

LUISS



*Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Finanza Aziendale*

Analisi del Ruolo di CDP Venture Capital Sgr nel Sostegno e Sviluppo delle Start-Up in Italia

RELATORE
Prof. Matteo Rossi

CANDIDATO
Martina Marchione
Matricola 269961

ANNO ACCADEMICO 2023/2024

3.2.4	Prospettive future.....	62
3.3	L'impatto nel <i>Venture Capital</i> italiano.....	62
	CONCLUSIONI	65
	BIBLIOGRAFIA	66
	SITOGRAFIA	69

INTRODUZIONE

L'attuale contesto socio-economico vede crescere in maniera esponenziale la scelta da parte di giovani imprenditori di avventurarsi alla guida di *Start-Up*, embrioni imprenditoriali con cui danno voce ad aspirazioni di vario genere. Tale fenomeno, alimentato dalla costante ricerca dell'innovazione e dal contributo al odierno sviluppo economico, trova fondamento nel periodo storico in cui viviamo, giacché connotato da una rapida evoluzione sociale e tecnologica, nonché dalla correlata necessità di affrontare con efficacia e decisione nuove sfide economiche.

In siffatto panorama, le *Start-Up* giocano il ruolo di strumenti fondamentali, di cui il sistema-Paese dispone per rispondere ai mutevoli scenari economici, col fine ultimo – e invero ambizioso – di perseguire quali obiettivi la digitalizzazione, l'innovazione, la competitività e la cultura, promossi anche dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza – PNRR, di recentissima implementazione a fronte della crisi determinata dall'emergenza pandemica dettata dal Covid-19.

In tale cornice di fondo, il *Venture Capital* si pone come vantaggiosa fonte di finanziamento per le *Start-Up*, in quanto fornisce non solo capitale, ma anche *expertise* e supporto strategico, valori ritenuti indispensabili per la crescita e lo sviluppo dell'azienda. I fondi di *Venture Capital* permettono alle *Start-Up* di accedere a capitali anche quando non presentano un *track record* finanziario consolidato o altre garanzie (patrimoniali e non) da offrire. Inoltre, i *Venture Capitalist* contribuiscono molto spesso a mitigare i rischi d'investimento e ad *accelerare la corsa* al successo di una *Start-Up*, giacché non si limitano a fornire finanziamenti, ma offrono anche consulenza strategica, *mentorship* e accesso alla loro rete strategica di contatti.

Il presente elaborato si propone di condurre un'analisi approfondita dei meccanismi del *Venture Capital*, un tipo di investimento alternativo, noto per la sua “non convenzionalità” rispetto agli *asset* tradizionali. In particolare, ci si concentrerà sull'indagine del processo di valutazione delle imprese partecipate dai fondi oggetto di analisi, esplorando le dinamiche e le metodologie coinvolte in questo contesto specifico. L'obiettivo è comprendere in modo dettagliato come il *Venture Capital* influenzi il panorama delle *Start-Up*, contribuendo così a delinearne il ruolo chiave nell'ambito degli investimenti finanziari e nella promozione dell'innovazione imprenditoriale.

Il primo capitolo affronta il tema del *Private Equity* ed il processo storico a partire dal quale la citata forma di investimento si è sviluppata, con specifica attenzione alla sua declinazione nel *Venture Capital*, che si distingue perché rivolto alle imprese emergenti e, in quanto tali, alla ricerca di sostegno finanziario. Dopo aver menzionato la nascita, nel 1986, dell'AIFI¹, si procederà alla disamina della normativa di settore e dei soggetti istituzionali, analizzando - tra gli altri - le regole contenute dal Testo Unico della

¹ Associazione italiana del *Private Equity*, *Venture Capital* e *Private Debt*, <https://www.aifi.it/IT/Home>.

Finanza (TUF) del 1998, la Direttiva AIFM², il regolamento EuVECAm³, gli OICR⁴ e gli ELTIF⁵. Ultimata l'analisi della situazione relativa al mercato italiano, si descriverà il funzionamento dei fondi *Venture Capital* e dunque la struttura, il processo decisionale e di investimento, il rapporto tra Fondo e *Start-Up* finanziata e le varie figure operative italiane, con un focus sulle Società di Gestione del Risparmio (SGR), le Società di Investimento a Capitale Fisso (SICAF), a capitale variabile (SICAV) e le Società di Investimento Semplice (SIS).

Posta tale premessa concettuale, nel secondo capitolo si proseguirà con la descrizione del ciclo di vita di un fondo di *Venture Capital*, che si origina a partire dalla raccolta dei fondi di finanziamento al processo di selezione delle *Start-Up* e dell'investimento vero e proprio. Partendo dalla selezione del "mercato *target*", si procederà quindi con l'individuazione dell'investimento potenzialmente vincente e con la disamina dei principali metodi di valutazione utilizzati dai fondi di *Venture Capital* per analizzare le *Start-Up*, tra cui il Metodo dei Multipli di Mercato, il *Discounted Cash Flow*, il *Venture Capital Method* ed i relativi limiti. A questo punto del processo, saranno definite le clausole contrattuali che regolano il rapporto tra *Start-Up* e *Venture Capitalist*, fino a giungere poi alle possibili strategie di disinvestimento. In relazione a ciò, è in questa sede utile rimarcare come tutte le azioni promosse da un Fondo siano accomunate dal fine ultimo di incrementare il valore di una *Start-Up* e di realizzare un apprezzamento del capitale.

Nel terzo ed ultimo capitolo, in chiave ancor più pratica ed esemplificativa, ci si concentrerà sul ruolo specifico di CDP *Venture Capital Sgr* nel processo di investimento. CDP *Venture Capital*, il cui azionista di maggioranza è il Ministero dell'Economia e delle Finanze, è oggi la più grande società italiana che investe in *Start-Up*, finalizzato a sostenere la crescita innovativa delle imprese italiane. Dopo una overview della società e dei principi cardine nei quali essa affonda le proprie radici, si analizza il *modus operandi* di CDP *Venture Capital Sgr* e, in particolare, ci si concentra su una tra le maggiori *Start-Up* finanziate dal fondo, la società EnergyDome. Prototipo del *topic* dell'elaborato, erge a case-study perfettamente attagliato in quanto si tratta di una *start-up* che gestisce impianti per stoccaggio di CO₂ in maniera così innovativa da attirare persino l'attenzione di alcuni dei maggiori investitori oltreoceano, tanto che anche Bill Gates ha partecipato ad un round di investimenti di 60.000.000\$. Infine, saranno riassunti i principali risultati emersi dall'analisi del ruolo di CDP *Venture Capital* nel contesto del *Venture Capital* italiano e saranno offerte riflessioni sulle prospettive future e sull'importanza della predetta forma di finanziamento nel panorama economico attuale, con specifico interesse rivolto al contributo di CDP al sostegno e allo sviluppo delle *Start-Up* in Italia.

² *Alternative Investment Fund Managers Directive.*

³ *European Venture Capital Funds Regulation.*

⁴ Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio.

⁵ *European Long Term Investments Funds.*

CAPITOLO 1 – *VENTURE CAPITAL*: CARATTERISTICHE GENERALI

1.1 Il *Venture Capital* come strumento alternativo di finanziamento

Superate da oltre un ventennio le porte del terzo millennio, ci troviamo ad attraversare un'era in cui il progresso rappresenta la chiave di volta di un fitto sistema economico, politico, culturale e sociale ed in cui la società si è posta sotto l'egida dello sviluppo e delle ambiziose conquiste nei più disparati campi.

Eppure, la repentina accelerazione tecnologica, intrecciata a doppio filo con crescenti preoccupazioni verso la sostenibilità ambientale, costituisce una fattispecie che ha reso imperante l'adozione di nuovi approcci e modelli di *business* che siano a “impatto zero”, diretti in ultima istanza all'innovazione con meno impatti possibili.

È proprio questa la cornice mutevole e variegata in cui le *Start-Up*, realtà imprenditoriali emergenti dotate di intrinseca propensione all'innovazione creativa, nascono, si sviluppano e si affermano. Ponendosi come apripista nella transizione verso un'economia sostenibile, esse finiscono per elaborare soluzioni innovative per far fronte a sfide globali, quali ad esempio il cambiamento climatico, la riduzione dei livelli di inquinamento e la gestione oculata delle risorse naturali; inoltre favoriscono il consolidamento di ecosistemi imprenditoriali dinamici, rappresentando un motore di innovazione, creatività e crescita.

Negli ultimi anni abbiamo assistito alla rinnovata importanza assunta, su scala mondiale, dal tema della transizione energetica sostenibile, spinta dalle scarse risorse a disposizione e dalla necessità di virare su fonti energetiche rinnovabili e a zero impatto ambientale. Tale impulso ha influenzato i processi decisionali di diversi organismi di caratura internazionale, *in primis* l'Organizzazione delle Nazioni Unite, la quale ha delineato un programma di Sviluppo Sostenibile da realizzarsi nei prossimi decenni. Dello stesso avviso un altro autorevole attore internazionale, l'Unione Europea, che si è fatta promotrice delle politiche internazionali cui si è fatto cenno varando un progetto noto come *Green Deal*. Siffatta transizione impatta sulla totalità dei settori economici; di conseguenza, non può non interessare altresì il sistema finanziario, detentore di un ruolo cruciale nel processo descritto.

In siffatto contesto, i fondi di *Venture Capital* (specie nella loro accezione specifica di *Green Venture Capital*) rappresentano elementi chiave per il finanziamento alternativo delle *Start-Up* che si trovano ad operare in settori innovativi e sostenibili. In tal senso, si parla in dottrina di *impact investing*, poiché detti fondi investono in imprese sostenibili e a basso impatto ambientale, con l'obiettivo non solo – tradizionale nella pratica economica – di generare profitti e valore economico, ma anche di promuovere la diffusione di un'economia circolare.

Secondo un diverso ma parallelo punto di analisi, il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) riveste un ruolo fondamentale nel contesto appena descritto e trova piena esplicitazione nell'investimento 5.4 della missione 2 denominato "Finanziamento di *Start-Up*".

Detta *mission*, avvalendosi di un *Green Transition Fund*, mira ad indirizzare gli investimenti verso progetti di promozione della sostenibilità ambientale, dell'innovazione e della resilienza economica. In particolare, l'attenzione è rivolta a settori chiave della transizione verso un'economia verde e sostenibile, tra i quali l'industria 4.0, la cybersicurezza, l'intelligenza artificiale e l'assistenza sanitaria digitale.

La gestione del *Green Transition Fund*, i cui contenuti essenziali sono quelli delineati al precedente alinea, è affidata proprio a CDP *Venture Capital* SGR S.p.A., ente responsabile della gestione delle attività di *Venture Capital*, per il dettaglio del quale si rinvia ai capitoli successivi.

1.1.1 Definizione e aspetti generali

Stante il loro indiscusso dinamismo e l'intrinseco potenziale innovativo e di crescita, le *Start-Up* si confrontano con la frequente necessità di acquisire finanziamenti significativi per sostenere ed estendere le loro attività nel corso del tempo.

In questo scenario, il *Venture Capital* è fonte vitale, capace di fornire alle giovani imprese l'accesso a capitali di rischio considerevoli, nonché l'opportunità di connettersi ad una vasta rete di competenze sedimentate nel panorama imprenditoriale, tecnologico e finanziario. I capitali ottenuti mediante il ricorso a tali fondi possono quindi essere destinati a finanziare le operazioni quotidiane, promuovere l'espansione delle attività caratteristiche, penetrare in nuovi mercati e reclutare personale chiave, tutte strategie ritenute fondamentali per il loro sviluppo e consolidamento.

Il *Venture Capital* si configura come un meccanismo di investimento istituzionale orientato al medio-lungo termine, con un orizzonte temporale che si colloca generalmente tra i 5 e i 10 anni, volto all'impiego di capitale di rischio in società emergenti, non ancora quotate in borsa e contraddistinte da un pronunciato potenziale di crescita ed espansione.

