipendente, autorizzata dalla Banca d'Italia, che opera attraverso 6 fondi d'investimento mobiliari chiusi, riservati a investitori professionali, assumendo partecipazioni in progetti di ricerca, *spin-off* universitari, *startup*, *scaleup* e PMI.

Nell'area *private equity*, Vertis è attiva mediante i fondi "Vertis Capital" e "Vertis Capital Parallel", approfondendo i propri investimenti all'interno di aziende con elevate prospettive di crescita, ove vi siano margini ed opportunità di mercato chiari, propulsivi, confortanti e identificabili, con un team di manager e/o imprenditori solidi e con un background professionale autorevole caratterizzato da comprovata ed elevata esperienza nel settore di riferimento.

Nell'area *venture capital*, Vertis è attiva attraverso i fondi "Vertis Venture", "Vertis Venture 2 Scaleup", "Vertis Venture 3 Technology Transfer" e "Vertis Venture 4 Scaleup Lazio", e persegue il proposito di assistere /o promuovere e rendere fattivo lo sviluppo di aziende e il *grow up* di progetti basati su nuove tecnologie e/o innovazioni di prodotto/processo³⁹.

Vertis consta di una struttura organizzativa adeguatamente dimensionata rispetto ai servizi che svolge sia sotto il profilo quantitativo che sotto il profilo delle competenze e ha adottato una policy interna (fatta di regolamenti e di procedure ben delineate) atta a presidiare l'intero ciclo di attività.

L'organizzazione di Vertis è così articolata:

- **Assemblea degli azionisti:** essa ha la competenza e funzione di deliberare, in sede ordinaria e straordinaria, con riguardo alle materie riservate dalla legge e dallo statuto;
- **Consiglio di Amministrazione:** il CDA è investito dei più ampi poteri per l'amministrazione dell'SGR, con facoltà di compiere tutti gli atti opportuni per il raggiungimento degli scopi sociali, ad esclusione degli atti riservati – per legge o Statuto – all'Assemblea degli azionisti;
- **Collegio Sindacale:** il collegio assolve allo *jus vigilandi*, avendo cioè (più che il diritto, il vero

³⁹ La SGR opera nella sede legale e amministrativa situata a Napoli in via F. Caracciolo 17 e nell'ufficio operativo situato a Milano in via F. Turati 32.

e proprio) compito di vigilare sull'osservanza della legge e dello Statuto, nonché di verificare il rispetto dei principi di corretta amministrazione e, quindi, di controllare l'adeguatezza della struttura organizzativa della SGR, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo contabile.

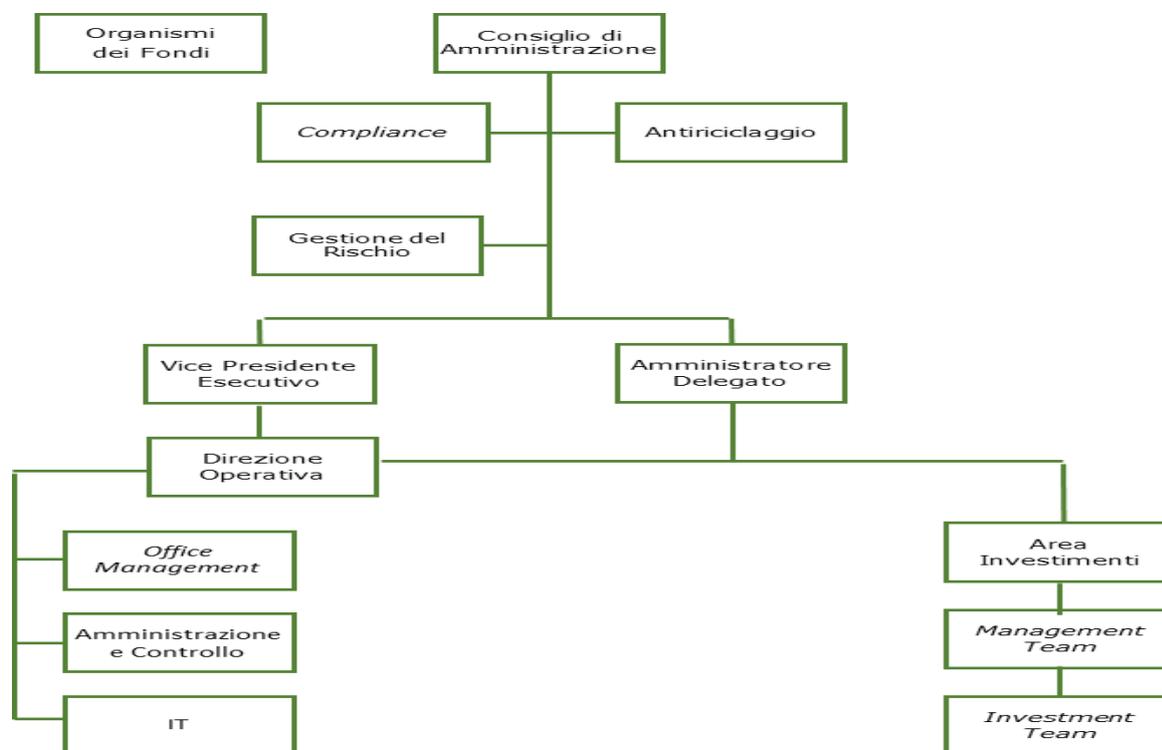
Le attività di revisione legale e di revisione contabile vengono demandate alla società di revisione BDO Italia S.p.A. che è stata nominata, su proposta del Collegio Sindacale, dall'Assemblea degli Azionisti del 27 maggio 2016.

Il processo decisionale della SGR è assai scandito e tipizzato, in quanto si confà ad un preciso ed adeguato sistema di procedure operative, che consta di regole e strutture organizzative edificate così da garantire l'ottemperanza alla *ratio* aziendale e, dunque, il perseguimento delle sue strategie.

Il manuale delle procedure è redatto seguendo linee guida che perseguono l'obiettivo di fissare un insieme di prescrizioni aventi lo scopo di garantire l'ossequio alle strategie della compagine aziendale, l'efficacia e l'efficienza dei processi aziendali, la salvaguardia degli *asset*, l'affidabilità delle informazioni contabili e gestionali e la conformità delle operazioni con le disposizioni legislative e regolamentari.

Le procedure operative costituiscono macro istruzioni di carattere generale che possono essere accompagnate da apposite micro istruzioni di carattere dettagliato redatte e curate in via continuativa direttamente dai responsabili di ciascuna unità organizzativa.

Si riporta di seguito l'organigramma della SGR:



Al fine di promuovere la proficua razionalizzazione dei costi (e, dunque, un effettivo contenimento degli stessi), ed allo scopo perciò di affiancare alla flessibilità della struttura organizzativa elevati *standard*

qualitativi garantiti da soggetti specializzati, la SGR fa ricorso all'*outsourcing* per le funzioni aziendali di controllo e, nello specifico, si avvale di un *advisor* per il supporto alle attività del FIA (Fondo di investimento alternativo) VV3.

Gli *outsourcer* e l'*advisor* vengono individuati sulla scorta del *background* professionale: indice indicatore per eccellenza è, cioè, la comprovata e specifica esperienza e competenza. In particolare, per quelli coinvolti nel processo di investimento, è valutata l'esperienza e la competenza nell'ambito delle strategie di investimento del FIA.

Gli organi a cui sono affidate le più importanti responsabilità nell'ambito della gestione della SGR sono:

- Consiglio di Amministrazione;
- Amministratore Delegato;
- *Management Team*;
- Direttore Operativo.

Per quanto concerne la gestione dei FIA VV2 e VV3, il Consiglio di Amministrazione si è avvalso di Comitati Investimenti dedicati, che non hanno alcuna rilevanza esterna, ai quali però sono state affidate e demandate le decisioni riguardanti le operazioni di investimento e disinvestimento del FIA e i relativi costi e spese di diretta inerenza.

Sono invece ascrivibili alla esclusiva spettanza del Consiglio di Amministrazione tutte le altre attività quali, a titolo meramente esemplificativo, a) la definizione delle strategie di investimento, b) l'approvazione e la verifica periodica del *business plan* del FIA, c) la approvazione/validazione delle relazioni periodiche del FIA.

Gli esponenti del Consiglio di Amministrazione componenti dei Comitati Investimenti e delegati all'esecuzione delle operazioni sono:

- Amedeo Giurazza nel Comitato Investimenti del FIA VV2;
- Renato Vannucci nel Comitato Investimenti del FIA VV3.

4.2 – Governance e funzioni di Compliance e Risk Management

Il capitale sociale di Vertis ammonta e si stima in complessivi Euro 1.198.800 interamente versati ed è diviso in 1.998.000 azioni ordinarie del valore nominale pari ad € 0,60 ciascuna.

Gli azionisti di Vertis sono i seguenti:

SOCIO	N. Azioni	%
Amedeo Giurazza	594.000	29,73
Fiart Cantieri Italiani SpA	199.760	9,99
Fondazione di Sardegna	198.000	9,91
Futura Invest SpA	180.000	9,01
Renato Vannucci	179.460	8,98
Giacomo Giurazza	125.340	6,27
Gianluca Giurazza	125.340	6,27
Giorgio Giurazza	125.340	6,27
Paola Crispino	110.160	5,52
Maria Elena Giurazza	83.160	4,16
Giancarlo di Luggo	77.440	3,89
TOTALE	1.998.000	100

In data 21 ottobre 2015 è stato sottoscritto un accordo parasociale tra i componenti della famiglia Giurazza:

- Amedeo Giurazza;
- Paola Crispino;
- Giacomo Giurazza;
- Gianluca Giurazza;
- Giorgio Giurazza,

congiuntamente titolari di una partecipazione al capitale sociale di Vertis pari al 54,06%, per complessive n. 1.080.180 azioni (rispettivamente il “**Sindacato di Voto**” e le “**Azioni Sindacate**”).

Il Sindacato di Voto è caratterizzato da un funzionamento procedurale assai particolare: prevede, infatti, che i titolari delle Azioni Sindacate procedano ad una consultazione ab origine, preventiva, allo scopo di definire una linea di voto comune sulle materie poste all’ordine del giorno dell’Assemblea degli Azionisti della SGR, evitando così il proliferare di stucchevoli conflittualità, restando inteso che, nel caso in cui dovessero emergere più proposte, sarà necessaria una votazione palese non preceduta da alcuna *camera caritatis*, risultando perciò prevalente a quel punto e – dunque – dandosi per adottata la proposta votata dalla maggioranza delle Azioni Sindacate.

A tal riguardo, si evidenzia come le azioni detenute dal dott. Amedeo Giurazza rappresentino la maggioranza assoluta delle Azioni Sindacate, da ciò ricavandosi che la posizione da questi espressa risulterà sempre maggioritaria nel Sindacato di Voto.

In caso di inadempimento degli obblighi di consultazione e concertazione del diritto di voto, i titolari delle Azioni Sindacate hanno riconosciuto al dott. Amedeo Giurazza un'opzione di acquisto a valere sulle azioni detenute dalla parte inadempiente.

In ragione del richiamato Sindacato di Voto si determina dunque formalmente una situazione di controllo in capo al dott. Amedeo Giurazza.

Procedendo con ordine, verranno esaminati i ruoli che i vari organi assumono nella determinazione delle politiche aziendali:

1. Consiglio di Amministrazione:

Il Consiglio di Amministrazione di Vertis, sulla scorta delle disposizioni statutarie, assolve ad uno dei più poteri più estesi e prestigiosi a presidio della gestione ordinaria e straordinaria della SGR.