Quest'attività viene esercitata preminentemente da soggetti istituzionali, i quali ambiscono a realizzare un guadagno in capitale - *capital gain* - al momento della cessione delle quote detenute. Il processo di investimento si distingue per la sua capacità di supportare l'innovazione e la scalabilità aziendale, fungendo da catalizzatore per lo sviluppo e la maturazione di imprese che mostrano prospettive di rilievo nel panorama economico e industriale.

La definizione di *Venture Capital*, sebbene ampiamente accettata dalle diverse associazioni di *Venture Capital* e di *Private Equity* come EVCA⁶, NVCA⁷, BVCA⁸ e

⁶ *European Private Equity and Venture Capital Association.*

⁷ Associazione nazionale *Venture Capital*.

⁸ *British Venture Capital Association.*

AIFI, viene adattata in base alla nazione di riferimento e alle specifiche caratteristiche del sistema economico e finanziario apprezzabile a livello locale. Questo adattamento tiene conto delle diverse normative, delle tradizioni di investimento e delle esigenze del mercato di ogni Paese, garantendo una maggiore aderenza alle realtà e alle dinamiche specifiche di ciascun contesto nazionale.

Gli strumenti finanziari in esame divergono nettamente da quelli afferenti alla categoria "*public*", in quanto sono intimamente legati ad un dominio di investimento specifico, focalizzato sul capitale di rischio per aziende che non sono collocate in un mercato finanziario regolamentato; gli investitori pubblici, invece, mirano al welfare, alla perequazione sociale ed alla tutela dei beni pubblici.

Tale ambito di operazioni si caratterizza per l'elevata propensione al rischio, circostanza che le distingue in maniera marcata dalle prassi convenzionali del mercato pubblico, ove invece prevalgono le transazioni con entità quotate su piattaforme borsistiche regolate. La natura privata di tali investimenti comporta variazioni sostanziali rispetto agli altri strumenti, ivi inclusi i metodi di valutazione, le forme di partecipazione e le strategie adottate per la mitigazione del rischio. Questa diversificazione assume un ruolo cruciale nell'analisi delle dinamiche e delle conseguenze degli investimenti in capitale di rischio all'interno dei diversi ambiti finanziari.

In siffatto contesto, gli investimenti effettuati attraverso il *Venture Capital* si connotano per l'essere operazioni in ambito *private*, eseguite da investitori che desiderano rendimenti elevati, proporzionati al livello di rischio assunto. Questi attori economici orientano le loro risorse verso società dotate di potenziali di crescita significativi, con l'obiettivo di conseguire apprezzabili guadagni in termini di capitale impiegato.

In merito alle radici del moderno *Venture Capital*, appare opportuno riflettere su come questa forma di investimento si sia evoluta nel tempo sino a diventare uno degli strumenti finanziari più influenti e diffusi nel panorama attuale. Le origini del *Venture Capital* moderno possono essere individuate agli albori del XX secolo e, questo strumento così versatile, non poteva che nascere in un Paese di *common law*. In quel periodo, infatti, le famiglie statunitensi con elevate disponibilità finanziarie iniziarono ad esplorare opportunità di investimento ad alto potenziale, orientate verso imprese innovative nel settore *high-tech*. Momento cardine di questa evoluzione fu l'istituzione della *American Research and Development Corporation* (ARDC), avvenuta grazie all'iniziativa di Georges Doriot, un investitore di origine francese, e di Karl Compton, all'epoca presidente del *Massachusetts Institute of Technology* (MIT), nonché di Ralph Flanders, Presidente della *Federal Reserve Bank* di Boston.⁹

La fondazione dell'*American Research and Development Corporation* nel 1946 costituisce un punto di svolta e di rilevante innovazione nel panorama del *Venture Capital*, segnando il definitivo riconoscimento e l'istituzionalizzazione di questa pratica di investimento, con un *focus* particolare sul sostegno ad imprese

⁹ J. Lerner, *Venture Capital and Private Equity: A Casebook*, J. Wiley & Sons, New York 1999.

all'avanguardia nel settore tecnologico. L'ARDC si distinse come la prima entità plurisoggettiva dedicata al *Venture Capital*, concentrata specificamente sull'acquisizione di partecipazioni in società innovative, molte delle quali avevano avviato il proprio sviluppo nell'ambito dell'industria bellica connessa alla Seconda Guerra Mondiale.

La struttura adottata dalla società era quella di un fondo di investimento chiuso, avente un numero limitato di quote di partecipazione disponibili all'acquisto per gli investitori; questi, poi, avevano la possibilità di liquidare tali partecipazioni rivendendole a terzi. L'intento dell'ARDC trascese la mera logica di profitto, ambendo altresì a fungere da catalizzatore per la trasmissione di valore, conoscenze e competenze tecniche alle imprese beneficiarie dei suoi investimenti.

Un esempio emblematico del successo conseguito dall'ARDC fu l'investimento di 70.000 dollari nella *Digital Equipment Company* (DEC) nel 1957, un'operazione che fruttò alla società un ritorno finanziario stimato in circa 355 milioni di dollari, evidenziando così la potenzialità trasformativa del *Venture Capital* nel campo dell'innovazione e dello sviluppo imprenditoriale.¹⁰

Proprio da qui ha preso avvio una diffusione sempre più ampia di aziende di investimento negli Stati Uniti. Questa crescita capillare ha altresì portato all'approvazione dell'*Investment Act* nel 1958, che ha dato vita al *Venture Capital* come strumento di investimento e finanziamento per iniziative imprenditoriali e alla successiva creazione della *National Venture Capital Association* e delle *limited partnerships*. Il citato provvedimento normativo ha incentivato il diffondersi del modello del *Venture Capital* accordando vantaggi fiscali, consolidando ulteriormente il suo ruolo di motore di innovazione e sviluppo economico.

Contemporanea la nascita delle *Small Business Investment Company* (SBIC), società di investimento il cui obiettivo era quello di fornire sostegno finanziario e manageriale alle piccole imprese di recente costituzione, per incoraggiare lo sviluppo del settore del capitale di rischio. È in tale direzione che ci si orientò per superare definitivamente un sistema ormai ampiamente superato ed inadatto alle nuove esigenze del mercato, come era quello del *friends and family funds*.

Georges Doriot, professore alla *Harvard Business School*, è ora riconosciuto come "il padre del capitale di rischio"¹¹ per la sua visione pionieristica trasfusa nella fondazione dell'ARDC e nella promozione del concetto di investimento in imprese ad alto potenziale di crescita.

Col passare del tempo, negli Stati Uniti ha preso forma una crescente consapevolezza circa il ruolo e l'importanza del *Venture Capital* nel settore finanziario. La prefata modalità di finanziamento ha gradualmente assunto una posizione di prim'ordine,

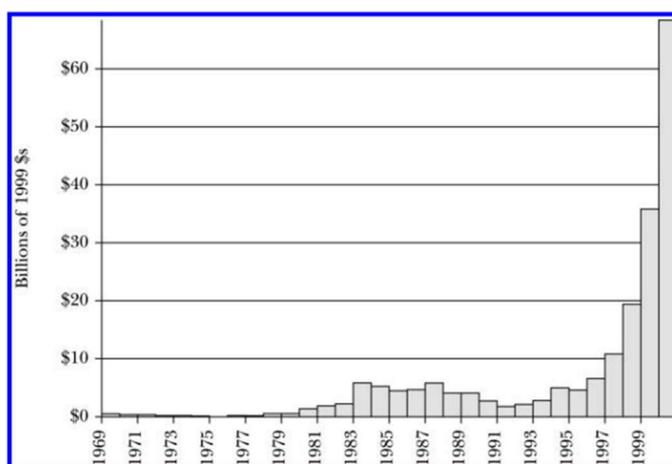
¹⁰ *The Venture Capital Revolution. The Journal of Economic Perspectives* 15, no. 2

¹¹ *The Venture Capital Revolution. The Journal of Economic Perspectives* 15, no. 2.

divenendo fonte stabile e redditizia di investimenti, la cui massima applicazione si rinviene nelle imprese della c.d. *Silicon Valley*¹².

Un fenomeno, quello sin qui delineato, che è frutto della combinazione di plurimi fattori, tra cui la maturazione delle pratiche di investimento, l'ampia diffusione della cultura imprenditoriale nel paese e, senza dubbio, alcune determinanti modifiche legislative, ora in rilievo.

Figura 1: fondi raccolti da Venture Capital dal 1969 al 1999.



Fonte: P. Gompers, 2001.

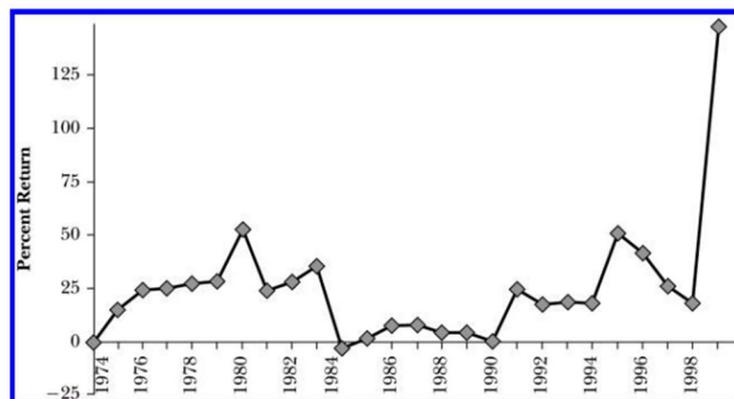
Più in dettaglio, un vero e proprio decollo del settore si ebbe con due significative riforme normative risalenti agli anni Ottanta del ventesimo secolo. La prima di queste venne traspota nel *Revenue Act* del 1978 e stabilì una diminuzione dal 49,5% al 28% dell'imposta sulle plusvalenze, sì incentivandone il ricorso; la seconda, di poco successiva (1979), comportò l'introduzione di alcune norme, racchiuse all'interno del *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA)¹³ e relative alla disciplina della corretta gestione dei fondi pensione. In tal modo venne superato e reinterpretato il precedente "*Prudent Man Rule*", la prima fondamentale barriera che vietava agli investitori istituzionali – in particolare ai fondi pensione – di impiegare i propri fondi all'interno di attività con un elevato grado di rischio, operazione che invece è alla base del *Venture Capital*.¹⁴ Grazie a tali novità legislative, il settore del *Venture Capital* ha ricevuto un ulteriore e al contempo decisivo impulso alla sua crescita, manifestando un significativo incremento nei ritorni economici rispetto al passato.

¹² Klingler-Vidra R. (2018), *The Venture Capital State: The Silicon Valley Model in East Asia*, Ithaca and London Cornell University Press.

¹³ *The Rise and Fall of Venture Capital*. *Business and Economic History* 23, no. 2.

¹⁴ D. Maltese, *Pubblico e privato nella creazione dei mercati di venture capital negli Stati Uniti e nella Repubblica Popolare Cinese. Quale lezione per l'Unione Europea?*, in "Analisi Giuridica dell'Economia, Studi e discussioni sul diritto dell'impresa" 1-2/2021, pp. 461-484.

Figura 2: Tasso di rendimento medio annuo ricevuto dagli investitori in fondi di Venture Capital statunitensi dal 1974 al 1998.



Fonte: *The Venture Capital Revolution. The Journal of Economic Perspectives* 15, no. 2.

Nei successivi anni '80-'90, i *Venture Capitalist* sostennero numerosi colossi *high-tech* alcuni dei quali ancora oggi detengono le redini del panorama economico mondiale, tra i quali si citano *Apple, Microsoft, Cisco Systems* e *Starbucks*.

Con l'evolversi dello scenario economico-finanziario mondiale, negli anni Ottanta il *Venture Capital* iniziò a diffondersi in maniera incisiva anche in Europa, arrivando in Italia negli anni Novanta con la nascita di società di investimento in *Start-Up high tech*.

Sintetizzando i concetti dianzi esposti, è possibile parlare di una rapida ascesa nel ricorso al *Venture Capital*, i cui motivi sono anche da ricercare nella vasta eco mediatica associata a tali investimenti di successo. Un fenomeno, quello descritto, che ha finito per fornire un impulso determinante al settore, giacché ha ampliato notevolmente l'accesso al capitale di rischio per le imprese emergenti, alimentando un ciclo virtuoso di investimenti, innovazione e crescita economica.