Esso ha la funzione di compiere tutti gli atti teleologicamente preordinati al raggiungimento degli scopi sociali, esclusi soltanto quelli che la Legge e lo Statuto riservano all'Assemblea degli Azionisti.

L'autonomia decisionale riconosciuta a ciascun operatore e la sua diversa graduazione, sono da ascrivere alle eventuali procure rilasciate dal Consiglio di Amministrazione e/o dall'Amministratore Delegato.

Per specifiche operazioni, il Consiglio di Amministrazione può attribuire poteri a singoli Consiglieri o a terzi investendoli anche della possibilità di spendere la relativa firma sociale, ben delineando i limiti e le forme attraverso cui i poteri conferiti possono essere materialmente esercitati.

Il Consiglio di Amministrazione nomina nel suo ambito uno o più Vice Presidenti e uno o più Amministratori Delegati.

Si precisa che nella SGR, sulla scorta dello Statuto sociale, non è prevista l'esistenza di un Comitato Esecutivo ma sussiste la possibilità di istituire un Comitato Investimenti per ogni FIA, che non dispone di alcuna rilevanza esterna, ma che recepisce ed ottempera al compito di approvare le operazioni di investimento e disinvestimento del FIA e i relativi costi e spese di diretta inerenza.

Il Consiglio di Amministrazione si riunisce con frequenza almeno trimestrale e, comunque, ogniqualvolta il Presidente o l'Amministratore Delegato lo reputi opportuno nell'interesse sociale ovvero quando ne facciano richiesta la maggioranza dei Consiglieri o almeno 2 Sindaci.

Per la validità delle deliberazioni del Consiglio è necessaria la presenza – validante – della maggioranza degli Amministratori in carica. Insomma, un vero e proprio *quorum*.

Le deliberazioni sono prese con il voto favorevole della maggioranza assoluta dei Consiglieri presenti

e in caso di parità è decisivo il voto di chi presiede.

Il Consiglio di Amministrazione è l'organo responsabile della gestione dei FIA; ricopre un ruolo fondamentale nella determinazione delle linee guida e delle politiche di investimento dei FIA.

2. Presidente

Il Consiglio di Amministrazione di Vertis ha nominato il prof. Rocco Corigliano - Amministratore indipendente - quale Presidente della SGR.

3. Vice Presidente

Il Consiglio di Amministrazione di Vertis ha fatto assurgere – nominandolo – il sig. Renato Vannucci al ruolo ed alla carica di Vice Presidente della SGR.

4. Amministratore Delegato

Il Consiglio di Amministrazione di Vertis ha nominato il dott. Amedeo Giurazza quale Amministratore Delegato della SGR.

L'Amministratore Delegato è posto a capo di tutte le funzioni aziendali operative, ad eccezione delle funzioni di controllo e dei Comitati Investimenti dei FIA ove istituiti, ed è responsabile dell'attuazione delle strategie indicate dal Consiglio di Amministrazione.

L'Amministratore Delegato inoltre:

- mette in pratica le politiche aziendali e quelle del sistema di gestione del rischio dell'impresa, definite dal Consiglio di Amministrazione quale organo con funzione di supervisione strategica;
- verifica in modo costante l'adeguatezza del sistema di gestione del rischio dell'impresa;
- delinea ed individua i flussi informativi volti ad assicurare agli organi aziendali la conoscenza di tutte quelle informazioni che afferiscono al *management*, alla gestione dell'impresa e ritenute rilevanti;
- definisce in modo chiaro i compiti e le responsabilità delle strutture e delle funzioni aziendali;
- assicura che le politiche aziendali e le procedure siano tempestivamente comunicate a tutto il personale interessato.

5. Comitato Investimenti del FIA

Il Comitato Investimenti, organo facoltativo perché può anche non essere materialmente previsto ed istituito, è l'organo collegiale avente rilevanza interna, nominato – si ripete, facoltativamente – dal Consiglio di Amministrazione con riferimento a ciascun FIA, al quale è demandata la funzione deliberativa propria del Consiglio di Amministrazione con riguardo alle deliberazioni in materia di investimenti e disinvestimenti del patrimonio del FIA.

Tale delega di funzioni a favore del Comitato Investimenti non determina in alcun caso una delega di

responsabilità per le operazioni di investimento e disinvestimento adottate da tale organo, in quanto la responsabilità ultima per tale decisioni è comunque allocata in capo al Consiglio di Amministrazione.

Ne consegue che il Consiglio di Amministrazione avrà sempre il potere di impartire direttive specifiche ai Comitati Investimenti, nonché di avocare a sé la decisione di adottare le operazioni di investimento e disinvestimento che possano essere considerate particolarmente “sensibili” - ad esempio perché legate alla presenza di conflitti di interesse potenzialmente lesive dell’interesse del FIA o dei suoi quotisti - o, addirittura, di ritirare le deleghe precedentemente conferite ai Comitati Investimenti.

Tra i componenti del Comitato Investimenti, almeno uno deve essere un membro del Consiglio di Amministrazione della SGR e avere almeno le medesime prerogative degli altri membri del Comitato Investimenti e, quindi, il Comitato Investimenti potrà deliberare esclusivamente con il voto unanime dei suoi componenti.

Il membro del Consiglio di Amministrazione che siede all’interno del Comitato Investimenti ricoprirà la carica di Presidente e avrà la responsabilità di informare periodicamente il Consiglio di Amministrazione con riguardo alle materiali attività predisposte ed effettuate dal Comitato Investimenti, così da consentire al Consiglio di fare una valutazione qualitativa e certificare, sul campo, la correttezza dell’operato ed il rispetto dei limiti di attività fissati nello statuto ed altresì nella delibera consiliare, con la quale sono stati a esso delegate le apposite funzioni, nonché nel regolamento di gestione del FIA cui quello specifico Comitato Investimenti si riferisca.

Inoltre, ai Comitati Investimenti vengono affidate le specifiche funzioni individuate dal Consiglio di Amministrazione solo per quanto attiene a quelle aventi rilevanza interna: si tratta, in altri termini, di un’articolazione di compiti e funzioni che rileva esclusivamente all’interno del processo deliberativo della SGR ma che non potrà essere opposta a terzi.

Ciò significa, in buona sostanza, che la delibera del Comitato Investimenti non potrà essere da sola documento idoneo e sufficiente per il compimento di determinate azioni aventi rilevanza esterna (es. sottoscrizione di contratti), essendo al riguardo necessario che il Consiglio di Amministrazione della SGR deleghi ad un proprio componente, conseguentemente legittimato ad interloquire con soggetti terzi e a spendere il nome di Vertis, il compito di dare esecuzione alle delibere del Comitato Investimenti.

Per quanto, infine, attiene alla composizione del Comitato Investimenti, oltre alla partecipazione necessaria, come su detto, di un componente del Consiglio di Amministrazione della SGR, è di fondamentale importanza che in nessun caso il Comitato Investimenti potrà essere composto da membri che siano espressione dei quotisti del FIA, atteso il generale divieto di commistione tra l’attività gestoria e la partecipazione al patrimonio del FIA.

Ciò comporta che la nomina dei componenti del Comitato Investimenti dovrà essere disposta dal Consiglio di Amministrazione di Vertis e che tali componenti non potranno essere nominati nelle loro qualità

di soggetti partecipanti alla normale attività dei quotisti del FIA cui il Comitato Investimenti si riferisca.

Ciò specificato, i membri del Comitato Investimenti diversi dall'esponente del Consiglio di Amministrazione di Vertis potranno essere nominati, anche tra soggetti esterni rispetto alla SGR, venendo selezionati in virtù delle proprie esperienze, competenze e influenze: si tratta, dunque, di una nomina disposta sulla base di un rapporto fiduciario legato al singolo soggetto, "*intuitu personae*", a nulla rilevando invece la società di appartenenza del soggetto prescelto.

In ragione di quanto sopra, si ritiene che nulla osti a che soggetti che svolgano attività di *advisory* per conto di un FIA assumano anche la carica di membri del Comitato Investimenti del medesimo FIA, ovviamente a condizione che la SGR (e il regolamento del FIA) siano in grado di gestire adeguatamente le potenziali situazioni di conflitto che si possano ingenerare a causa del duplice incarico ricoperto dal medesimo soggetto.

Naturalmente, proprio in ragione della natura fiduciaria dell'incarico, che inevitabilmente si basa e si edifica sul c.d. *intuitu personae*, nel caso in cui venga nominato un *advisor* del FIA quale componente del Comitato Investimenti, l'eventuale cessazione del rapporto di *advisory* non produce l'automatica perenzione e/o decadenza dal ruolo assunto nel predetto Comitato.

6. Investment Team ("ITeam")

L'*Investment Team* è composto dai professionisti individuati dalla SGR per la gestione di ogni FIA.

7. Management Team ("MTeam")

L'*MTeam* è il ristretto nucleo di componenti dell'*ITeam*, individuati dalla SGR, cui sono attribuiti poteri decisionali e la gestione dei rispettivi *ITeam*. Nello specifico:

- attua le linee guida e le politiche di investimento fissate dal Consiglio di Amministrazione;
- è responsabile delle fasi di *scouting*, pre-istruttoria ed istruttoria del processo di investimento e disinvestimento, nonché della presentazione degli *Investment Memorandum* all'Organo Deliberativo della SGR (per tale intendendosi il Consiglio di Amministrazione ovvero, ove istituito, il Comitato Investimenti dedicato al singolo FIA);
- autorizza approfondimenti o abbandoni di analisi sulle *Target*;
- è responsabile del processo di monitoraggio delle partecipate del FIA e relaziona periodicamente l'Organo Deliberativo della SGR;
- è responsabile della fase di valutazione delle partecipate del FIA (non applicandosi alla SGR quale gestore sotto soglia le norme di attuazione della AIFMD sull'indipendenza funzionale e gerarchica della funzione di valutazione dalla funzione di gestione), predisponendo la proposta e la documentazione utile da presentare all'Organo Deliberativo della SGR;
- gestisce le risorse umane dell'*ITeam*;

- convoca e gestisce tutte le riunioni dell'*ITeam*;
- nomina, nel contesto e nell'ambito dell'*ITeam*, una figura a cui affidare e demandare la responsabilità delle attività su una singola *Target* ("*Target Manager*").

Ogni riunione del *MTeam* viene formalizzata all'interno di un verbale, redatto in forma schematica-essenziale, che viene archiviato e conservato.

8. Direttore Operativo

Il Consiglio di Amministrazione di Vertis ha affidato la responsabilità della Direzione Operativa al Vice Presidente sig. Renato Vannucci, cui competono le attività di controllo e coordinamento:

- della contabilità generale della SGR e dei FIA;
- del processo di valorizzazione delle quote dei FIA;
- delle relazioni con le autorità preposte a funzioni di vigilanza, con gli organi di controllo della SGR ed altresì con il Depositario;
- dei rapporti con gli *outsourcer* che svolgono attività riconducibili alla Direzione;
- dei rapporti con gli investitori.

La Direzione Operativa consta, attualmente, della presenza non solo del Responsabile, ma anche di due ulteriori figure professionali che vanno a rimpinguare e potenziare l'organico della direzione operativa medesima.

9. Responsabili della Funzione di Compliance, Gestione del rischio e Antiriciclaggio

In applicazione del principio di proporzionalità così come indicato a livello normativo⁴⁰, la SGR:

- ha istituito la Funzione di *Compliance*;
- ha istituito la Funzione di Gestione del rischio;
- ha istituito la Funzione Antiriciclaggio;
- non ha istituito la Funzione di Revisione interna, pur assicurando comunque lo svolgimento efficace ed efficiente delle relative attività ed individuando nel Presidente stesso il referente per lo svolgimento di tali attività. In tale circostanza la responsabilità dell'esercizio delle attività ricade interamente sul Consiglio di Amministrazione.

10. Organi del FIA

Nei regolamenti di ciascun FIA può essere prevista l'istituzione di uno o più Organi del FIA (es.

⁴⁰ Si veda a tal riguardo il Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob con provvedimento del 29 ottobre 2007, aggiornato con delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018: "Regolamento Congiunto" e dal Regolamento Intermediari),

advisory board) composti da componenti nominati dagli investitori, indipendenti e autonomi rispetto all'Organo Deliberativo della SGR ed eventuali soggetti da questo delegati. L'Organo del FIA di norma verifica la coerenza tra l'attività di investimento e le linee guida strategiche esplicitate nel regolamento del FIA.

All'Organo del FIA è demandata la valutazione di situazioni di conflitto di interessi nella definizione delle proposte di investimento e di disinvestimento del capitale del FIA. L'Organo del FIA riporta il contenuto delle sue valutazioni all'Organo Deliberativo della SGR.

11. Amministratori indipendenti

Lo Statuto di Vertis prevede che almeno un terzo del Consiglio di Amministrazione sia composto da Amministratori indipendenti⁴¹.

L'Amministratore indipendente, oltre all'ordinario esercizio dei compiti di componente del Consiglio di Amministrazione e alla sua facoltà di verifica e intervento, deve in particolare:

- verificare l'adeguatezza e la rispondenza all'interesse degli investitori delle convenzioni aventi incidenza significativa sui FIA;
- esprimere parere riguardo la remunerazione degli Amministratori titolari di deleghe;
- verificare la corretta applicazione di principi e procedure riguardanti l'esercizio dei diritti amministrativi inerenti le partecipazioni nelle imprese in cui i FIA hanno investito;
- verificare che i FIA non risultino gravati da oneri non collegati direttamente alla loro gestione.

Nel caso in cui l'Amministratore indipendente, nel contesto della dianzi citata attività ispettiva, rilevi incongruenze ed anomalie, sarà tenuto ad ottemperare ad un indefettibile obbligo comunicativo, rendendo edotto di tali criticità il Consiglio di Amministrazione, corredando la trasmissione dell'informazione con un (proprio) motivato parere affinché lo stesso deliberi al fine di dirimere il problema insorto.

Nell'ottica della massima valorizzazione del ruolo dell'Amministratore indipendente, ancorché i pareri resi dallo stesso non siano vincolanti, il Consiglio di Amministrazione è obbligato a motivare sempre le ragioni di una eventuale decisione contraria a tali pareri.

A. FUNZIONE DI GESTIONE DEL RISCHIO - RISK MANAGEMENT

1. Collocazione organizzativa ed ambiti di responsabilità

Conformemente a quanto previsto dalla normativa di settore, la Funzione di Gestione del Rischio (*Risk Management*) è collocata in posizione di autonomia, anche gerarchica, rispetto alle singole strutture operative, e riporta esclusivamente al Consiglio di Amministrazione e al Collegio Sindacale.

⁴¹ Con riguardo alle caratteristiche degli Amministratori indipendenti, si rimanda all'art. 20 dello Statuto sociale, che rinvia alle disposizioni previste dal Protocollo di Autonomia AIFI per le SGR che gestiscono fondi comuni di investimento mobiliari chiusi.

Quindi, pur essendo scevro da qualsivoglia influenza esterna, è tenuto ad una attività di rendicontazione, che ne favorisce l'osmosi col C.d.A. e col Collegio Sindacale.

Alla Funzione di *Risk Management* sono attribuite le seguenti responsabilità:

- a) collabora alla definizione del sistema di gestione del rischio dell'impresa;
- b) presiede al funzionamento del sistema di gestione del rischio dell'impresa e ne certifica e controlla la piena osservanza da parte dell'intermediario e dei soggetti rilevanti;
- c) verifica l'adeguatezza e l'efficacia delle misure prese per rimediare alle carenze riscontrate nel sistema di gestione del rischio dell'impresa;
- d) collabora alla definizione del sistema di gestione del rischio dei FIA e ne presiede il funzionamento;
- e) verifica:
 - la coerenza tra il livello di rischio dei singoli FIA e il relativo profilo di rischio-rendimento;
 - il rispetto dei limiti all'assunzione dei rischi dei singoli FIA;
 - l'adeguatezza del sistema di gestione dei rischi degli FIA;
 - l'evoluzione attesa del livello di rischio dei singoli FIA e la conseguente probabilità di violazione dei limiti fissati all'assunzione dei rischi;
 - la corretta valutazione degli strumenti derivati OTC;
- f) verifica l'adeguatezza e l'efficacia delle misure prese per rimediare alle carenze riscontrate nel sistema di gestione del rischio dei FIA.

2. Impegno in termini di giorni-uomo richiesto all'outsourcer

L'impegno richiesto dall'*outsourcer* per lo svolgimento dell'attività di *Risk Management* è indicativamente pari a 30 giorni/uomo annui. Il Responsabile della Funzione è supportato da un analista *risk* dell'*outsourcer*.

Al Responsabile della Funzione di *Risk Management* è garantito accesso a tutte le strutture aziendali e alla documentazione di cui dovesse necessitare per lo svolgimento della propria attività di controllo di secondo livello.

3. Frequenza e modalità di svolgimento dei compiti in materia di controllo

Alla Funzione di *Risk Management* sono demandati i seguenti compiti:

- in via prioritaria, quello di favorire l'identificazione delle diverse tipologie di rischio cui la SGR è soggetta in base alle attività materialmente espletate;

- in secondo luogo, non può ignorarsi la funzione definitoria: il *risk management* deve poter servire a plasmare il modello di gestione dei rischi, governandone e presiedendone il funzionamento;
- in terza istanza, permette di verificare il rispetto dei limiti e delle soglie di tolleranza stabilite;
- promuove, poi, un fattivo controllo di quella che è la confacenza dei processi produttivi rispetto all'ampio novero di obiettivi di rischio/rendimento eventualmente demandati;
- consente e rende possibile, poi, una collaborazione volta a definire le misure da intraprendere per rimediare alle carenze riscontrate;
- segnala tempestivamente al Consiglio di Amministrazione della SGR eventuali incoerenze registrate nel corso dell'attività di controllo;
- verifica, infine, periodicamente l'adeguatezza del sistema di misurazione dei rischi parametrando ed immergendole all'interno delle concrete condizioni aziendali, anche in base a quanto statuisce la normativa di riferimento e/o a quanto prevedono le condizioni di mercato e le *best practice* del momento (evoluzione dell'attività, modifiche organizzative, implementazione di nuovi sistemi informativi, introduzione/modifica delle procedure organizzative in essere).

Tali funzioni saranno perseguite e concretizzate senza soluzione di continuità attraverso la verifica della documentazione agli atti di Vertis e dei dati elaborati dal sistema contabile-gestionale della SGR relativi agli eventi gestionali dei FIA e della SGR stessa.

La SGR è esposta principalmente a quei rischi d'impresa che gravitano intorno alla categoria dei rischi operativi⁴².

La SGR può, però, andare incontro anche a rischi di tipo finanziario, sia direttamente che indirettamente tramite gli effetti reddituali che derivano dalla gestione dei FIA che ha istituito.

I FIA sono esposti a rischi di natura finanziaria in relazione alla loro specializzazione negli investimenti di *private equity* e *venture capital*: tali rischi hanno tipicamente un impatto economico sul FIA e sono valutati sia con riferimento al singolo *asset* che in un'ottica di portafoglio, tenendo quindi conto degli eventuali benefici derivanti dalla diversificazione.

4. Mappatura dei rischi cui la SGR è esposta in relazione alle attività svolte

La SGR è esposta a due macro categorie di rischio: rischi operativi e rischi finanziari del portafoglio dei FIA.

5. Rischi Operativi

⁴² Sono definiti come rischi operativi quelli derivanti dall'inadeguatezza o dalla disfunzione di procedure, risorse umane e sistemi interni, oppure da eventi esterni, inclusi i rischi di tipo legale – e ai rischi strategici.

L'attività d'identificazione e valutazione dei rischi operativi e dei sistemi dei controlli interni (*risk assessment*) consiste nell'analisi dei profili di rischio legati all'operatività aziendale ovvero nella valutazione del rischio potenziale connesso a ciascun processo e dei relativi presidi di controllo esistenti, in termini di efficacia ed efficienza.

La metodologia implementata è quella suggerita da Assogestioni, declinata in modo da tener conto dell'operatività attuale della SGR. I rischi operativi sono tutti quei rischi che non sono finanziari, sono rischi tipici di una società legati alle procedure, alle risorse umane e ai sistemi interni.

L'analisi svolta dalla Funzione di *Risk Management* ha come obiettivo l'identificazione sia dei rischi operativi lordi, ossia i rischi teorici a cui la SGR è esposta, sia dei rischi operativi netti, ossia quelli rimanenti dopo l'attività di controllo.

La mappatura dei rischi si fonda su un processo nel corso del quale la Funzione procede a:

- individuare i processi, i sottoprocessi e le attività della SGR;
- individuare le macro-categorie di rischio e i rischi operativi specifici;
- misurare il “rischio lordo” di ciascun evento rilevante;
- misurare il “rischio netto” di ciascun evento rilevante.

Per quanto concerne la raccolta e la conservazione dei dati, l'approccio adottato è focalizzato sulla tecnica di auto valutazione (*self-assessment*) dell'esposizione ai rischi operativi integrato da opportune interviste con le varie unità organizzative e funzioni aziendali al fine di far emergere sia i rischi potenziali sia i sistemi di controllo adottati al fine della loro mitigazione. La mappatura dei rischi operativi viene archiviata a cura della Funzione di *Risk Management* in apposito *dossier* elettronico.

La mappatura dei rischi operativi viene aggiornata al verificarsi di fatti di particolare rilievo e/o modifiche sostanziali dell'operatività aziendale. Le risultanze di tali analisi sono sottoposte ad approvazione del Consiglio di Amministrazione della SGR che delibera in merito alle azioni di mitigazione da intraprendere.

La Funzione di *Risk Management* si è dotata di archetipi modulari di analisi adeguati alla tipologia dei portafogli di *private equity* e *venture capital* gestiti dalla SGR, così da identificare, valutare, monitorare e mitigare i rischi attinenti agli investimenti. I modelli che concorrono alla suddetta misurazione e gestione sono stati sviluppati secondo due livelli:

- ✘ il *Fund Risk Assessment* ha lo scopo di stimare il livello complessivo del rischio del FIA;
- ✘ l'*Asset Risk Assessment* ha lo scopo di stimare il livello di rischio del singolo *asset* oggetto della proposta di investimento o già presente nel portafoglio del FIA.

I fattori di rischio analizzati relativamente agli investimenti di *private equity* e *venture capital* sono conformi alle previsioni normative introdotte dalla AIFMD:

- rischio di controparte;
- rischio di liquidità;
- rischio di mercato;
- rischio di credito;
- rischio operativo.

Alle suddette categorie di rischio si aggiunge la categoria del rischio specifico che prende in esame gli eventuali fattori di rischio residuali (come quelli legali, fiscali, ambientali, regolamentari).