1.1.2 *Venture Capital versus Private Equity*

Nel lessico adottato all'interno del settore finanziario, i termini "*Venture Capital*" e "*Private Equity*" sono talvolta considerati sinonimi. È invece importante sottolineare che esistono distinzioni, invero non troppo marcate ma nondimeno rilevanti, tra le due espressioni. Addentrarsi nella terminologia in uso contribuirà a una comprensione più completa del significato sotteso e, di riflesso, dell'impatto di entrambe nel contesto economico e imprenditoriale.

Procedendo ad una disamina prettamente teorica dell'argomento esposto, è evidente che, sebbene entrambe le forme di investimento coinvolgano il finanziamento di imprese, esse si distinguono per il tipo di aziende – *rectius, target* - in cui investono e che finanziano, il loro stadio di sviluppo e gli obiettivi strategici che perseguono, pur essendo mosse dall'unica esplicita finalità tipica di ogni impiego finanziario, *i.e.* generare un ritorno economico.

Il *Venture Capital* tende a concentrarsi su imprese emergenti ad alto potenziale di crescita, spesso nelle fasi iniziali del loro ciclo di vita; diversamente, il *Private Equity* si rivolge più comunemente ad imprese già consolidate, con l'obiettivo di favorirne la ulteriore crescita, la ristrutturazione o il deflusso dal mercato attraverso la vendita o l'IPO¹⁵ (*Initial Public Offering*). Siffatta distinzione concettuale riveste un'importanza cruciale nel comprendere il modo in cui queste due forme di investimento si inseriscono nell'ecosistema economico e imprenditoriale.

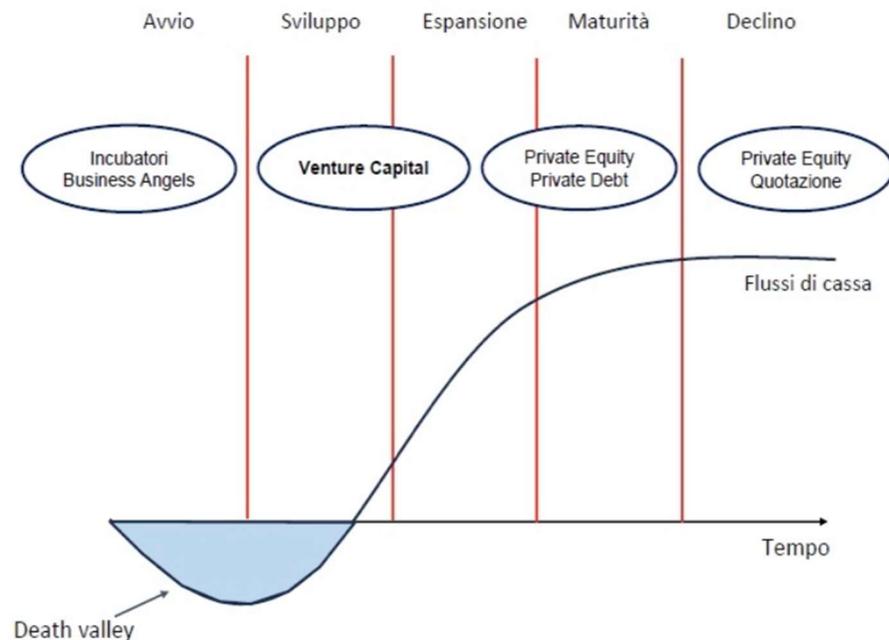
Gli investitori di *Private Equity* cercano opportunità di investimento in società con una solida base operativa, ma che potrebbero trarre benefici in termini di miglioramenti o ristrutturazioni per massimizzarne il valore. Solitamente, si opta per ingenti investimenti in singole società, concentrando su di esse tutti gli sforzi per ridurre il rischio, tenuto conto delle minime probabilità di perdite assolute derivanti da investimenti in realtà mature e consolidate.

I *Venture Capitalist*, sì contrapponendosi alla posizione più passiva tipica del *Private Equity*, solitamente assumono un ruolo più dinamico e coinvolto nel processo decisionale¹⁶. Il *Venture Capital*, considerato una specifica manifestazione del *Private Equity* (in un ipotizzabile rapporto di genere-specie), si concentra sul finanziamento delle fasi inaugurali di avvio e sviluppo di nuovi progetti imprenditoriali. Gli investitori nel *Venture Capital* sono orientati verso imprese caratterizzate da un elevato potenziale di crescita e innovazione, dimostrandosi propensi a investire in idee e prospettive di mercato promettenti; per tale ragione, il *Venture Capitalist* collabora attivamente con gli imprenditori al fine di catalizzare la crescita e massimizzare il valore. È importante notare che, in un tale scenario, il rischio di insuccesso è notevole, motivo per cui si tende a destinare somme di denaro relativamente ridotte a ciascun progetto e a diversificare – o meglio, minimizzare - il rischio, investendo in diverse *Start-Up*.

¹⁵ Per approfondire, vgs.: <https://www.borsaitaliana.it/>

¹⁶ *Journal of Business Finance & Accounting*, June/July 1998.

Figura 3: Coinvolgimento di Venture Capital e Private Equity nel Ciclo di Vita dell'Impresa



Fonte: <https://www.davideberti.it/blog/cos-e-il-venture-capital>.

Risulta rilevante notare che le differenze concettuali tra *Private Equity* e *Venture Capital* acquisiscono variazioni significative a seconda del contesto territoriale preso in considerazione.

Negli Stati Uniti, le operazioni di *Private Equity* e *Venture Capital* sono distinte in maniera netta. Il *Private Equity* si concentra su imprese mature e riguarda operazioni finanziarie di management e *leverage buy-out*, mentre il *Venture Capital* investe nelle prime fasi di vita delle imprese. La distinzione ha come discriminante il ciclo di vita delle imprese, ma anche le modalità di selezione, creazione di valore e dismissione sono parametri di analisi. Proprio negli USA, sono affermate e riconosciute associazioni specifiche per ciascuna categoria, a conferma della netta distinzione tra i due istituti: la NVCA¹⁷ per il *Venture Capital* e l'*American Investment Council* per il *Private Equity*.

In Europa, si osserva un confine più labile tra le varie forme di investimento, poiché il *Venture Capital* è comunemente considerato una sottocategoria del *Private Equity* (come detto in uno dei precedenti paragrafi, in un rapporto di *genus* e *species*). L'ambito del "*Private Equity*" è utilizzato per indicare sia le operazioni di *buy-out* che gli investimenti in *Start-Up* e imprese in fase di crescita. Al contrario, il termine "*Venture Capital*" viene spesso adoperato per indicare specificamente il finanziamento delle

¹⁷ National Venture Capital Association.

prime fasi di sviluppo di un'azienda. L'EVCA¹⁸ definisce il *Private Equity* come una forma di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate in Borsa. In altri termini, uno strumento per investire a lungo termine, tale da permettere la realizzazione di business migliori attraverso il rafforzamento dell'expertise, il consolidamento della gestione caratteristica dell'impresa e favorendo l'apertura commerciale a nuovi mercati. Il *Venture Capital* è invece definito come “una tipologia di *Private Equity* focalizzata sulle *Start-Up*. [...] Supporta imprenditori con idee innovative relative a prodotti o servizi i quali necessitano investimenti o supporto tecnico nel sviluppare la propria impresa”¹⁹.

In Italia, infine, anche l'AIFI (Associazione Italiana del *Private Equity* e *Venture Capital*) delinea il concetto di *Private Equity* come “l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto dell'investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine”²⁰. Questa definizione mette in luce il fatto che il *Venture Capital* costituisca una *species* che sta nel *genus*²¹, cioè una sottocategoria all'interno del più ampio contesto del *Private Equity*.

Infatti, dall'ambito del *Private Equity*, è possibile ritrarre differenti sotto-categorie di investimento, ciascuna caratteristica della fase evolutiva specifica dell'impresa destinataria dei finanziamenti. Accanto al *Venture Capital*, concentrato sulle prime fasi di sviluppo dell'impresa e sul capitale necessario per l'avvio e la crescita delle *Start-Up* innovative, vi sono altre forme di investimento come l'*Expansion Capital* e il *Turnaround Investment*.

L'*Expansion Capital* è un tipo di finanziamento destinato alle imprese che si trovano in una fase di maturità, avendo già superato gli ostacoli di approntamento iniziale. È un tipo di investimento diretto a sostenere l'espansione dell'attività, in senso geografico (apertura a nuovi mercati), produttivo (acquisizione nuove linee di prodotto) e finanziario (acquisizione partecipazioni e quote di controllo/collegamento). Il *Turnaround Investment*, d'altro canto, è relativo alle fasi extra ordinarie ed è diretto a quelle imprese che attraversano periodi di difficoltà finanziaria o crisi operativa. Questo tipo di finanziamento è finalizzato alla ristrutturazione e al rilancio dell'impresa, mediante l'implementazione di strategie di ristrutturazione efficaci che mirano a ristabilire la redditività e assicurare la sostenibilità a lungo termine dell'azienda.

Le varie forme di investimento del *Private Equity* riflettono la forte interrelazione tra aspetti produttivi e finanziari; in altri termini, la leva finanziaria deve connotarsi per la capacità di adattarsi e rispondere alle varie esigenze delle imprese lungo l'intero arco della loro evoluzione. Offrendo soluzioni finanziarie su misura, queste pratiche

¹⁸ *European Private Equity & Venture Capital Association*.

¹⁹ <http://www.evca.eu/about-private-equity/private-equity-explained>.

²⁰ Delibera del Consiglio Direttivo di AIFI del 22 luglio 2004.

²¹ A. Gervasoni, F. Sattin “*Private Equity e Venture Capital*”, Guerrini Studio, Mi 2008.

sostengono lo sviluppo, l'espansione e il recupero delle attività imprenditoriali, contribuendo così alla vitalità e alla resilienza del tessuto economico.

In definitiva, il *Private Equity* ed il *Venture Capital*, nonostante le diverse sfumature di significato che acquisiscono nel parlato, identificano non soltanto veicoli finanziari, ma più in generale si prestano ad essere interpretati come importanti strumenti di sostegno all'economia, contribuendo in maniera significativa allo sviluppo del sistema industriale, selezionando e supportando le imprese più promettenti.

1.2 Il *Venture Capital* in Italia

Il mercato finanziario italiano presenta un grado di maturità inferiore rispetto a quello statunitense, per diverse ragioni (anzitutto produttive e commerciali). Ciò nonostante, nell'ultimo ventennio, il contributo offerto nel nostro Paese dagli investitori di *Private Equity* ha generato molteplici situazioni degne di nota. Tra queste, si citano il sostegno finanziario di lungo termine, accompagnato dall'introduzione di metodologie gestionali d'eccellenza, il rafforzamento della trasparenza e della struttura di governance aziendale, l'adozione di politiche orientate al rispetto degli standard ambientali, sociali e di *governance* (ESG).

Il *know-how* degli investitori di *private equity*, proveniente da vari e disparati settori in cui si è formato e irrobustito, si traduce in un miglioramento della reputazione e del *rating* creditizio delle società bersaglio, tale da renderle più attraenti agli occhi delle banche e degli altri stakeholders; come ricaduta, essi hanno contribuito a rendere più consapevole e solido l'ecosistema finanziario.

Tuttavia, in Italia, il lento sviluppo del settore ha visto costrette le imprese per lungo tempo a dipendere principalmente dai finanziamenti bancari per dare avvio ai promettenti progetti imprenditoriali ancora in fase nascente. I prestiti bancari, però, sebbene offrano liquidità, sono da considerarsi investimenti passivi, privi della materialità e *know-how* (necessariamente umano) necessari per promuovere la crescita e l'innovazione. Inoltre, nel mercato finanziario e bancario italiano, le *Start-Up* (e le PMI italiane in particolare) sovente incontrano serie difficoltà a contrarre finanziamenti esterni; la ragione è da individuarsi nella mancanza di garanzie o della sottocapitalizzazione, che le rendono – a detta dei potenziali finanziatori - vulnerabili alle oscillazioni del ciclo economico.