Il modello adottato è di tipo prettamente quantitativo, come richiesto dalla normativa: individua ed elabora indicatori di rischio predeterminati e riscontrabili, che vengono declinati, per ogni categoria di rischio, su opportune soglie parametriche definite a priori tramite una sessione di *back-testing*.

Ogni categoria di rischio è valutata sulla base di specifici indicatori e parametri di natura quantitativa (in via residuale in maniera quali-quantitativa) e contribuisce alla definizione di un *Risk Rating* per l'investimento in analisi sulla base dell'elaborazione effettuata dal modello.

I fattori di rischio analizzati sono ponderati con una metodologia di tipo “*weakest link*”, che assegna un'incidenza superiore agli indicatori che assumono valori più rischiosi. Analogamente, la stima del livello di rischio per il portafoglio nel suo complesso avviene attraverso l'analisi dei medesimi fattori di rischio, utilizzando tuttavia parametri e indicatori diversi e specifici per il portafoglio.

Il metodo “*weakest link*” pondera le stime di rischio per ogni fattore avendo cura di assegnare un peso maggiore a quelli che risultano più significativi da un punto di vista del rischio. Inoltre, il Rischio Specifico agisce da moltiplicatore del *Risk Rating*, assumendo valore compreso tra 0% e 15%. Il rischio di liquidità incorpora le risultanze del modello di gestione della liquidità del FIA tramite la simulazione dei flussi di cassa futuri.

Il modello di analisi del rischio adottato consente di identificare e attribuire una classe di rischio *ex ante* e di monitorare la sua evoluzione nel tempo. Ad ogni classe di rischio definita dal modello vengono associati eventuali suggerimenti in merito a possibili azioni correttive.

L'aggiornamento dei *Risk Assessment* viene effettuato almeno una volta all'anno o in occasione di operazioni sul capitale e comunque qualora la SGR ne rilevi la necessità; la predisposizione di specifiche schede di monitoraggio permette di seguire nel tempo l'evoluzione del profilo di rischio delle singole partecipate e dei FIA. L'attività è finalizzata alla produzione di una comunicazione periodica nei confronti del *management* e degli organi aziendali sull'impatto dei rischi finanziari, effettivi e potenziali, assunti dai FIA gestiti dalla SGR.

6. Gestione del rischio di liquidità

La SGR valuta e gestisce il rischio di liquidità attraverso un modello di gestione delle liquidità appositamente elaborato. Il modello intende assicurare che il FIA mantenga un livello di liquidità adeguato alle obbligazioni che assume e alla sua politica di rimborso, basandosi sulla valutazione di tutte le attività del FIA, tenuto conto del tempo stimato per la liquidazione e del valore al quale tali attività verranno liquidate, e della loro sensibilità a fattori di mercato.

Le stime del modello di gestione della liquidità derivano dal Piano di Attività del FIA elaborato dalla SGR. Il modello monitora periodicamente il profilo di liquidità del portafoglio del FIA, tenendo conto del contributo marginale delle singole attività che potrebbero avere un impatto significativo sulla liquidità, anche in relazione alla loro dimensione, e di passività e impegni significativi, potenziali o non, al fine di poter misurare adeguatamente i loro effetti sul profilo di liquidità globale, anche in relazione alle caratteristiche della base degli investitori.

Il modello di gestione delle liquidità è multi-periodale, ha frequenza semestrale e abbraccia tutta la durata del FIA, compreso un eventuale periodo di estensione; gli input del modello sono le stime sull'attività di investimento (che derivano in buona parte dal Piano di Attività) e i dati riferiti alle passività del FIA, le principali delle quali sono le commissioni di gestione, le altre spese amministrative.

Gli *output* del modello sono:

- i profili di liquidità nel tempo sia a livello di FIA che a livello dei quotisti;
- il tasso interno di rendimento al lordo e al netto delle spese e commissioni (ma non delle tasse);
- la consistenza e la data di raggiungimento del rendimento obiettivo, se raggiunto;
- la consistenza e la data di ottenimento del *carried interest*.

La Funzione di *Risk Management* applica al modello predisposto dalla SGR tecniche di simulazione di tipo Montecarlo. Questi scenari, opportunamente ordinati, forniscono una stima del “*worst case*” secondo un livello di probabilità prescelto.

L'aggiornamento delle stime del modello di liquidità, considerando i dati consuntivi disponibili alla data, viene svolto con cadenza semestrale. Il modello di gestione della liquidità è stato costruito in modo da consentire di effettuare prove periodiche di *stress* delle variabili rilevanti.

7. Gestione del rischio di credito

La Funzione di *Risk Management* ha sviluppato internamente una metodologia di valutazione del merito creditizio degli emittenti, con l'obiettivo di ottenere un indicatore di rischio di credito indipendente e coerente con le caratteristiche dell'investimento effettuato, sia esso effettuato sotto forma di *equity* che di prestito obbligazionario

Il modello di valutazione del rischio predisposto è di tipo quantitativo e fornisce come *output* un *credit*

rating che esprime il merito creditizio della controparte. È prevista una fase finale di “*override*”, dove si analizzano anche fattori di tipo qualitativo che possono influire sulla stima del merito di credito (*management*, concentrazioni, posizionamento di mercato, progetti di sviluppo).

B. Funzione di *compliance*

La funzione di *compliance* consta di molteplici aspetti, i cui tratti salienti e le cui caratterizzazioni peculiari vengono di seguito schematicamente riportate.

1. Collocazione organizzativa ed ambiti di responsabilità

In ossequio a quanto statuito dalla normativa di settore, la Funzione di *Compliance* gode di posizione autonoma, anche sotto il profilo gerarchico, rispetto alle singole strutture operative, e riporta esclusivamente al Consiglio di Amministrazione e al Collegio Sindacale.

I rapporti tra la SGR e il Responsabile della Funzione di *Compliance* sono tenuti dal prof. Rocco Corigliano.

2. Frequenza e modalità di svolgimento dei compiti in materi di controllo

Alla luce dei diversi contorni responsabilitari tipizzati dalla normativa, i principali adempimenti che la funzione di *Compliance* è tenuta ad ottemperare concernono e si sostanziano nei passaggi procedurali di seguito riportati:

- a) identificazione nel continuo delle norme applicabili alla SGR nella prestazione del servizio di Gestione collettiva del Risparmio avuto riguardo alle peculiarità dei FIA istituiti e gestiti dalla SGR;
- b) analisi delle procedure aziendali e delle modalità di gestione degli strumenti finanziari, nonché della modulistica e/o strumenti in uso nell’esecuzione delle attività di gestione dei FIA;
- c) formulazione di suggerimenti e di natura organizzativa e procedurale aventi lo scopo di assicurare un adeguato presidio dei rischi di non conformità identificati;
- d) la predisposizione di flussi informativi diretti agli organi aziendali ai fini di una tempestiva condivisione delle proposte avanzate;
- e) il capillare controllo avente ad oggetto l’efficacia – comprovata – delle migliorie e/o delle modifiche tout court sotto il profilo organizzativo suggerite al fine di scongiurare qualsivoglia minimo rischio di non conformità mediante il riscontro del recepimento delle osservazioni miglioristiche formulate ed il conseguente adeguamento dei processi interni;
- f) la tenuta del Registro dei conflitti di interessi ed il coordinamento delle attività della SGR finalizzate a garantire il rispetto degli adempimenti previsti dalla normativa in materia di conflitti di interessi. In proposito, la SGR ha in essere una “Mappatura delle situazioni di conflitto” astrattamente individuate che prevede quali ipotesi nelle quali possano generarsi conflitti di interessi rilevanti le seguenti situazioni:

- operazioni in cui siano controparti dei FIA, direttamente o indirettamente, uno o più soggetti rilevanti (parti correlate / altri soggetti rilevanti);
- operazioni in società *target* partecipate da uno o più soggetti rilevanti (parti correlate / altri soggetti rilevanti diversi dagli altri FIA);
- operazioni in cui i FIA coinvestono con uno o più soggetti rilevanti;
- contratti di servizio conclusi dai FIA o dalle società *target* con una o più parti correlate (diverse da coloro ai quali risultino conferite funzioni di amministrazione, direzione o controllo della SGR);
- operazioni in società *target* di due o più FIA gestiti;
- l'attività di controllo di conformità è svolta preliminarmente all'entrata in vigore di nuove disposizioni normative ed in fase di studio e progettazione di nuove iniziative di *business* della SGR.

Le modalità operative della Funzione di *Compliance* prevedono riporti formali al Consiglio di Amministrazione ed al Collegio Sindacale in merito ai riscontri emersi dall'attività di valutazione svolta.

Le relazioni illustrano le verifiche effettuate nel periodo di riferimento, forniscono compiuta indicazione dei risultati emersi, delle misure adottate per rimediare a eventuali carenze rilevate, nonché, nel caso di quella annuale, la descrizione delle attività pianificate per l'anno successivo. La relazione riporta, altresì, la situazione complessiva dei reclami ricevuti.

Infine, qualora nell'esercizio delle suddette verifiche il Responsabile della Funzione riscontri gravi irregolarità o anomalie, questi provvede a darne tempestiva comunicazione agli Organi competenti.

La Funzione di *Compliance* ha condiviso con la SGR un Documento di Pianificazione Attività contenente indicazioni sulle attività da svolgere, la loro periodicità, il tempo presumibilmente dedicato a ciascuna di esse. Il Documento di Pianificazione Attività è allegato alla relazione annuale della Funzione redatta ai sensi del Regolamento Congiunto.

Le modalità di svolgimento delle attività della Funzione di *Compliance*, nonché i rapporti tra funzioni aziendali ed altre funzioni di controllo interno della SGR, trovano la loro disciplina nel contratto di incarico per lo svolgimento in *outsourcing* della Funzione di *Compliance* predisposto in conformità del Regolamento Congiunto.

La Funzione di *Compliance* ha istituito un proprio registro nel quale sono riportate le attività svolte con l'indicazione dell'esito, dei suggerimenti e delle proposte avanzate dalla Funzione, delle misure eventualmente indicate per rimediare a carenze riscontrate, nonché un giudizio finale sull'attività svolta e sui riscontri ottenuti. Il registro è custodito presso la SGR al pari della documentazione di supporto che costituisce parte integrante e sostanziale del Registro *de quo*.

La Funzione svolge le proprie analisi sulla documentazione aziendale e attraverso visite periodiche

presso la sede della SGR e interagisce con gli esponenti aziendali e gli altri Organi di controllo.

Al Responsabile della Funzione di *Compliance* è garantito accesso a tutte le strutture aziendali e alla documentazione di cui dovesse necessitare per lo svolgimento della propria attività di controllo di secondo livello.

3. Funzione di revisione interna

La SGR ha statuito e convenuto di non dover attivare la Funzione di Revisione interna, al netto del fatto che – in ogni caso – appresta adeguata garanzia di svolgimento efficace ed efficiente della relative attività. La relativa responsabilità ricade quindi sul Consiglio di Amministrazione della SGR.

La SGR ha individuato nel Presidente il referente per lo svolgimento di tali attività.

Il Presidente si avvale del supporto del Collegio Sindacale e delle Funzioni di *Compliance*, Antiriciclaggio e *Risk Management* per l'esercizio di tali attività.