A limitare ulteriormente l'accesso a forme alternative di finanziamento si enunciano ancora la scarsa educazione finanziaria degli imprenditori e la bassa propensione al rischio, con l'effetto di determinare un eccessivo ricorso al debito. Questa pratica, se non controllata, può pregiudicare la capacità di investimento e innovazione delle imprese, minando la fiducia del mercato ed aumentando il rischio di crisi d'impresa.

A livello nazionale, insomma, si è profilata una sfida imponente, determinata dall'indebolimento della leva finanziaria; una sfida, quella in argomento, che poteva essere efficacemente contrastata solo attraverso l'incoraggiamento di modalità alternative di finanziamento. Tra queste, appunto, il *Venture Capital* che, a partire dagli anni Ottanta, si è distinto per il suo essere *tool* privilegiato, in grado di fornire un sostegno vitale allo sviluppo e all'espansione delle imprese italiane ed europee. La caratteristica principale è che alle *Start-Up* veniva offerta la possibilità di alimentare le proprie attività operative e caratteristiche senza assumere l'onere del debito²².

Risulta evidente, quindi, che sono stati realizzati progressi notevoli nell'intento di rivitalizzare l'ecosistema imprenditoriale del Paese. Ciò è stato possibile anche grazie all'adozione, seppur tardiva, di una legislazione *ad hoc* dedicata alla gestione dei fondi di investimento chiusi, avente lo scopo ultimo – come vedremo – di sollecitare sostenibilità e transizione digitale ed energetica.

1.2.1 La normativa italiana ed europea

È possibile fissare il momento esatto in cui il *Venture Capital* ha fatto il suo ingresso ufficiale nel panorama italiano. Tale momento si colloca cronologicamente nel 12 maggio 1986, data coincidente con l'istituzione dell'AIFI, originariamente conosciuta come Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento²³.

Questa istituzione fu fondata da nove società finanziarie di origine bancaria e nacque a partire dall'esigenza di conferire legittimità e - di conseguenza regolamentazione - al mondo degli investimenti in capitale di rischio. È degno di nota il fatto che nel 2014 l'AIFI abbia esteso il proprio ambito d'azione anche al *Private Debt*, assumendo così la nuova denominazione di Associazione Italiana del *Private Equity, Venture Capital e Private Debt*; una modifica non solo lessicale, ma che indica un *turning point* nel far fronte al mutamento delle dinamiche finanziarie e di investimento, estendendo così il proprio campo d'azione ed arrivando a coinvolgere circa duecento membri²⁴.

In realtà, a condurre l'Italia alle novità descritte, è stata una fonte esterna, individuabile nell'istituzione a *Bruxelles* nel 1980 del *Venture Capital Liaison Office*²⁵, primo autentico tentativo di armonizzare le attività dei soggetti operanti in questo emergente settore anche a livello europeo.²⁶

Soltanto tre anni dopo, mutuando il modello USA, venne istituita l'*European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA), ente dedicato sin dalla sua fondazione al sostegno e allo sviluppo europeo del *Private Equity*.²⁷

²² CB Insights. (2020). *What is venture capital?*.

²³ Dal documento “30 anni AIFI – 1986-2016”.

²⁴ <https://aifi.it/it/aifi>.

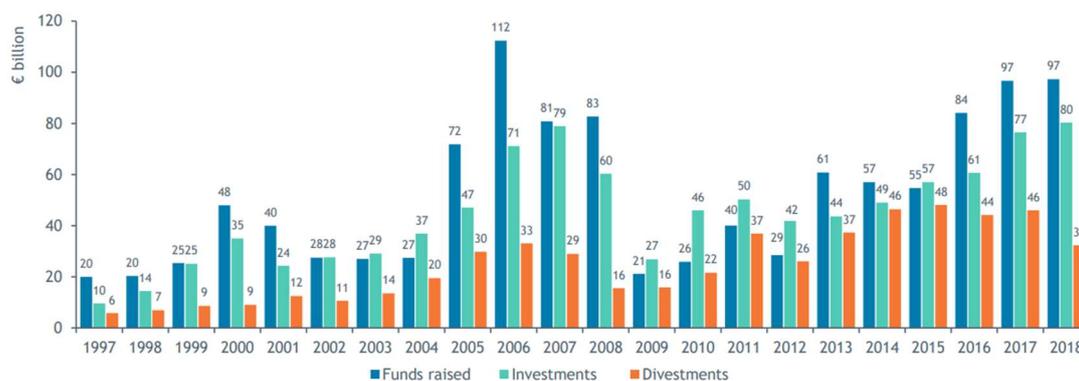
²⁵ <https://www.economyup.it/>

²⁶ Gervasoni A., Sattin F.L. (2020), *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini Next, Milano, 2020.

²⁷ *Ibidem*.

La vera e propria crescita del *Venture Capital* in Europa, però, avviene nel periodo che va dal 1997 al 2018, allorquando è maggiore la consapevolezza degli investitori e degli imprenditori, come dimostra l'aumento vertiginoso registrato nell'attività di raccolta fondi, di cinque volte superiore ai livelli precedenti.

Figura 4: La raccolta fondi di *Private Equity* e *Venture Capital* in Europa dal 1997 al 2018.



Fonte: Invest Europe, 2017 European Private Equity Activity, 2018.

Dopo il successo di queste prime iniziative, sia in Europa che in Italia si sono susseguiti una serie di interventi, sia parziali che sostanziali, finalizzati a favorire la crescita e lo sviluppo delle imprese nelle loro fasi embrionali, con il proposito di renderle competitive non solo in ambienti domestici ma soprattutto a livello internazionale.

Di più recente concezione è, invece, la Direttiva 2011/61/UE, nota anche come Direttiva AIFM²⁸. La citata direttiva, di matrice chiaramente europeistica e, quindi, sovranazionale, è una “rivoluzione copernicana” nell’ambito normativo relativo ai gestori dei Fondi di Investimento Alternativi – FIA – che ha avuto il merito di consolidare le norme preesistenti e porre le basi per una efficace armonizzazione della regolamentazione²⁹. Obiettivo principale è stato, quindi, quello di standardizzare le attività dei gestori dei fondi, che operano attraverso strutture chiuse, le cui quote – come già detto – possono essere sottoscritte solo durante la fase di raccolta da parte di investitori professionali e rimborsate alla scadenza. Tra i soggetti destinatari di questa disciplina, si ricordano i gestori di fondi di *Private Equity* e *Venture Capital*.³⁰

²⁸ *Alternative Investment Fund Managers*.

²⁹ Direttiva AIFM (*Alternative Investment Fund Managers*), Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell’ 8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi.

³⁰ Moloney N. (2014), *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press; Alvaro S., Annunziata F. (2018), *La partecipazione dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi*, in «Quaderni Giuridici CONSOB», n. 17. Sempre sul tema, Alvaro S., Maugeri M., Strampelli F., “Investitori istituzionali, governo societario e codici di *stewardship*”, in Quaderni giuridici, 2019.

La promulgazione della direttiva 2011/61/UE (poi revisionata e integrata in un'ottica migliorativa dalla recentissima Direttiva 2019/1160/UE³¹) ha stimolato l'introduzione di tre nuovi regolamenti. Nel dettaglio, essi hanno ad oggetto i fondi EuVeCa³² (*European Venture Capital Funds*), ELTIF³³ (*European Long Term Investment Funds*) per degli investimenti a lungo termine ed EuSeF³⁴ (*European Social Entrepreneurship Funds*), dedicato agli investimenti nel settore dell'imprenditoria sociale.

Particolare enfasi va attribuita al Regolamento UE 345/2013 sui fondi EuVeCa, il quale afferisce ai fondi di *Venture Capital* ed introduce la possibilità per questi di ottenere la designazione "EuVeCa". Tale designazione è un attributo che consente loro di raccogliere ed investire capitale di rischio in conformità esclusiva alle normative europee, ma soltanto a condizione che siano rispettati i requisiti specificati. Tra questi, si ricorda l'imprescindibile istituzione di un fondo dedicato, il quale dovrebbe allocare almeno il 70% dei capitali acquisiti in imprese caratterizzate da un mercato spirito innovativo e, inoltre, si dovrebbe fornire loro sostegno mediante l'impiego di strumenti di equity o quasi-equity.

Tornando al caso italiano, l'emanazione del Testo Unico della Finanza (TUF)³⁵ nel 1998, segnò un decisivo *passo in avanti* nell'evoluzione normativa domestica, ponendo rimedio al goffo tentativo perseguito, invero in maniera fallimentare, dalla legge 14 agosto 1993, n. 344, la quale tentò di disciplinare per la prima volta i fondi di investimento mobiliare chiusi. La norma, infatti, si rivelò inadeguata a causa dei molteplici vincoli allo sviluppo dei fondi nel contesto economico italiano.

I fondi chiusi di investimento mobiliare, divenuti poi il principale strumento attraverso il quale gli operatori specializzati possono operare nel capitale di rischio, hanno beneficiato di una maggiore chiarezza normativa e di una struttura più efficiente, grazie alla centralizzazione delle attività di gestione nelle SGR³⁶. Tale contesto normativo ha favorito lo sviluppo del *Venture Capital* in Italia, creando un ambiente più favorevole agli investimenti nel capitale di rischio e contribuendo alla crescita del settore dell'imprenditoria innovativa nel Paese.

Tra gli altri, decisivo è stato il messaggio veicolato tramite l'emanazione del Decreto n.179 del 2012 – c.d. Decreto Crescita 2.0 (convertito nella legge 221/2012), che ha introdotto per la prima volta a livello nazionale una regolamentazione esaustiva ed esclusiva, divenendo *sedes materiae* per le *Start-Up* innovative. L'articolo 25 del Decreto definisce una *Start-Up* innovativa come "la società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote non sono quotate su un mercato

³¹ Annunziata F. (2021a), *Il fondo di private equity tra discipline europee e specificità italiane*, in «Analisi Giuridica dell'Economia».

³² Regolamento UE 345/2013.

³³ Regolamento UE 760/2015.

³⁴ Regolamento UE 346/2013.

³⁵ D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998.

³⁶ Vedasi paragrafo 1.3.2.

regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione, e che, inoltre, possiede i requisiti previsti dal secondo comma del medesimo articolo³⁷.

È d'uopo precisare che, in aggiunta ad altri criteri prescritti³⁸, è requisito indispensabile per la società essere di nuova costituzione o di recente istituzione; tuttavia, la qualifica giuridica di “*Start-up*” verrà mantenuta per un termine non eccedente i sessanta mesi dalla data di sua costituzione³⁹. Precisazione che si rivela necessaria ai fini di offrire vantaggi ed agevolazioni uniche, nonché di fornire alle *Start-up* strumenti finanziari appropriati, limitatamente agli stadi iniziali del loro ciclo di vita.

Tra le ricadute di tali riforme vi è altresì quella di riporre accentuata attenzione verso iniziative sostenibili, perseguibili mediante l'adozione di un'economia circolare, cui bisogna fare necessariamente cenno. Tali sforzi sono al centro di progetti più ampi promossi dall'Unione Europea, i cui obiettivi convergono con il vasto programma delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile delineato nell'Agenda 2030⁴⁰.

A tal proposito, è opportuno menzionare il *Green Deal* europeo - conosciuto anche come Patto Verde - proposto dalla Commissione Europea nel 2019. Un ambizioso piano che comprende una serie di misure trasversali volte a contrastare efficacemente la minaccia del cambiamento climatico e ad aumentare, complessivamente, la salute ed il benessere della società⁴¹.

Nell'alveo di tale iniziativa, risulta imprescindibile includere anche il settore delle imprese innovative, titolari del ruolo di “pioniere” in questa transizione ecologica. Coniugando sviluppo economico e tutela ambientale, il *Green Deal* si propone di valorizzare le realtà imprenditoriali europee ad emissioni zero, potenziandone la competitività e la flessibilità. Ciò avviene fornendo un consistente sostegno finanziario e con l'utilizzo di tecnologie e risorse innovative e a basso impatto ambientale.