Il Collegio Sindacale, nello svolgimento delle proprie ordinarie competenze, organizza incontri trimestrali ai quali parteciperanno il Presidente del Consiglio di Amministrazione e i responsabili delle funzioni di *Compliance*, Antiriciclaggio e *Risk Management*, per dare descrizione delle attività svolte, delle relative risultanze nonché dei principali elementi di attenzione rinvenuti (ove esistenti).

Con cadenza almeno semestrale, il Collegio Sindacale produce inoltre al Consiglio di Amministrazione una nota riepilogativa nella quale viene illustrata l'attività svolta in occasione dei predetti incontri con i responsabili delle funzioni aziendali di controllo.

In tal modo, anche l'organo con funzione di supervisione strategica può aver contezza puntuale – oltre ai ragguagli annuali previsti dalla normativa vigente – circa i controlli in essere e decidere così di invitare, nel caso in cui lo ritenga necessario, gli organi di controllo allo svolgimento di attività mirate.

4.3 *Fondi gestiti e segmentazione degli investitori dei Fondi*

La SGR assolve alla funzione di assicurare la gestione collettiva del risparmio mediante la gestione di fondi di *private equity* e *venture capital* (qualificabili, in base alla normativa di attuazione della Direttiva 2011/61/UE o "AIFMD", come "Fondi d'Investimento Alternativi" o "FIA") e dei relativi rischi; diversamente, esulano dalle sue competenze e sono scervi, perciò, da qualsivoglia minima riconducibilità con lo stesso, i servizi di gestione di portafogli e consulenza in materia di investimenti e, quindi, la commercializzazione OICR di terzi.

Vertis ha istituito e gestisce tuttora un numero cospicuo di FIA (ben 6) riservati ad investitori

professionali e alle altre categorie di investitori di cui all'art.14 del D.M. 30/2015, specializzati nell'assunzione di partecipazioni in piccole e medie imprese:

a. Vertis Capital

Avviato in data 1° dicembre 2008, ha un capitale che si computa complessivamente in euro 40,5 mln. La scadenza del FIA è individuata nel 31 dicembre 2021 e il periodo di investimento è terminato il 31 dicembre 2016, avendo completato 7 operazioni. 'Vertis Capital' si produce in investimenti aventi come oggetto e come destinatarie realtà caratterizzate da una elevata redditività, da un contenuto livello d'indebitamento finanziario e da un piano di *grow up* che possa dirsi lineare, inequivoco, chiaro e, dunque, ben definito. Gli investimenti da parte del fondo prevedono l'assunzione di partecipazioni sia di maggioranza che di minoranza.

b. Vertis Capital Parallel

Lanciato in data 12 dicembre 2011 ha un ammontare pari a euro 15,25 mln. La scadenza del FIA è individuata nel 31 dicembre 2021 e il periodo di investimento è terminato il 31 dicembre 2016. Il FIA viene gestito dalla SGR in maniera sincrona rispetto alla gestione del FIA "Vertis Capital".

c. Vertis Venture

Avviato in data 30 marzo 2009, consta di un capitale pari a euro 25mln. La scadenza del FIA è individuata nel 29 marzo 2021, mentre il periodo di investimento è terminato il 29 marzo 2013, avendo completato 20 operazioni. Vertis Venture costituisce il primo fondo di *venture capital* settorialmente deputato alla realizzazione di interventi di *seed ed early-stage capital* in progetti e *start-up*, basate nel sud Italia, che presentano programmi volti ad introdurre innovazioni di prodotto e di processo.

d. Vertis Venture 2

Scaleup

Avviato in data 27 luglio 2017, dispone di un ammontare che si computa complessivamente in euro 30,8 mln. La scadenza del Fia è individuata nel 26 luglio 2027 e il periodo di investimento terminerà il 26 luglio 2022.

Il fondo, dà fattivo supporto alla crescita progressiva delle imprese che, nel tessuto aziendale italiano, hanno proposto e suggerito le migliori più innovative, investendo così in quelle realtà che hanno completato lo sviluppo tecnologico del prodotto o servizio e che devono dare l'imprimatur o consentire e promuovere il rafforzamento su scala nazionale e internazionale delle proprie attività commerciali. "Vertis Venture 2" effettua investimenti in società che operano mediante lo sviluppo e commercializzazione di soluzioni, prodotti e/o servizi riferibili a settori delle tecnologie industriali e digitali.

e. Vertis Venture 3

Technology Transfer

Lanciato in data 30 agosto 2017, ha un ammontare pari a euro 40,4 mln. La scadenza del FIA è stata fissata nella data del 29 agosto 2027 e il periodo di investimento è previsto che si concluda il 29 agosto 2022. Il fondo affonda le proprie radici ed intinge la propria *ratio* nella necessità di valorizzare la proprietà intellettuale derivante dalla ricerca pubblica e accademica italiana, approfondendo cospicui investimenti in progetti di imprenditorialità scientifica.

È il primo fondo di trasferimento che si innesta in una cornice tematica tecnologica; in esso ha investito la piattaforma ITAtech, sulla scorta di una iniziativa convergente tra Cassa Depositi e Prestiti e Fondo Europeo per gli Investimenti dedicata – come poc’anzi si scriveva – al finanziamento dei processi di trasferimento tecnologico.

In particolare, il fondo investe foraggiando *spin-off* universitari e realtà aziendali che gemmano da incubatori e/o acceleratori di startup appartenenti o in qualche modo riconducibili a organismi di ricerca, supportandoli – con i propri investimenti – lungo tutto il processo di valorizzazione.

f. Vertis Venture 4

Scaleup Lazio

Avviato in data 27 marzo 2019, ha un ammontare pari a euro 8,1mln. La scadenza del FIA è individuata nel 26 luglio 2027 e il periodo di investimento terminerà il 26 luglio 2022. Il FIA viene gestito dalla SGR in maniera sincrona e *pari passu* rispetto alla gestione del FIA “Vertis Venture 2 Scaleup” per le sole operazioni che svolgono la loro attività operativa nella Regione Lazio.

Il versamento delle quote sottoscritte dai partecipanti dei FIA avviene gradualmente in relazione al concretizzarsi delle operazioni di investimento e/o per il pagamento delle commissioni di gestione e dei costi operativi di competenza dei FIA.

La SGR, alla luce delle caratteristiche dei FIA gestiti (FIA riservati che non fanno ricorso alla leva finanziaria e non consentono ai partecipanti richiedere – legittimamente – il *repay/refound* del proprio investimento per i 5 successivi rispetto all’iniziale apporto economico) e del valore totale dei beni gestiti dai FIA stessi (inferiore a euro 500 mln), ha chiesto nel 2015, in base al regime transitorio di cui alla normativa di attuazione della AIFMD, ed è stata iscritta nell’Albo delle SGR, Sezione Gestori di FIA, come “gestore sotto soglia”⁴³.

Il fondo “Vertis Venture

4 Scaleup Lazio” supporta la crescita delle migliori imprese innovative e tecnologiche basate nel

⁴³ Ciò, ai sensi dell’art. 35-*undecies* del D.Lgs. 58/98 e s.m.i..

Lazio, investendo in quelle che già conseguono un discreto fatturato, si avvalgono di un *team* manageriale di qualità e che necessitano di capitali consistenti per fare il salto dimensionale.

4.4 Analisi del deal flow e attività operativa

Tutte le iniziative che consentono di addivenire alla SGR soggiacciono necessariamente ad una prima fase di analisi da parte del *Deal Flow Coordinator*, componente della SGR non facente parte degli *investment team* dei vari Fondi; quest'ultimo recepisce le informazioni preliminari sulle *target* così da individuare in un secondo momento il Fondo a cui demandare ed affidare l'iniziativa o eventualmente respingere l'iniziativa medesima, facendo una disamina meticolosa di quelli che erano e sono i limiti dei regolamenti di gestione.

I *dossier* assegnati al Fondo vengono incamerati da un *database* del *deal flow*, in cui si registrano le informazioni principali di ogni potenziale operazione, dalla data del primo contatto all'*originator*, fagocitando tutti i potenziali o concreti motivi per cui l'operazione è stata rigettata fino a vagliare tutti gli eventuali co-investitori coinvolti.

La fase che attaglia a questo primo *screening*, dalla durata media ed approssimativa di due settimane, è condotta dal *team* d'investimento e consente di fare una selezione strenua ed accurata, accantonando circa il 90% delle proposte. I motivi più frequenti che portano in questa fase a rigettare una proposta di investimento sono:

- ▶ Disallineamento rispetto alla strategia di investimento del fondo (es. settore, tecnologia, stadio di vita, ecc.);
- ▶ mancanza di una chiara identificazione di un *need* di mercato e/o di un *business model*;
- ▶ piano di sviluppo non chiaro e/o non condivisibile;
- ▶ *team* imprenditoriale non adeguatamente competente e diversificato;
- ▶ assenza o debolezza della proprietà intellettuale;
- ▶ tecnologia o modello di impresa già consolidato, almeno in un'altra parte del mondo, o prossimo ad entrare sul mercato;
- ▶ società che opera in un settore già coperto da una o più società in portafoglio (diversificazione del rischio).

Dei 553 *dossier* analizzati: 18 sono in una fase preliminare di approfondimento, 8 sono in *stand-by*, ovvero in attesa di ricevere documentazione o riscontro sull'interesse nel proseguire le discussioni, 1 in analisi avanzata e 8 sono i *deal* realizzati.

<i>Dossier</i> esaminati	553
<i>Dossier</i> eliminati	518
<i>Dossier</i> rimanenti	35
- in fase preliminare di approfondimento	18
- in <i>stand-by</i>	8
- in analisi avanzata	1
= INIZIATIVE IN PORTAFOGLIO	8

Il 63% circa dei *dossier* sono stati rigettati per motivazioni principalmente legate alla fase di vita dell'iniziativa ed alla debolezza del *business model* e/o del piano di sviluppo.

DOSSIER ELIMINATI	518
- per fase di vita della società	242
- per <i>business model</i> e/o piano di sviluppo non condivisibili	86
- per settore di riferimento	82
- per difendibilità dell'iniziativa/ assenza o debolezza della proprietà intellettuale	31
- per mancato seguito a richiesta di approfondimenti	23
- per momentaneo non interesse a proseguire con operazioni di <i>venture capital</i>	11
- per piano di crescita prospettico	8
- per profilo del <i>management</i>	6
- per dimensione e/o tempistiche dell'investimento	6
- per territorio di competenza	5
per altre cause (struttura/condizioni operazione, ecc.)	18

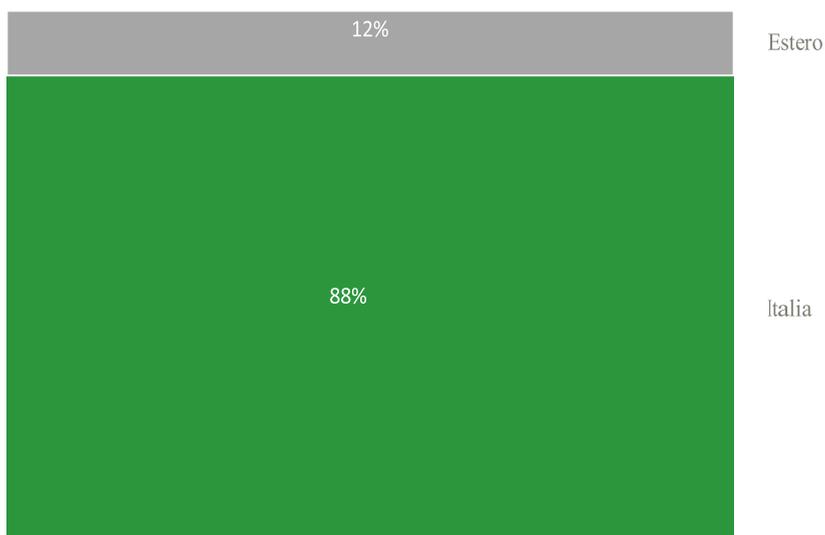
Breakdown dei dossier analizzati per area geografica

(2020)

Numero di dossier; Percentuale

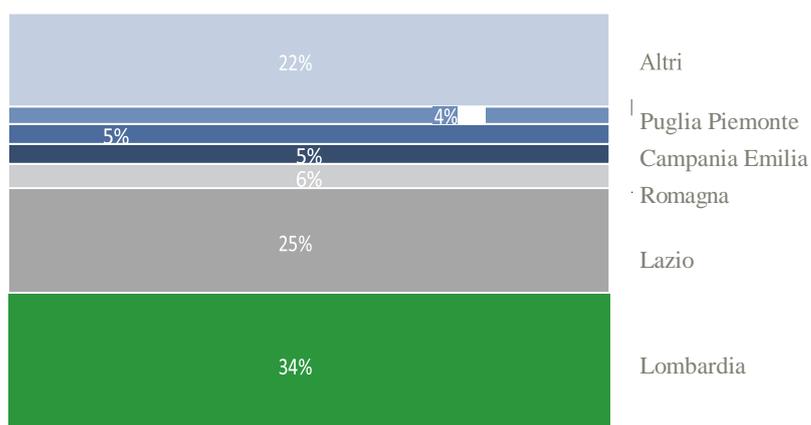
553 dossier

3 anni



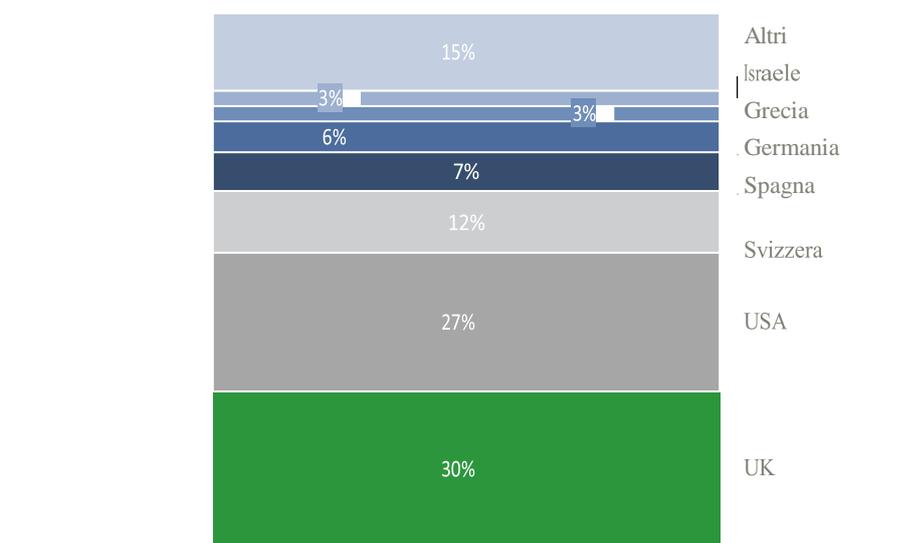
Breakdown dei dossier analizzati per regione (Italia)

486 dossier



- in 3 anni sono stati analizzati 553 dossier, di cui 486 relativi a realtà con sede in Italia;
- circa il 88% (486 dossier) delle iniziative basate in Italia proviene da Lombardia, Lazio, Emilia Romagna, Campania, Piemonte e Puglia;
- la Lombardia, con 163 *dossier*, è la regione dove sono principalmente basate le iniziative analizzate.

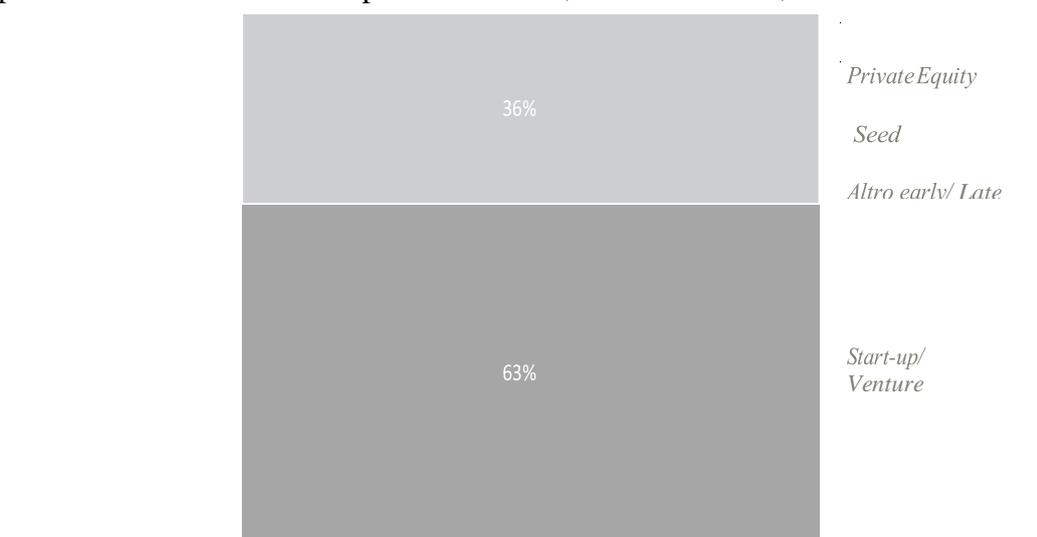
Breakdown dei dossier analizzati per paese (estero)



Breakdown dei dossier analizzati per stadio di vita

553 dossier

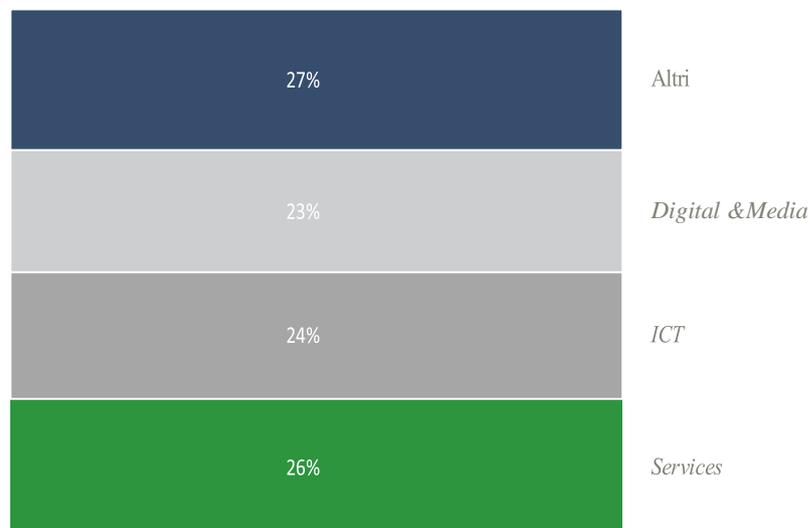
- la prevalenza dei *dossier* esteri proviene da UK, USA e Svizzera;



- dei 553 *dossier* totali, il 63% delle iniziative analizzate (350 *dossier*) si trova nella fase *venture*, il 36% (198 *dossier*) nella fase *late stage*, mentre il rimanente 1% (5 *dossier*) è relativo a iniziative che si trovano in fasi *seed* o *private equity*, quindi fuori dal perimetro d'azione del fondo.

Breakdown dei dossier analizzati per settore

553 dossier



Breakdown dei dossier analizzati per origination

553 dossier



- Il 74% delle iniziative afferiscono al settore dei servizi (144), ICT (133) e *digital & media* (128); le altre iniziative vengono invece declinate in altri e diversi settori (*industrial goods, consumer goods, agro-food, clean-tech, ecc.*);
- la principale fonte di *origination* è rappresentata dal canale *advisor* (29%) unitamente alle candidature spontanee (29% dei *dossier*), contatti direttamente sviluppati dal *team* d'investimento e dalla SGR (18%) e da altri investitori professionali (15%).

CAPITOLO V

Un caso pratico di valutazione di start-up

Sommario: 5.1 – *Start up*: analisi di un caso pratico

5.1 – Start up: analisi di un caso pratico

Per intuibili motivi di riservatezza, verranno utilizzati nomi e luoghi di fantasia; parimenti, i dati di bilancio sono stati opportunamente modificati nel loro valore assoluto pur lasciando inalterati i parametri, le proporzioni ed i relativi *ratios*; altresì, non verranno fornite informazioni di dettaglio sulla start-up *target*.

Costituita a marzo 2016, la Alpha srl si propone come un modello altamente innovativo che, invero, sta rivoluzionando il modo di vivere il wellness; essa opera attraverso un *platform business model* ed è quindi identificabile come una start-up nel settore “*digital*”.

Alpha appare essere la risposta per tutte le persone che intendono allenarsi in qualsiasi centro sportivo senza soggiacere più al consueto obbligo di sottoscrivere abbonamenti. La società in esame, come già precisato, rappresenta la soluzione innovativa per il mondo del wellness anche perché risolve il problema, non solo dei *casual fitner* che hanno necessità di allenarsi in determinati periodi dell’anno, ma anche dei centri sportivi che riescono ad ottenere una clientela incrementale altrimenti non accessibile.

Verso la fine dell’anno 2018, Alpha lancia Alpha Corporate, piattaforma di *compliance* con le normative italiane di welfare, in grado di accompagnare le aziende in programmi di *wellbeing* e wellness corporate. Nel 2020, attesa l’emergenza da COVID-19, Alpha ha concepito, e poi lanciato, il prodotto Alpha-TV, la nuova piattaforma *on demand + live* per gli allenamenti; Alpha diventa un alleato virtuale, idoneo a consentire di mantenere uno stile di vita attivo, ovunque si voglia ed ovunque ci si trovi.

Le informazioni che il management di Alfa ha posto a disposizione dell’Investitore per consentirgli di procedere ad una valutazione della società e trasmesse all’esponente per poter svolgere una autonoma stima, sono contenute, prevalentemente, in un *Business Plan* della durata di tre anni avente, come data di riferimento, il 31.12.2020:

Piano 2020-2023 Management				
€	2020	2021	2022	2023
		2.076.44		
<i>B2C</i>	808.497	6	3.737.521	5.008.278
		3.585.63		10.162.50
<i>B2B</i>	578.067	9	6.498.062	2

<i>Media</i>	44.180	172.131	231.660	259.201
<i>Alpha TV</i>	4.835	210.283	786.406	1.098.087
	1.435.57	6.044.49	11.253.64	16.528.06
Net Revenues	9	9	9	8
		-		
<i>Net Cogs Exit Sport Centers</i>	-826.962	3.918.424	-6.404.883	-8.647.776
<i>Net Cogs Alpha TV</i>	-32.705	-269.150	-611.668	-739.200
		-		
COGS	-859.667	4.187.575	-7.016.551	-9.386.976
		1.856.92		
Primo margine	575.913	5	4.237.098	7.141.092
<i>Transaction Fee</i>	-41.482	-139.336	-265.947	-373.751
	-	-		
Personale	1.018.560	2.511.502	-2.859.927	-2.859.927
<i>Marketing</i>	-138.999	-650.684	-941.328	-1.022.029
<i>Management and Administration</i>	-197.508	-333.418	-360.098	-301.574
<i>B2B Corporate</i>	-47.360	-218.312	-286.405	-349.292
<i>R&D (Software and Product)</i>	-197.967	-285.307	-338.525	-291.906
<i>R&D (SportCenters)</i>	-614	-49.201	-60.605	-39.303
<i>R&D Alpha TV</i>	0	-120.779	-219.467	-84.631
		-		
OPEX (senza personale)	-582.448	1.657.701	-2.206.427	-2.088.734
	-	-		
EBITDA	1.066.577	2.451.614	-1.095.204	1.818.679
	-	-		
Posizione Finanziaria Netta (cassa)	3.773.906	1.593.148	-806.614	-2.874.860
	-	-		
Cassa disponibile	4.227.217	2.020.209	-1.175.707	-3.180.515
Debito Smart & Start	409.561	383.311	330.811	278.311
Debito banca	43.750	43.750	38.281	27.344

Questo piano fornito dal *Management*⁴⁴, è stato sottoposto ad una analisi di sensitività, funzionale alla valutazione, “stressando” i dati e prevedendo una riduzione dei ricavi del 42% per il 2021, del 32% per il 2022 e del 21% per l’anno 2023.