Il piano industriale del *Green Deal* poggia su quattro pilastri chiave: l'elaborazione di un quadro normativo che si distingua per la sua prevedibilità e per una semplificazione procedurale, l'arricchimento delle competenze professionali, l'apertura commerciale finalizzata alla costituzione di catene di approvvigionamento resilienti ed il rapido accesso ai finanziamenti, che costituisce il più importante tra essi⁴². Detto ultimo pilastro mira a promuovere condizioni di equità all'interno del mercato unico, semplificando il processo di concessione degli aiuti da parte degli Stati membri⁴³.

³⁷ Decreto Legge n. 179 del 18 ottobre 2012, art. 25.

³⁸ Si rimanda al Decreto Legge 179/2012, art. 25, comma 2.

³⁹ Decreto Legge 179/2012, art. 25, comma 3.

⁴⁰ “L'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile è un programma d'azione globale [...] finalizzato a sradicare la povertà, proteggere il pianeta e garantire la prosperità e la pace [...]. Essa comprende 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile - *Sustainable Development Goals*, SDGs –, che gli Stati si sono impegnati a raggiungere entro il 2030.” – Camera dei Deputati.

⁴¹ Comunicazione della Commissione, Il *Green Deal* europeo, *Bruxelles*, 11.12.2019.

⁴² Il piano industriale del *Green Deal* – Commissione Europea.

⁴³ Il piano industriale del *Green Deal* – Commissione Europea.

Ovviamente, sarà garantita un'implementazione nell'utilizzo di fondi UE preesistenti, tra cui *REPowerEU*⁴⁴, *InvestEU*⁴⁵ e il Fondo per l'innovazione⁴⁶.

Nel processo di riforma del sistema finanziario europeo e della sua transizione sostenibile (a “zero impatto”), risulta di assoluta rilevanza anche il regolamento SFDR⁴⁷. Tale normativa mira principalmente a disciplinare la finanza sostenibile all'interno dell'Unione Europea, promuovendo la trasparenza e l'integrità dei prodotti finanziari proposti e rivolgendosi specificamente ai fondi sostenibili, che perseguono obiettivi ESG⁴⁸, nonché ai fondi sensibili alle tematiche ambientali e a quelli non sostenibili.

In Italia, rilevante è l'impatto del PNRR – Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza – che si inserisce nel quadro del programma *NextGeneration EU* e rappresenta un'iniziativa senza precedenti resa disponibile dall'Unione Europea per i suoi Stati membri. Il piano, a più riprese ambizioso, mette a disposizione dell'Italia circa 194,4 miliardi di euro da utilizzare entro il 2026⁴⁹. Delle 7 missioni che lo compongono, la 4 in particolare, nella Componente 2, vede stanziati 8,55 miliardi di euro per il MUR – Ministero dell'Università e della Ricerca – al fine di sostenere gli investimenti in ricerca e sviluppo, promuovere l'innovazione e la diffusione di tecnologie e rafforzare le competenze in tale ambito⁵⁰.

1.3 La struttura di un fondo di Venture Capital

Si prende ora in esame la struttura giuridica di un fondo di investimento, con un *focus* sul contesto specifico dei fondi di *Venture Capital* ed approfondendo gli aspetti distintivi che ne caratterizzano il *modus operandi* e l'organizzazione interna.

Il *Venture Capital* ha una struttura complessa e altamente specializzata, necessaria a finanziare – previo processo di accurata selezione - le *Start-Up* e le imprese emergenti connotato da un alto potenziale di crescita. Il fondo è attentamente concepito per massimizzare i rendimenti degli investitori, mitigando al contempo i rischi associati agli investimenti in imprese *high-risk* e con un'elevata prospettiva di crescita.

1.3.1 La struttura giuridica

Un'attività composita e peculiare quella qui in rilievo, alla quale è necessario anteporre un *habitus* adeguato; non a caso, il “vestito” giuridico di tali fondi è quello delle società

⁴⁴ Piano energetico europeo.

⁴⁵ “Strumento flessibile che permette agli Stati membri di pianificare l'uso dei loro fondi e non di esserne soltanto dei semplici fruitori finali” – fonte: *European Parliament*.

⁴⁶ *Ibidem*.

⁴⁷ *Sustainable Finance Disclosure Regulation*.

⁴⁸ *Environmental, Social and Governance*.

⁴⁹ MUR – Ministero dell'Università e della Ricerca.

⁵⁰ Si rimanda all'ultimo capitolo.

per azioni, fondi mobiliari chiusi di investimento e *limited partnership*. Ciascuna di queste strutture giuridiche implica la vigenza di normative che influenzano in maniera decisa la gestione ed il funzionamento dei fondi sottesi, oltre ai riflessi sul trattamento fiscale e sulla redditività complessiva degli stessi. La selezione della struttura più idonea, dipendente dalle specifiche esigenze degli investitori e delle imprese *target*, sarà esaminata in questa sede, ove ci si propone di esporne appieno l'origine, i vantaggi e gli svantaggi correlati.

Le società per azioni coinvolgono gli azionisti sia come finanziatori che come gestori. Tuttavia, la tassazione dei *capital gain* generati dagli investimenti può rivelarsi svantaggiosa per questo tipo societario, poiché i profitti sono soggetti alla tassazione societaria. Tale circostanza può impattare sulla redditività complessiva degli investimenti.

I fondi mobiliari chiusi di investimento, invece, raccolgono capitali all'atto della loro costituzione e presentano un numero predeterminato di quote di partecipazione⁵¹ ed una durata limitata, solitamente fissata intorno ai 10 anni. Questa struttura richiede una rigorosa valutazione delle imprese *target* al fine di evitare disinvestimenti prematuri e massimizzare il valore per gli investitori. I fondi mobiliari chiusi godono di una posizione patrimoniale autonoma rispetto ai sottoscrittori e alla società che li gestisce; quest'ultima è generalmente definita come *management company* – SGR in Italia – e detiene poteri decisionali in merito alla gestione del fondo⁵². Questa tipologia di fondo, che ha segnato l'origine del *Venture Capital* come modalità di finanziamento alternativa negli Stati Uniti, rimane particolarmente idonea e rilevante per le realtà imprenditoriali europee e, in modo più specifico, per il contesto italiano. Siffatta configurazione, infatti, si è dimostrata estremamente efficace nel rispondere alle necessità di finanziamento delle imprese in fase di avviamento e crescita, fungendo da fondamento per lo sviluppo dell'ecosistema imprenditoriale innovativo oltre l'Atlantico e mantenendo la sua pertinenza e applicabilità anche nelle dinamiche di mercato attuali.

Le *limited partnerships*, infine, nascono negli USA e coinvolgono due tipologie di soci: i *general partners*, responsabili della gestione operativa e decisionale del fondo ed i *limited partners*, i quali si limitano alla sottoscrizione della maggior parte delle quote e, di conseguenza, all'apporto del capitale. I primi assumono una responsabilità illimitata e ricevono una commissione per i costi di gestione (da aggiungersi ad una quota dei profitti generati dagli investimenti); d'altro canto, i secondi sono in genere investitori istituzionali che godono di responsabilità limitata per la gestione del fondo. La struttura, sebbene favorisca la trasparenza e protegga gli interessi degli investitori, può comportare rischi legati alla gestione da parte dei *general partners*, richiedendo un'adeguata valutazione degli stessi da parte dei *limited partners*. I vantaggi, però, sono molteplici e significativi. Primo tra tutti, la “neutralità fiscale” che esonera questo

⁵¹ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondi-chiusi-128.htm>.

⁵² Mishkin, F.S., Eakins S.G., Beccalli E., “Istituzioni e mercati finanziari”, Pearson, 2018.

tipo di fondo dalle normative sulle attività mobiliari e dall'*Investment Security Act* del 1940 precedentemente menzionato. Le *limited partnerships*, inoltre, presentano una struttura estremamente flessibile, non essendo soggette a regolamentazioni neppure sul capitale e non avendo l'obbligo di revisione contabile. La disciplina del funzionamento di tali fondi è esclusivamente demandata all'accordo di *partnership* – *partnership agreement* – un documento anch'esso esente da regolamentazioni e/o da registrazioni di alcun tipo.

In conclusione, ogni struttura presenta peculiarità che comportano vantaggi e svantaggi unici, i quali incidono sulla gestione, sulla fiscalità e sulla redditività complessiva dei fondi di *Venture Capital*. La selezione della struttura più idonea dipende dalle specifiche esigenze degli investitori e delle imprese *target*, artefici in maniera diversa della reale destinazione del capitale.

1.3.2 Le strutture giuridiche italiane

Come detto, negli Stati Uniti, l'evoluzione del *Venture Capital* ha costituito un modello paradigmatico, originariamente radicato nella struttura dei fondi chiusi - *closed-end funds*.

Tuttavia, nel corso del tempo questa configurazione ha ceduto il passo ad una struttura organizzativa basata in prevalenza sulla *limited partnership*. Tale transizione è stata stimolata da una serie di motivazioni, tra cui la necessità di una gestione degli investimenti più flessibile e una maggiore capacità decisionale concessa agli investitori.

A contrariis, nel nostro Paese la forma prevalente di finanziamento alternativo è ad oggi ancora rappresentata dai fondi di investimento chiusi. Queste entità, attraverso la mobilitazione di capitali provenienti da investitori istituzionali - come fondi pensione, enti bancari, finanziari e investitori privati dotati di significative risorse patrimoniali - allocano mezzi finanziari in *Start-Up* accuratamente selezionate, operando in conformità con strategie d'investimento meticolosamente delineate.

I suddetti fondi sono gestiti da società di gestione del risparmio che, in Italia, sono le SGR – Società di gestione del risparmio – le quali sono autonome rispetto ai fondi stessi. Nel caso dei fondi chiusi, essendo prevista un'emissione di quote in numero prefissato, se la società di gestione intende raccogliere nuovo capitale, deve necessariamente procedere con la costituzione di un nuovo fondo.

Nel contesto finanziario italiano, la gestione collettiva attraverso i fondi comuni di investimento è prerogativa delle società di gestione del risparmio (SGR). Tali entità rivestono un ruolo cruciale nell'amministrazione e nell'ottimizzazione dei portafogli di investimento, agendo in conformità con le normative vigenti e sotto la supervisione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) e della Banca d'Italia.

Parallelamente, il legislatore offre un ventaglio di società di investimento – alternative alle SGR, tra le quali spiccano - per importanza e diffusione percentuale - le società a capitale variabile (SICAV) e quelle a capitale fisso (SICAF), che offrono anch'esse soluzioni per l'attuazione di strategie di investimento collettivo. Queste strutture, soggette in egual modo alla regolamentazione e alla vigilanza delle autorità competenti già citate, consentono agli investitori di partecipare ai mercati finanziari attraverso una gamma diversificata di veicoli di investimento.

Le SGR, SICAV e SICAF sono qualificate come OICR – Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio e sono gli unici soggetti incaricati dell'attività di gestione collettiva del risparmio⁵³. La normativa italiana, che ha quale *ratio* prevalentemente riscontrabile la rigorosa tutela degli investitori e alla salvaguardia della trasparenza e dell'integrità dei mercati finanziari, impone agli OICR e alle relative società di gestione un insieme di regole e principi comportamentali finalizzati a garantire la corretta amministrazione dei patrimoni affidati loro; non a caso, la disciplina comprende disposizioni in materia di informazione agli investitori, vigilanza prudenziale, divieto di conflitto di interessi, nonché norme di trasparenza e correttezza nella conduzione delle attività di investimento.

Nello specifico, gli OICR sono definiti nel Testo Unico della Finanza (TUF)⁵⁴ come “entità designate per l'esercizio della gestione collettiva del risparmio, con la raccolta di fondi provenienti da una pluralità di investitori attraverso l'emissione e l'offerta di quote o azioni, operanti nell'interesse degli investitori e con un elevato grado di autonomia decisionale”.⁵⁵

Sono organismi che si distinguono per la loro capacità di allocare il capitale in modo diversificato e strategico, perseguendo obiettivi di rendimento ottimali nel rispetto dei livelli di rischio predeterminati. La funzione principale è quella di garantire la creazione di un portafoglio gestito in modo professionale e trasparente, offrendo agli investitori l'opportunità di partecipare ai mercati finanziari attraverso una struttura di investimento collettiva e ben regolamentata. In questo contesto, la collaborazione tra i diversi attori di riferimento (autorità di vigilanza, operatori del settore finanziario, investitori) riveste un ruolo cruciale per assicurare il corretto funzionamento e lo sviluppo sostenibile del mercato degli OICR, contribuendo alla stabilità e all'efficienza dell'intero sistema finanziario nazionale.