Per i COGS (Cost of Goods and Services) è stato previsto, invece, un incremento per i tre esercizi successivi, rispettivamente del 27%, 22% e 19%, ed anche per le *transaction fees* è stato previsto un sensibile incremento (del 53%, 37% e 24%). Queste variazioni andranno, evidentemente, a modificare anche il *budget* di cassa e dunque la PFN.

Il piano, dopo aver svolto l’analisi di sensitività, ha assunto i valori di seguito esposti:

Investitore - Piano 2020-2023				
€	2020	2021	2022	2023
<i>B2C</i>	808.497	1.142.045	2.616.265	3.756.209
<i>B2B</i>	578.067	1.967.128	3.990.128	8.017.974
<i>Media</i>	44.180	172.131	231.660	259.201
<i>Alpha TV</i>	4.835	210.283	786.406	1.098.087
<i>Net Revenues</i>	1.435.579	3.491.588	7.624.459	13.131.470
		-	-	
<i>Net Cogs Exit Sport Centers</i>	-826.962	2.784.220	4.895.468	-6.894.207
<i>Net Cogs Fitprime TV</i>	-32.705	-269.150	-611.668	-739.200
		-	-	
<i>COGS</i>	-859.667	3.053.371	5.507.136	-7.633.407
Primo margine	575.913	438.217	2.117.323	5.498.063
<i>Transaction Fee</i>	-41.482	-65.644	-167.357	-282.750
	-	-	-	
Personale	1.018.560	2.511.502	2.859.927	-2.859.927
<i>Marketing</i>	-138.999	-650.684	-941.328	-1.022.029
<i>Managment and Administration</i>	-197.508	-333.418	-360.098	-301.574
<i>B2B Corporate</i>	-47.360	-181.994	-251.782	-349.292
<i>R&D (Software and Product)</i>	-197.967	-285.307	-338.525	-291.906
<i>Sviluppo Network SportCenters</i>	-614	-49.201	-60.605	-39.303
<i>R&D Alpha TV</i>	0	-120.779	-219.467	-84.631
		-	-	
<i>OPEX (senza personale)</i>	-582.448	1.621.384	2.171.805	-2.088.734

⁴⁴ Come già precisato, i numeri di piano innanzi proposti sono il risultato di una riformulazione di quelli originali operata rispettando i relativi parametri e proporzioni.

	-	-	-	
EBITDA	1.066.577	3.760.313	3.081.766	266.652
<hr/>				
Posizione Finanziaria Netta	-			
(cassa)*	3.773.906	-135.016	2.668.038	2.088.607
	-			
Cassa disponibile	4.227.217	-562.077	2.298.946	1.782.952
Debito Smart & Start	409.561	383.311	330.811	278.311
Debito banca	43.750	43.750	38.281	27.344

Ai fini, poi, di una stima anche dell'*Exit Value*, mediante applicazione del “*Venture Capital Method*”, occorre conoscere i multipli di mercato. Per completezza, viene operata una analisi sia dei *Trading Multiples*, ovvero dei multipli di aziende simili (c.d. *comparables*) quotate, sia dei *Transaction Multiples*, ovvero dei multipli che sono stati utilizzati in passato in operazioni di acquisizione di aziende simili.

Trading Multiples:

Società	Market Cap media 6 mesi (€m)	Enterprise Value (€m)	EV/Ricavi	EV/EBITDA
Planet Fitness Inc.	3.875	4.968	13,60x	40,21x
Leejam Sports Co.	693	777	5,80x	12,79x
Basic-Fit NV	1.174	2.630	5,95x	18,52x
Peloton Interactive, Inc.	8.136	7.025	2,33x	30,90x
Power Wind Health Industry Inc.	352	456	4,23x	15,12x
SATS ASA	293	844	2,37x	6,80x
Gym Group Plc	263	647	5,96x	22,60x
Technogym S.p.A	1.446	1.422	2,65x	14,97x
Benefit Systems SA	499	748	2,20x	11,79x
Media			5,01 x	19,30 x
Mediana			4,23 x	15,12 x
Max			13,60 x	40,21 x
Min			2,20 x	6,80 x

Fonte: Infront Analytics

Transaction Multiples:

Anno	Acquirente	Target	Enterprise Value (€m)	Ricavi (€m)	EV/Ricavi	EBITDA (€m)	EBITDA %EV/EBITDA	%EV/EBITDA
2020	Lululemon Athletica Inc.	Curiouser Products Inc. (Mirror)	889,12	88,91	10,00x	n.d.	n.d.	n.d.
2020	Apax Partners LLP; Temasek Holdings Pte. Ltd.; L Catterton Management Limited	ClassPass Inc.	898,39	134,76	6,67x	n.d.	n.d.	n.d.
2019	Pure Gym Limited	Fitness World A/S	414,99	182,55	2,27x	38,90	21,3%	10,67x
2019	Softbank Group; Valor Capital; General Atlantic; Atomico	Gympass LLC	883,70	91,90	9,62x	n.d.	n.d.	n.d.
2018	NBCUniversal Media Global Management LLC	Peloton Interactive Inc.	3.583,15	373,45	9,59x	-35,11	n.s.	n.d.
2017	Leonard Green & Partners L.P.	Pure Gym Limited	675,60	186,76	3,62x	32,11	17,2%	21,04x
2016	Benefit Systems SA	Calypso Fitness SA	35,34	14,83	2,38x	2,16	14,6%	16,36x
Media					6,31 x		17,7%	16,02 x
Mediana					6,67 x		17,2%	16,36 x
Max					10,00 x		21,3%	21,04 x
Min					2,27 x		14,6%	10,67 x
Rilevazioni					7,0		3,0	3,0

Fonte: Mergermarket; Analyze Markets; Owler; Zoominfo

A questo punto, sono disponibili quasi tutti i dati necessari per poter elaborare la valutazione, fatta eccezione per alcune ipotesi di base. La prima è rappresentata dall'entità dell'investimento, che si ipotizza essere pari a 3.000.000€; la seconda riguarda, invece, la data dell'investimento, ipotizzata nel 23/12/2020, mentre la data di disinvestimento cadrà in un giorno relativo all'anno successivo all'ultimo rappresentato nel *business plan*, che nella fattispecie in esame è stata ipotizzata nel 31/03/2024.

Il primo obiettivo da perseguire è rappresentato dalla stima dell'*Enterprise Value*; quest'ultimo può essere calcolato moltiplicando i ricavi relativi all'anno 2023 per un multiplo, ovvero moltiplicando l'EBITDA dello stesso anno per il relativo multiplo. Solitamente, per un'impresa operante nel settore *digital* viene preferita la prima soluzione.

Il multiplo considerato riflette il valore mediano dei *Trading Multiples* relativi al paniere di società analizzate in precedenza; è stato poi scelto il valore mediano, e non quello medio, in quanto il primo non risente dei valori estremi e risulta dunque un'approssimazione più precisa.

A tale multiplo, viene solitamente applicato un tasso di sconto *standard* del 30% per diverse motivazioni: in primo luogo i multipli di società quotate si riferiscono a società di dimensioni molto più rilevanti rispetto a quella oggetto di valutazione, poi perché sono società molto più liquide, quindi risulta solitamente agevole per un investitore "uscire" dall'investimento al momento più opportuno.

Infine, il multiplo innanzi descritto è riferito al 100% del valore della società mentre il caso in esame prevede l'acquisizione di una quota di minoranza. Per calcolare l'*Exit Value* viene sommata all'*Enterprise Value* la Posizione Finanziaria Netta. Il medesimo procedimento viene poi ripetuto utilizzando, questa volta, i *Transaction Multiples*.

Dati in €	Trading	Transaction
Ricavi 2023	13.131.470	13.131.470
Multiplo pre-sconto (mediana)	4,23x	6,67x
Sconto	30%	30%
Multiplo post sconto	2,96x	4,67x

Enterprise Value	38.882.283	61.280.193	(ricavi 2023*multiplo post sconto)
PFN 2023	2.088.607	2.088.607	
Exit Value	40.970.890	63.368.800	(EV*PFN 2023)

L'*Exit Value* deve ora essere attualizzato alla data di investimento per ottenere la valutazione *post-money* che è quella per la quale l'investitore è disposto ad impiegare i propri capitali nella *target*. Per farlo occorre determinare un tasso di sconto (*Internal Rate of Return*), che viene identificato con l'aspettativa di rendimento dell'investitore.

Bisogna dunque tenere conto della rischiosità dell'investimento, che è solitamente molto alta trattandosi di giovani realtà imprenditoriali. In questo caso, si utilizza un tasso di attualizzazione del 35% tenuto conto della circostanza che la *target* è una *Start-Up* che opera già da quattro anni sul mercato, che ha già validato alcuni dei suoi servizi e che può già contare su discreti valori di bilancio. Per poter attualizzare l'*Exit Value* risulta, inoltre, necessario determinare il *time to exit*, o tempo di attualizzazione:

<i>Dati in €</i>	<i>Trading</i>	<i>Transaction</i>	
<i>Time to exit</i>	3,27	3,27	((31/03/2024-23/12/2020)/365)
Discount rate (IRR)	35,00%	35,00%	
Ammontare Investito in Aum.Cap.	3.000.000	3.000.000	
Valutazione Post-Money	15.350.527	23.742.332	(Exit Value/(1+IRR)^time to exit)
Valutazione Pre-Money	12.350.527	20.742.332	(valutazione Post-Money-Investimento)

Si può affermare che l'investitore sarà disposto a negoziare un prezzo compreso nel *range* 12.392.872 e 19.167.790, che sono le valutazioni *post-money* elaborate utilizzando, rispettivamente, i *Trading Multiples* ed i *Transaction Multiples*.

A questo punto non resta che calcolare la percentuale azionaria richiesta dagli investitori, o QFPR (Quota Finale di Partecipazione Richiesta)⁴⁵, calcolata dividendo l'investimento per la valutazione *post-money*.

Il numero di quote esistenti, nel caso che ci occupa, è di 200, occorre dunque calcolare il numero di nuove quote emesse moltiplicando il numero di quote esistenti per il rapporto fra la percentuale azionaria degli investitori e quella dei soci attuali, ed il loro prezzo, ottenuto semplicemente dividendo il valore

⁴⁵ Vedi capitolo 3.2 a proposito del *Venture capital Method*.

dell'investimento per il numero di nuove quote emesse, ottenuto in precedenza. In fine è utile calcolare anche la valorizzazione finale, sia per i soci investitori che per i soci attuali, in base alle rispettive quote.