A livello nazionale, i fondi comuni di investimento sono regolamentati dalla CONSOB, dalla Banca d'Italia e dal Ministero dell'Economia e delle Finanze. La Banca d'Italia e la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) si impegnano attivamente nella tempestiva trasmissione delle informazioni pertinenti e collaborano reciprocamente, scambiandosi informazioni al fine di facilitare una

⁵³ Mishkin, F.S., Eakins S.G., Beccalli E., “Istituzioni e mercati finanziari”, Pearson, 2018.

⁵⁴ Il principale *corpus* normativo italiano che regola i mercati e gli intermediari finanziari.

⁵⁵ D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 aggiornato al D.Lgs. 6 dicembre 2023, n. 224.

migliore supervisione e vigilanza del settore finanziario⁵⁶. Tale sinergia tra le istituzioni è finalizzata a garantire un adeguato monitoraggio dei mercati finanziari e a promuovere un ambiente regolamentare sicuro e affidabile per gli investitori.

Le Società di Gestione del Risparmio (SGR), costituite con il Decreto Legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, sono oggi attori fondamentali del sistema finanziario nazionale, promuovendo servizi di gestione collettiva del risparmio. Cruciale la professionalità nei componenti degli organi direttivi; la normativa, infatti, ha imposto che gli Amministratori e il Direttore Generale delle SGR debbano dimostrare il possesso di requisiti di onorabilità e professionalità, nei termini definiti dalla legge. L'autorizzazione all'esercizio dei servizi di gestione collettiva del risparmio e di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi è concessa dalla Banca d'Italia, previo parere della Consob; infine, le SGR autorizzate sono iscritte a un apposito Albo mantenuto dalla Banca d'Italia.

La nascita delle SGR ha introdotto nel panorama italiano il concetto di "gestore unico", un intermediario abilitato a operare nella gestione patrimoniale sia in forma collettiva che individuale, come sancito dal Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria (TUIF). Tale figura rappresenta un'innovazione significativa nell'ordinamento finanziario, promuovendo un approccio integrato e versatile alla gestione del risparmio⁵⁷.

Le SGR hanno quali pilastri strategici fondamentali la continua innovazione e l'adattamento alle esigenze del mercato. Attraverso la ricerca, l'opera di analisi e studio, l'esperienza maturata *on field*, le SGR sono in grado di identificare opportunità di investimento redditizie e gestire in modo intelligente i rischi associati; il tutto, al fine di offrire un servizio di alta qualità agli investitori.

Accanto alle SGR, anche le SICAV⁵⁸ e le SICAF⁵⁹ costituiscono alternative rilevanti nel panorama degli investimenti in Italia, seppur con delle differenze. Le SICAV sono classificate come OICR aperti, che consentono, cioè, ai partecipanti di richiedere il rimborso delle quote o azioni detenute, utilizzando le modalità e la frequenza stabilite⁶⁰. Esse si caratterizzano per la loro flessibilità, in quanto il loro capitale sociale può variare a seconda delle sottoscrizioni e dei riscatti delle quote da parte degli investitori.

Al contrario, le SICAF sono OICR chiusi e presentano un capitale fisso, diviso in un numero prestabilito di azioni che non possono essere riscattate. I partecipanti di una SICAF, essendo veri e propri soci, possono esercitare il proprio diritto al voto ed assumono prerogative per quanto concerne il generale indirizzo manageriale e

⁵⁶*Ibidem*.

⁵⁷ Articolo 34 del TUIF.

⁵⁸ Società di investimento a capitale variabile.

⁵⁹ Società di investimento a capitale fisso.

⁶⁰ D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

strategico. Come le SGR, anche le SICAV e le SICAF sono soggette a rigorosa regolamentazione e vigilanza, mirata a garantire la trasparenza, la sicurezza e l'integrità del sistema finanziario.

In realtà, negli ultimi anni il legislatore ha notevolmente ampliato il panorama italiano dei fondi di investimento. *Inter alias*, si ricorda l'introduzione di un ulteriore fondo chiuso – al pari di una SICAF e, di fatto, non molto dissimile da essa – denominato Società di Investimento Semplice (SIS). Queste ultime sono state introdotte dal Decreto Crescita (D.L. 34/2019)⁶¹ e rappresentano un particolare strumento di investimento progettato per facilitare la gestione collettiva del risparmio, con uno specifico *focus* sulla fornitura di risorse finanziarie alle piccole e medie imprese italiane al fine di favorirne la crescita e la competitività tramite il *Venture Capital*.

In conclusione, è bene menzionare il *benchmark*, un parametro cruciale nel contesto dell'investimento nei fondi comuni, che offre agli investitori un punto di riferimento oggettivo per valutare le performance e il rischio associati ad un determinato fondo.

Detto parametro viene definito tramite uno o più indici di mercato, elaborati da entità terze, che riflettono l'andamento dei mercati in cui il fondo investe. La sua inclusione nella documentazione rivolta al pubblico è un requisito normativo per i fondi comuni di investimento in Italia, sottolineando l'importanza della trasparenza e della chiarezza nelle informazioni fornite agli investitori. Il confronto tra il rendimento del fondo e il *benchmark* consente agli investitori di valutare l'efficacia della gestione del fondo nel raggiungere i propri obiettivi di investimento e di valutare la sua performance relativa rispetto al mercato di riferimento. In questo modo, il *benchmark* fornisce agli investitori uno strumento utile per prendere decisioni informate e consapevoli riguardo alla gestione del proprio portafoglio.

1.4 Tipologie di finanziamento: all'avvio, per lo sviluppo e per il cambiamento

La classificazione degli investimenti in capitale di rischio si basa comunemente sulla fase di sviluppo delle imprese finanziate e sulle relative esigenze economiche. Questa suddivisione è fondamentale poiché ammette che le imprese attraversino diverse fasi nel loro ciclo di vita, ciascuna connotata da necessità e sfide uniche.

Gli investimenti in capitale di rischio sono suddivisi in tre macrocategorie principali: finanziamento all'avvio, per lo sviluppo e per il cambiamento. Le tre classi sono, ovviamente, tutte riconducibili allo strumento finanziario del *Private Equity*, ma un occhio attento suggerisce che le prime due classi sono prettamente poste sotto la sfera di azione ed influenza del *Venture Capital*, che si ricorda essere particolarmente attivo nelle fasi iniziali di vita di un business.

⁶¹ Il decreto-legge 30 aprile 2019, n. 34 è stato convertito nella legge del 28 giugno 2019, n. 58.

In ciascuna di esse, poi, sono ricomprese svariate sottocategorie di finanziamento, ciascuna relativa ad una precisa fase e tesa a perseguire obiettivi sensibilmente diversi. Ogni tipo di investimento presenta una percentuale di rischio differente, legato alla fase del ciclo di vita aziendale e ai relativi flussi di cassa prospettici, fatturato e ritorni attesi. Questa segmentazione consente agli investitori di adottare approcci mirati e adattati alle esigenze specifiche delle imprese in cui investono.

Il finanziamento all'avvio si erge come una tappa cruciale nel percorso evolutivo di ogni neonata iniziativa imprenditoriale ed è comunemente ritenuto di pertinenza dei fondi di *Venture Capital* e, in definitiva, funzionale al caso pratico che sarà esaminato nell'ultimo capitolo dell'elaborato.

In questa preliminare fase, l'entità aziendale si trova ancora in uno stato di incipiente concezione: la sua visione commerciale può non aver raggiunto una piena e definita cristallizzazione e la *business idea* non ha ancora varcato la soglia che la condurrebbe alla sua introduzione nel mercato. Conseguentemente, l'attività dell'azienda si focalizza primariamente sull'indagine e lo sviluppo, perseguendo l'ambizioso obiettivo di trasformare una mera concezione in un'entità economica dotata di sostenibilità e capacità lucrativa.

Dato il carattere eminentemente speculativo di questo stadio embrionale, l'impiego del finanziamento mediante capitale di rischio si rivela una scelta assai congruente, soprattutto alla luce delle sfide poste dall'accesso a prestiti bancari o a modalità di finanziamento alternative, i quali si manifestano come sentieri difficilmente percorribili, data l'ardua impresa nella valutazione del merito creditizio dell'impresa emergente.

Nell'ambito dello sviluppo imprenditoriale, il percorso di acquisizione del capitale necessario per trasformare un'idea in un'entità economica solida e funzionante si articola in diverse fasi distinte, ciascuna caratterizzata da specifiche finalità e modalità di intervento finanziario.

La prima tappa di questo *iter* è rappresentata dal "*Pre-Seed Financing*". Questa fase è intrinsecamente legata al tentativo iniziale di concretizzare il progetto. In questo stadio embrionale, l'impegno finanziario è orientato a sostenere la ricerca preliminare e la validazione dell'idea imprenditoriale.

Segue il "*Seed Financing*", in cui si registra un coinvolgimento più marcato di investitori specializzati, quali i *Venture Capitalists*. Essi contribuiscono con le prime iniezioni di capitale – che possono raggiungere i 300.000 euro⁶² – a finanziare lo sviluppo del prototipo del prodotto o servizio, la ricerca di mercato e le prime attività operative. Il finanziamento in questa fase ha lo scopo di posizionare l'impresa in una condizione favorevole per avere accesso al mercato di riferimento.

⁶² <https://capitalventureconsulting.com/>

Procedendo in avanti, si incontra la fase di "*Start-Up Financing*", durante la quale il business viene lanciato attivamente sul mercato. In questo stadio di vita dell'impresa, i finanziamenti hanno lo scopo di supportare l'espansione iniziale dell'attività ed i fondi raccolti possono raggiungere la soglia del milione di euro, a testimonianza di un impegno finanziario robusto atto ad affermare la presenza dell'impresa nel mercato di riferimento.

Infine, si giunge all'"*Early Growth Financing*", stadio in cui l'impresa, ormai avviata, necessita di capitali per sostenere una crescita il più possibile proficua. Nel corso di questa fase, i *Venture Capitalists* trascendono la mera funzione di fornitori di risorse finanziarie; essi si fanno promotori di una gestione di stampo organizzativo-strategico di elevata accortezza, mirata a plasmare una realtà imprenditoriale pronta alle ardue prove del mercato. In dettaglio, al di là della stesura di un *business plan*, essi dispensano sostegno e consulenza nella scelta delle risorse umane, e vigilano con assiduità sui progressi e sulle sfide emergenti, con lo scopo di armare l'azienda con le competenze necessarie a superare gli ostacoli iniziali, evitando così un precoce declino.

La spiccata attenzione rivolta verso il finanziamento all'avvio, con la sua capacità di dare vita alle nascenti visioni imprenditoriali, si manifesta dunque come un pilastro fondamentale nell'edificazione di un tessuto economico florido e innovativo.

Figura 5: numero di imprese finanziate con fondi VC - Europa



Fonte: Invest Europe, 2023. European Private Equity Activity, 2023.

L'importanza del finanziamento all'avvio è ulteriormente sottolineata dalla necessità di promuovere la creazione di nuove imprese come motore di crescita economica e occupazionale. Le *Start-Up* portano innovazione e dinamismo nel tessuto economico, contribuendo significativamente alla creazione di nuova ricchezza e posti di lavoro.

Per concludere la disamina condotta in questa sezione dell'elaborato, preme rimarcare che la trasformazione di un'idea imprenditoriale, magari frutto di fantasia e genio individuali, in una realtà remunerativa e di successo, richiede non solo la bontà dell'idea in sé; necessario, altresì, che detta idea sia accompagnata da studi di fattibilità approfonditi e una solida comprensione del mercato di riferimento, oltre che dai giusti mezzi finanziari a supporto.