% azionaria Investitori (QFPR)	19,54%	12,64%	(Investimento/Valutazione Post-Money)
% azionaria Soci Attuali	80,46%	87,36%	(1- % azionaria investitori)
Numero quote esistenti	200	200	
Nuove quote emesse	49	29	(Quote esistenti*(% azionaria investitori / % azionaria soci attuali))
Prezzo per quota	61.753	103.712	(Investimento/Nuove quote emesse)
Valorizzazione finale per Investitori	8.007.065	8.007.065	(Exit Value* % azionaria investitori)
Valorizzazione finale per Soci Attuali	32.963.825	55.361.735	(Exit Value * % azionaria soci attuali)

La redditività dell'intero periodo di investimento risulterebbe pari a 230,60%, che corrisponde ad un tasso di redditività annuo composto del 44,15%.

CONCLUSIONI

Alla luce delle analisi promosse all'interno del presente elaborato, risulta evidente che, al fine di poter contare su un florido tessuto di start up, è necessario avere un altrettanto florido tessuto di società di *venture capital* (VC).

Come a più riprese osservato, le società di VC, oltre a fornire capitali alle giovani realtà imprenditoriali, assolvono all'ulteriore funzione di apportare anche un insieme di *intangibles* fondamentali per il successo di tali neofite compagini, ovvero conferendo loro quel *know-how* tecnico e manageriale che, spesso, manca agli *start-up founders*.

Posto che in uno scenario come quello che stiamo vivendo (scenario nel quale le imprese dislocate in ogni parte del mondo sono in competizione tra loro), alla base della progressione economica di un'azienda deve annidarsi e radicarsi la capacità – da parte di giovani start-up – di promuovere ed instillare cambiamenti e innovazioni alle esistenti tecnologie, risulta chiaro che è dirimente – per lo sviluppo economico del nostro Paese – un rafforzamento ed un ampliamento (in numero, dimensioni e proattività) delle società di *Private Equity*, in particolare di *Venture Capital*.

Sebbene al settore de quo vadano riconosciuti – specie negli ultimi anni – evidenti e sostanziosi passi in avanti, l'Italia patisce ancora un forte svantaggio rispetto ad altri grandi *players* quali, ad esempio, gli Stati Uniti, sia con riguardo al numero di operatori che con riguardo all'ammontare degli investimenti.

Per quanto possa sembrare suggestivo e potenzialmente assai redditizio e proficuo l'investimento in giovani ed innovativi progetti imprenditoriali, questi ultimi risultano essere al contempo molto rischiosi, trattandosi di realtà notevolmente giovani che non possono ancora contare su una solida struttura finanziaria e che, nella maggior parte dei casi, ancora non hanno superato la fase di validazione del proprio prodotto o servizio.

Per le motivazioni innanzi esposte, il processo di valutazione di tali realtà imprenditoriali, che gli investitori devono compiere prima di decidere se e quanto investire in un certo progetto e di valutare la remuneratività dell'investimento, risulta essere molto dispendioso sia in termini operativi che, soprattutto, in termini finanziari.

Nel presente elaborato, sono stati descritti i numerosi adempimenti cui deve soggiacere un fondo nella cornice del processo di investimento in una *start-up*, dedicando il necessario approfondimento ai principali metodi che ha a disposizione per stimarne il valore.

All'esito di questo compiuto ed ambizioso tentativo di analisi, è emerso che quando si tratta di valutare realtà imprenditoriali molto giovani, essendo pochi i parametri finanziari su cui poter fare affidamento, finisce con l'assumere una notevole incidenza la visione futura dell'impresa, abbozzando una stima dei ricavi

prospettici, tenendo anche conto di parametri non finanziari quali, a mero titolo esemplificativo: la qualità manageriale del *team*, il valore dell'idea, la tecnologia del prodotto o servizio e le relazioni strategiche che il management è riuscito ad instaurare.

Questo, intuibilmente, rende la stima oltre che dispendiosa anche molto aleatoria.

È proprio questa la ragione per la quale – da un lato – la maggior parte degli investimenti in *Start-Up* risulta essere purtroppo fallimentare, ma per la quale al contempo – dall'altro lato – questo settore assume un “fascino” indiscutibile.

BIBLIOGRAFIA

- A.I.FI. "Venture Capital", Il sole 24 Ore Libr, PG, 1990;
- *Quaderni AIFI, Capitali per lo sviluppo. "Gli operatori in Italia"*, 1992;
- *Quaderno 34 La performance dei fondi di Private Equity; aspetti valutativi, contabili e fiscali.*
- AA.VV., *Rivista di diritto bancario*, sett. 2012, Trib. Milano, sez VIII Civ., sentenza 30 dic 2011;
- BYGRAVE W., TIMMONS J.A, *Venture Capital at the Crossroad*, Harvard Business School Press, Boston, 1992.
- CAPIZZI V., GIOVANNINI R. "Business Angels e Informal Venture Capital in Italia", Bancaria Editrice, 2010.
- CHAPMAN S., *The Rise of Merchant Banking*, Gregg Revivals, Happsire 1992.
- DEL GIUDICE R., GERVASONI A., *Finanziarsi con il venture capital*, ETAS, 2002.
- DELLI QUADRI E.C., *Il Business plan*, Franco Angeli, Milano 1999.
- GERVASONI A. - SATTIN F. L., *Private equity e venture capital*, Guerrini Studio, Milano, 2008.
- LERNER J., IVASHINA V., L. Fang, *The disintermediation of financial markets: direct investing in private equity*, NBER Working Paper Series, 2013.
- MASLOW A.H, *Motivation and personality*, New York, Harper, 1954.
- MISHKIN F., EAKINS S., BECCALLI E., *Istituzioni e mercati finanziari*, 2018, Milano.
- PRIVATO S., GILARDONI A., *Economia e gestione delle imprese*, Egea, Milano 1999.
- TORRELLI F., PERONCINI S., *Il Term Sheet nelle operazioni di Venture Capital, Quaderni sull'Investimento nel Capitale di Rischio*, n.27,2010.
- VESPER K.H., *New Venture Mechanics*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1993.
- STARTUP; *il manuale di riferimento per iniziare un nuovo business*. Prandina (2006).
- Italy and Startups: "harnessing a country of innovators". HARVARD Kennedy School; HARVARD Business School.

SITOGRAFIA

<https://www.mark-up.it/lecommerce-di-food-e-grocery-in-italia-e-dinamico-ma-marginale/>

<http://www.treccani.it/vocabolario/start-up/>

https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaArticolo?art.progressivo=0&art.idArticolo=25&art.versione=1&art.codiceRedazionale=13A00321&art.dataPubblicazioneGazzetta=2013-01-11&art.idGruppo=9&art.idSottoArticolo1=10&art.idSottoArticolo=1&art.flagTipoArticolo=0

<https://www.economyup.it/glossario/startup-definizione/>

<http://www.emiliaromagnastartup.it/sites/default/files/Guida%20alle%20Startup.pdf>

https://it.wikipedia.org/wiki/Modello_delle_cinque_forze_competitive_di_Porter

<https://www.spremutedigitali.com/innovazione-incrementale-radicale-quali-tipologia-richiede-business/>

<https://www.economyup.it/glossario/love-capital-o-fff-family-friends-fools-definizione/>

<https://www.startupbusiness.it/come-finanziare-la-startup-equity-debito-crowdfunding/95839/>

<https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/home/aim-italia.htm>

<http://www.fe.camcom.it/attivitaitituzionali/registro-imprese/start-up/start-up/?searchterm=incubatore%20certificato>

https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaArticolo?art.progressivo=0&art.idArticolo=25&art.versione=1&art.codiceRedazionale=13A00321&art.dataPubblicazioneGazzetta=2013-01-11&art.idGruppo=9&art.idSottoArticolo1=10&art.idSottoArticolo=1&art.flagTipoArticolo=0

<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2006/04/27/006G0176/sg>

<https://thefoodmakers.startupitalia.eu/2023-20150810-supermercato24-enrico-pandian>

<https://startupitalia.eu/116746-20191022-supermercato24-fa-spesa-in-polonia>

www.supermercato24.it

<https://blog.supermercato24.it/spesa-coronavirus-primo-bilancio/>

www.cribis.com

www.aifi.it

www.dirittobancario.it

<https://www.altalex.com/documents/news/2020/04/15/da-startup-a-scaleup-l-importanza-del-round-di-finanziamento-di-serie-b>

<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2019-03-19/il-fenomeno-spacitalia-163304>

https://www.datocms-assets.com/32/1446464369-ProfiloContrattualiVC_VentureUp.pdf?ixlib=rb-1.1.0

http://www.treccani.it/enciclopedia/patto-parasociale_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/37%22Disinvestimento%22

<https://www.aifi.it/private-equity->

<https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/disinvestimento/>

<http://www.finanzialista.eu/finanza-straordinaria-ma/>

<https://www.consultingitaliagroup.com/blog/articolo/come-si-calcola-ebitda/>

https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/posizione-finanziaria-netta.html?refresh_ce=1

https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Guida_Startup_Innovative_Vocazione_Sociale_21_01_2015.pdf

<http://www.fe.camcom.it/attivitaistituzionali/registro-imprese/start-up/start-up/?searchterm=incubatore%20certificato>

https://www.agi.it/economia/startup_investimenti_2018-4776348/news/2018-12-28/

<https://www.ilsole24ore.com/art/startup-italia-record-investimenti-2018-AEQThRGH>

<https://www.repubblica.it/economia/2019/03/04/news/startup-220626558/>

<https://www.startupbusiness.it/startup-italiane-nel-2019-le-piu-finanziate-e-le-exit/102571/>

<https://startupitalia.eu/118321-20191121-tech-in-europe-2019>

www.registroimprese.it

<https://www.mise.gov.it/index.php/it/per-i-media/notizie/2040749-startup-innovative-tutti-i-dati-al-31-dicembre-2019>

https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/4_trimestre_2019-rep-startup-stats.pdf

<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/05/19/20G00052/sg>

<https://talentgarden.org/it/italy/foodtech-cose-e-quali-sono-i-trend/>

<https://thefoodmakers.startupitalia.eu/63255-20181022-investimenti-nel-foodtech-food-delivery-piglia>

<https://www.insidemarketing.it/glossario/definizione/grocery/>

https://www.osservatori.net/it_it/osservatori/comunicati-stampa/food-grocery-online-crescita-valore-2019

<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2019-03-19/il-fenomeno-spac-italia-163304.php>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/venture-capital.html>

<https://www.startupbusiness.it/cose-un-business-angel-e-come-puo-finanziare-la-startup/88557/>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/due-diligence.html>

www.imprenditoreglobale.com

<https://docplayer.it/14533059-Guida-al-venture-capital.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/pubblicazioni/guidaalpianoindustriale.pdf>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/price-earnings.html>

https://www.datocms-assets.com/45/1459780704-PrivateEquity_CorporateGovernancedelleImprese.pdf?ixlib=rb-1.1.0

http://www.treccani.it/enciclopedia/patto-parasociale_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

<https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/disinvestimento/>

<http://www.finanzialista.eu/finanza-straordinaria-ma/>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/internal-rate-of-return.html>

<https://www.datocms-assets.com/45/1568038048-kpmgaifi-report-29luglio2019web.pdf?ixlib=rb-1.1.0>