CAPITOLO 2 – IL CICLO DI VITA DI UN FONDO DI *VENTURE CAPITAL*

2.1 Il *Venture Capital Cycle*

Chiarito il *substratum* di partenza e origine, in questa seconda parte dell'elaborato, saranno prese in considerazione le varie fasi di cui si compone quel processo definito come *Venture Capital Cycle*⁶³, vero e proprio cuore pulsante dell'*iter* di investimento promosso da un Fondo di *Venture Capital*. Nello specifico, il "ciclo" si sostanzia in tre fasi⁶⁴, ognuna delle quali ulteriormente declinabile:

- i. Fase *pre-investment* e *Fundraising* – raccolta dei fondi;
- ii. Realizzazione dell'investimento e monitoraggio dello stesso;
- iii. *Exit* – disinvestimento.

Caratteristica comune riscontrabile in tutti i casi (finanziariamente parlando) in cui agisce il *Venture Capital* è la particolare importanza attribuita agli ecosistemi dotati di infrastrutture e istituzioni tecnologiche, giuridiche, finanziarie e politiche adeguate, al fine di promuovere l'innovazione, garantire la tutela dei diritti degli investitori, agevolare le strategie di uscita e assicurare una stabilità normativa.

Primaria è dunque l'importanza rivestita dalla collaborazione sinergica con il governo e le istituzioni in generale. L'interrelazione col sistema - Paese, largamente inteso nell'ottica pubblica e privata, è fondamentale affinché si adottino soluzioni strategiche tese ad incentivare l'imprenditorialità e le iniziative di avvio d'impresa, a stimolare l'occupazione e favorire la crescita economica del Paese. Un impegno, questo, che non può che tradursi in politiche pubbliche mirate, in incentivi e sgravi fiscali, in programmi di sostegno finanziario; si tratta, insomma, di un insieme di politiche attive il cui fine precipuo è di assistere i nuovi imprenditori, fornendo loro risorse e opportunità.

Un'ulteriore riflessione afferisce il piano umano dell'imprenditore. L'attrattiva dell'investimento da parte del *Fondo*, oggetto di approfondimento nei successivi paragrafi, sarà intuitivamente amplificata qualora l'imprenditore dimostri un notevole acume personale, ossia spirito imprenditoriale vero e proprio. La probabilità di ottenere il finanziamento, infatti, aumenta proporzionalmente alle competenze distintive, alle capacità manageriali e alle abilità intrinseche, tutte virtù considerate fondamentali per la conduzione dell'impresa. In tal modo, si avranno maggiori possibilità di essere selezionati come beneficiari del sostegno finanziario.

⁶³ Gompers and Lerner, *Journal of Financial Economics*, 1999, vol. 51. Paul Gompers e Josh Lerner hanno intrapreso un'indagine sistematica del venture capital, esplorandone meticolosamente gli aspetti salienti.

⁶⁴ Gompers and Lerner, *Venture Capital Cycle*, Cambridge, 2004.

Le fasi di valutazione saranno gestite dai fondi di *Venture Capital* con un approccio rigoroso e dettagliato, a causa dell'alto rischio intrinseco di tali investimenti⁶⁵.

2.2 La prima fase: *fundraising*

Nella primissima fase di *Fundraising*, il *Venture Capitalist* si impegna a reperire capitale per la propria attività da soggetti interessati a supportarla.

Il processo di *Fundraising* è solitamente suddiviso in sottofasi⁶⁶, a queste riconducibili:

- Fase di *pre-marketing*;
- Strutturazione del fondo;
- Predisposizione del materiale di *marketing*;
- Ricerca ed incontri con i potenziali investitori;
- Decisione e preparazione della documentazione legale;
- *Closing*.

Una volta definita la struttura⁶⁷ tramite la quale il *Venture Capitalist* intende svolgere la propria attività, il processo di raccolta fondi inizia con la fase di identificazione del segmento di investitori *target* a cui il Fondo intende rivolgersi per acquisire le risorse finanziarie necessarie.

Solitamente, ci si rivolge ad investitori istituzionali, altre aziende, individui ad alto reddito⁶⁸ o fondi di fondi. Prima di avanzare nelle successive fasi di investimento, i gestori del Fondo si dedicano intensamente all'attività di raccolta capitale, essenziale per garantire il finanziamento adeguato al fine di cogliere opportunità di investimento vantaggiose.

La selezione comprende una meticolosa analisi delle varie proposte di finanziamento acquisite, sia quelle interne sia quelle esterne all'organizzazione. In questo contesto, diventa fondamentale sviluppare e mantenere una rete di contatti strategica ed estesa. Per ottimizzare questi sforzi, infatti, spesso ci si avvale della collaborazione di figure professionali esterne, quali *advisors* e *gatekeepers*⁶⁹, le quali, contribuendo con il loro specifico *know-how* e le competenze di cui sono in possesso, facilitano la creazione di

⁶⁵ <https://www.lexebusiness.it>.

⁶⁶ Anna Gervasoni, Fabio L. Sattin – Private Equity e Venture Capital: *Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, Marzo 2008; <https://www.evca.org>; <https://www.startupingoal.com>

⁶⁷ Come già detto, in Italia la peculiare struttura adottata è quella di SGR, Società di Gestione del Risparmio, che a loro volta gestisce fondi comuni di investimento mobiliare chiusi.

⁶⁸ *High net worth individuals*.

⁶⁹ Figure professionali che fungono da intermediari quali avvocati, consulenti finanziari ed esperti del settore. Il loro ruolo consiste nel facilitare le interazioni tra le parti, filtrando le proposte da valutare ed incrementando l'efficacia delle operazioni nel settore del *Venture Capital*.

una base solida per lo sviluppo di relazioni che siano durature e proficue nel mercato. Tale approccio strategico non solo incrementa le probabilità di successo nella raccolta di capitali, ma pone anche le fondamenta per future collaborazioni e investimenti, rafforzando la posizione del *team* di gestione e/o del singolo operatore di *Venture Capital* nell'ecosistema finanziario.

Si prosegue poi con la fase di preparazione e distribuzione del materiale di *marketing*, fase che include la creazione di un documento dettagliato, noto come *information memorandum*. Detto documento offre agli investitori potenziali una visione dettagliata sull'operazione proposta e sulle opportunità di investimento offerte dal fondo. Di solito, la redazione è rimessa ai gestori del Fondo e comprende una vasta gamma di informazioni, tra cui i dettagli sulla strategia e tipologia di investimento (*seed, start up* o *expansion financing*), la scelta del mercato, i termini, le condizioni del fondo ed il *track record* del *team* di gestione.

Secondo uno studio condotto su un campione di 151 *Limited Partnership* statunitensi, europee e di altri Paesi, i fattori che guidano al successo un finanziamento di *Venture Capital* sono, in generale, il *track-record* societario, il livello di fiducia percepito ed il livello di controllo percepito⁷⁰.

A seguire, una fase ancor più personale, in cui i gestori del fondo incontrano i potenziali investitori al fine di illustrare il progetto nel corso di appositi incontri e sottoforma di documentazione formale contenente le clausole sull'effettiva regolamentazione del rapporto tra gestori e investitori.

Una volta che gli investitori abbiano manifestato interesse, si procede alla *due diligence*, consistente in una verifica dettagliata delle attività passate e presenti del fondo e del suo *team* di gestione.

Infine, durante la fase di chiusura del *fundraising*, vengono negoziati e finalizzati i dettagli contrattuali tra il fondo e gli investitori e, una volta raggiunti gli accordi, avviene il *closing*, momento che segna la conclusione ufficiale del processo di *Fundraising* e l'avvio delle attività di investimento del fondo.

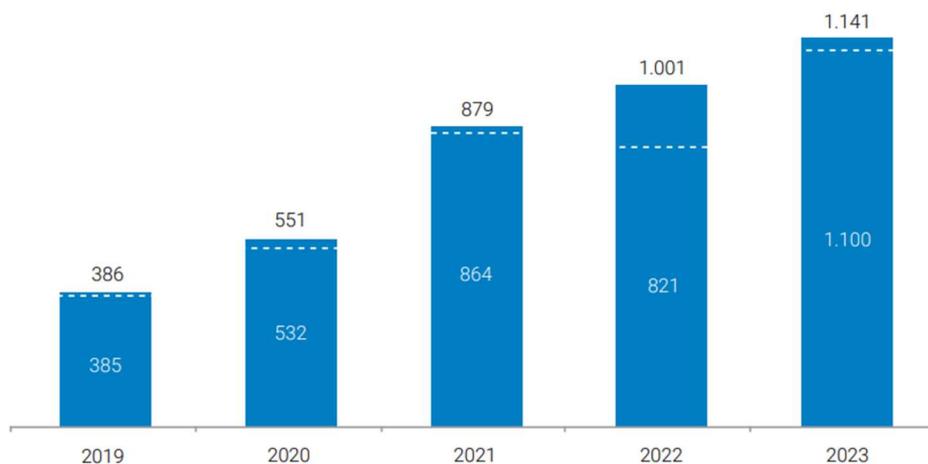
A testimonianza del fatto che tale fase iniziale non sia, *sic et simpliciter*, una attività di "raccolta" è il fatto che il *Fundraising* può essere articolato e complesso, con tempistiche che possono variare dai 18 ai 24 mesi.

Contribuiscono alla fase di *Fundraising* anche i *general partner - manager* del fondo – apportando risorse per un importo compreso tra l'1% ed il 5% del valore del Fondo⁷¹.

⁷⁰ Gompers, Paul, et al. "Venture capital investment cycles: The impact of public markets." *Journal of Financial Economics*, vol. 87, no. 1, 2008, pp. 1–23, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.12.002>.

⁷¹ <https://capitalventureconsulting.com>.

Figura 6: Evoluzione dei capitali raccolti (Euro Mln)



Fonte: AIFI, 2023⁷².

2.3 La seconda fase: l'investimento

Durante la fase di investimento, l'operatore di *Venture Capital* procede all'identificazione delle iniziative imprenditoriali meritevoli di finanziamento e al successivo finanziamento delle stesse in più *round* distinti. A seguire, si occupa di strutturare con accuratezza l'operazione di investimento, definendo i termini e le condizioni più adatti e, infine, implementa la strategia di investimento (ossia dire la gestione attiva delle risorse investite e il monitoraggio continuo dei relativi progressi). Questo processo richiede una profonda conoscenza del mercato (quindi di *expertise*) e una valutazione meticolosa e oculata del potenziale di crescita delle *Startup*, nonché delle competenze specifiche nella gestione del rischio e nella negoziazione.

Il *Venture Capital* si afferma come strumento essenziale per guidare le imprese nel passaggio da una gestione familiare a una struttura più manageriale, sostenendo lo sviluppo da semplice fase iniziale a una più matura fase di creazione di valore⁷³. Questa forma di finanziamento, infatti, non solo fornisce capitale, ma offre anche un supporto sostanziale per la trasformazione strategica e operativa dell'impresa, di cruciale importanza in un sistema, come quello nazionale, dominato da PMI a ristretta base familiare; caratteristica, questa, che finisce per ostacolarne l'espansione e la sopravvivenza stessa.

Per le *Start-Up*, è cruciale dimostrare che la soluzione offerta sia non solo nuova ma anche superiore rispetto alle altre già presenti sul mercato. Ciò implica una

⁷² I dati riportati sono stati raccolti da AIFI in collaborazione con CDP e *Deloitte* e si riferiscono alle operazioni di *Private Debt* in Italia negli anni 2019-2023.

⁷³ Rija M., "Il ruolo del venture capital e del private equity nel capitale di rischio delle imprese: dall'analisi teorica ai risultati di una ricerca empirica", Franco Angeli, 2012.

dimostrazione evidente di *come* e *perché* la loro proposta sia migliorativa, anche attraverso un confronto dettagliato con i prodotti o servizi offerti dai *competitor*. Questo non solo evidenzia il potenziale di crescita e di successo dell'impresa, ma rafforza anche la sua posizione nel contesto di un investimento di capitale di rischio, delineando chiaramente i vantaggi competitivi e il valore aggiunto che essa porta nel proprio settore⁷⁴.

2.3.1 Il processo di *decision making*

Le società di *Private Equity* aiutano le imprese emergenti e promettenti, fornendo loro supporto e finanziamenti e scegliendo con cura a quali *Start-Up* rivolgersi attraverso una ricerca oculata che tiene conto, *inter alia*, di criteri specifici e del *modus operandi* del Fondo stesso.

Non si tratta, dunque, di aiutare indistintamente qualsiasi nuova azienda (per il semplice fatto che sia *nuova*), ma di affiancare soltanto quelle “*target*”, frutto di una previa individuazione e del superamento di un processo di *decision making* approfondito ed articolato.

Essenzialmente, le macrofasi⁷⁵ comuni a tutte le tipologie di investimento, in questa fase prodromica, sono le seguenti:

- i. *Scouting* – ricerca aziendale;
- ii. *Screening* del mercato e ricerca dell'impresa *target*;
- iii. Valutazione aziendale;
- iv. *Due diligence* e accordi contrattuali;
- v. Definizione del prezzo;
- vi. Monitoraggio.

A partire dalla primissima fase di *scouting*, il *Team* di investimento avvia il c.d. *deal flow* – processo di individuazione delle opportunità di investimento – ricercando aziende in cui investire tramite canali formali ed informali.

L'obiettivo, sin da questa fase, è quello di trovare realtà imprenditoriali che possano rendere i Fondi stessi più efficaci ed efficienti. Proprio per questo, le imprese scartate perché non corrispondenti - *prima facie* - ai criteri ricercati, non raggiungono lo step successivo. Invero, in questa fase di *screening*, l'analisi viene condotta sulla base della corrispondenza con l'orientamento strategico degli investitori e, dunque, la preliminare documentazione dovrà contenere informazioni riguardanti il progetto in sé, l'ammontare dell'investimento richiesto e tutto quanto necessario per una valutazione di fattibilità dell'investimento.

⁷⁴ <https://capitalventureconsulting.com>.

⁷⁵ Cumming, D.J. (2010), *Venture capital Investment Strategies, Structures, and Policies*, John Wiley and Sons, Inc.

Il mezzo tramite cui il Fondo valuta le proposte è essenzialmente il *business plan*, spesso preceduto da un primo contatto effettuato con *report* e dati generali di inquadramento, volti a verificare la generale compatibilità dell'idea manageriale con le inclinazioni professionali del Fondo.

Il suddetto documento è definito come il “documento che definisce obiettivi, strategie, processi, politiche e azioni con orientamento a medio termine e che delinea i risvolti economico-finanziari delle stesse”⁷⁶.

In realtà, nel relativamente poco sviluppato panorama del *Venture Capital* italiano, spesso non si rende necessaria la predisposizione di un formale documento come il *business plan*. La ragione di tale asserzione riposa nel fatto che la fase di negoziazione e presentazione dell'impresa avviene privatamente, direttamente tra il gestore del Fondo e l'imprenditore. Tuttavia, la situazione è differente nei Paesi con un mercato di *Venture Capital* più sviluppato, ove invece le aziende sono spesso supportate da professionisti esterni per garantire che la stesura del documento citato sia accurata e completa.

L'importanza e l'accuratezza di tali sensibili fasi iniziali e la diligenza con cui i Fondi individuano le imprese *target*, sono testimoniate da svariati studi che mostrano come su 1000 aziende proponenti, soltanto 10 finiscano per ottenere investimenti e, nel settore *high-tech*, soltanto 1 azienda su 151 venga effettivamente finanziata⁷⁷.

La selezione delle proposte pervenute culmina con la *due diligence*, fase di formalizzazione della scelta del progetto imprenditoriale da supportare.

La valutazione in questa fase è supportata dalla stesura di un *business plan* completo ed articolato.

Nello specifico, il documento sarà diviso in più sezioni per agevolarne la consultazione. È bene, *in primis*, predisporre una sintesi del progetto imprenditoriale, volta ad introdurre e ad esplicitare in una prima maniera essenziale l'intero progetto e, *in secundis*, è auspicabile descrivere accuratamente la compagine aziendale, a partire dai soci e dal *management* con cui i gestori del Fondo collaboreranno sinergicamente. Ovviamente, non può mancare la descrizione del mercato, della concorrenza, del prodotto o servizio offerto, delle caratteristiche, piano di sviluppo e piano di utilizzo dello stesso, della struttura tecnico/industriale, del piano di marketing e delle previsioni di vendita⁷⁸.

⁷⁶ <https://www.treccani.it/enciclopedia/>; <https://vitolvecchia.altervista.org/definizione-struttura-completa-e-redazione-del-business-plan/>.

⁷⁷ Gompers, P.A., Gornall, W., Kaplan, S.N. & Strebulaev, I.A. (2020), *How do venture capitalists make decisions?* *Journal of Financial Economics*, Volume 135; AIFI, Pricewaterhousecoopers (2000), “Guida pratica al capitale di rischio”.

⁷⁸ Cfr. S. Siegel, J. Bornstein, B. Ford, *Come si prepara un business plan*, Tecniche Nuove, Milano, 1996, pp. 53-81; Cfr. C. Parolini, *Come costruire un business plan*, Paramond, Milano, 1999, pp. 125-130; https://www.comune.macerata.it/Engine/RAServeFile.php/f/business_plan.pdf.

La fase di *due diligence* nel contesto delle operazioni di *Venture Capital* è essenzialmente orientata a mitigare le asimmetrie informative tra le parti e a gestire le problematiche e i costi associati all'*agency theory*. Un processo in cui bisogna acquisire informazioni dettagliate e verificate, al fine di consentire agli investitori di effettuare scelte ben ponderate e basate su dati concreti.

Espandendo la descrizione, la *due diligence* comprende l'esame di vari aspetti dell'entità target, quali la situazione finanziaria, legale, fiscale, e operativa; inoltre studia la conformità normativa (si pensi a investimenti con parti correlate estere), i rischi ambientali (soprattutto per le imprese a impatto zero o presunto tale), la gestione del personale e le prospettive di mercato. Questo permette agli investitori di identificare potenziali rischi e opportunità, valutare accuratamente il valore dell'investimento e determinare le strategie di mitigazione del rischio più adeguate. Essa è, in definitiva, indispensabile per assicurare trasparenza e affidabilità nelle transazioni.

L'opera di analisi in questione viene eseguita mediante *due diligence* e ha il proposito di consentire al *Venture Capitalist* di valutare la fattibilità dell'impiego di capitale. Tuttavia, lo studio qui operato consente anche di individuarne una finalità ulteriore, marcatamente più finanziaria, consistente nella possibilità di determinare il prezzo che il *Venture Capitalist* è disposto a pagare per acquisire partecipazioni nella società target⁷⁹.

La determinazione del prezzo è un elemento cruciale e delicato nel processo di negoziazione dell'investimento, poiché frutto dell'incontro tra valore attuale valore e prospettico dell'impresa, intersecando le esigenze sia dell'investitore che del venditore.

Il valore di un'impresa è generalmente determinato dall'attualizzazione dei flussi di cassa futuri, dal rischio affrontato e dagli *asset* disponibili all'avvio. Per farlo, vengono utilizzate metodologie di valutazione specifiche che saranno esaminate in seguito⁸⁰. Tuttavia, è bene sottolineare che il prezzo pagato in operazioni di questo tipo può deviare dal valore teorico calcolato, poiché influenzato anche da fattori esterni, tra tutti il mercato, la forza contrattuale delle parti coinvolte e le condizioni specifiche della negoziazione.

Le dinamiche del mercato nel quale l'impresa opera possono avere un impatto significativo sulla valutazione ed andare a modificare sensibilmente sia le proiezioni di flusso di cassa che il livello di rischio associato all'investimento. Ad alterare rapidamente il valore percepito di un'impresa fattori quali l'innovazione tecnologica, le tendenze di mercato, la competitività del settore, le condizioni economiche generali.

⁷⁹ Guatri, La valutazione delle aziende, Milano, 2007.

⁸⁰ Si rimanda al paragrafo 2.4.

2.4 Metodi di valutazione e determinazione del prezzo

Il processo decisionale relativo alla selezione delle aziende *target* e all'identificazione del miglior progetto di investimento, unitamente alla rigorosa ricerca condotta durante la *due diligence*, solitamente culmina nella fase di valutazione aziendale e determinazione del prezzo, sempre in un'ottica di creazione del valore.

La fase di determinazione del prezzo – *enterprise value* – riveste un'importanza cruciale sia per gli investitori che per gli imprenditori, poiché il valore stabilito influenzerà direttamente la struttura del capitale dell'azienda coinvolta e l'ammontare del finanziamento accordato e impatta sulle disponibilità patrimoniali delle parti dell'investimento.

Per gli investitori, il prezzo di valutazione determinerà la percentuale di partecipazione nel capitale dell'azienda acquisita tramite l'investimento. Un prezzo eccessivamente elevato potrebbe comportare una diluizione significativa della loro quota di proprietà, mentre un prezzo troppo basso potrebbe non riflettere adeguatamente il valore intrinseco dell'azienda, limitando così il potenziale di rendimento dell'investimento.

D'altro canto, per gli imprenditori il prezzo di valutazione influenzerà l'importo del finanziamento che l'azienda sarà in grado di ottenere in cambio di una determinata percentuale di partecipazione. Un prezzo troppo alto potrebbe scoraggiare gli investitori, riducendo le opportunità di finanziamento disponibili, mentre un prezzo equo e ragionevole può suscitare un maggiore interesse da parte degli investitori e agevolare il processo di raccolta fondi.

I metodi per la determinazione dell'*enterprise value*, sviluppati sia dalla teoria che dalla pratica, presentano una varietà e una complessità che si sono evolute nel corso degli anni, adattandosi alle diverse esigenze e alle peculiarità di ogni contesto aziendale⁸¹. La loro evoluzione è stata influenzata dalla continua ricerca di strumenti sempre più raffinati e adatti a cogliere la complessità del valore aziendale.

È importante sottolineare che non esiste un metodo universale applicabile a tutti i casi. Le peculiarità di ogni impresa, quali il settore di attività, gli obiettivi strategici, la concorrenza di mercato, il ruolo ricoperto nel contesto esterno ed interno, influenzano significativamente la scelta e l'applicazione dei metodi di valutazione.

Di conseguenza, gli operatori di *Venture Capital* devono adottare un approccio flessibile ed il più possibile adattabile, selezionando i metodi in base alle specifiche caratteristiche dell'azienda oggetto di analisi e alle finalità del processo di valutazione stesso. Questo approccio mira a garantire un'analisi accurata e completa del valore

⁸¹ Guatri L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, E.G.E.A., Milano, 1998; Massari M., *Finanza aziendale. Valutazione*, McGraw-Hill, Milano, 1998; Stefano Setti, *Il modello del valore*, Misterfisco, 2001 – 2006.

aziendale, tenendo conto di tutti i fattori rilevanti che possono influenzare il risultato finale.

Inoltre, è fondamentale considerare che tali metodi non sono statici, ma continuano ad evolversi in risposta alle mutevoli condizioni del mercato e alle nuove sfide che le imprese devono affrontare nell'attuale contesto socio-economico, secondo un approccio empirico e pragmatico. La ricerca e lo sviluppo continuo di nuovi approcci e tecniche di valutazione sono essenziali per garantire la loro efficacia e rilevanza nel panorama aziendale contemporaneo.

Una prima classificazione dei metodi valutativi può essere catalizzata nelle seguenti categorie⁸²:

- Metodo patrimoniale, che valuta un'azienda in base al valore netto dei suoi attivi e passivi, concentrandosi quindi sul valore contabile dei suoi *asset*;
- Metodo reddituale, fondato sulla capacità reddituale attesa;
- Metodo finanziario, basato sulla valutazione dei flussi di cassa futuri;
- Metodo misto, che combina elementi dei metodi patrimoniali e reddituali e può includere l'analisi delle *performance* passate e del valore contabile netto dell'azienda;
- Metodi diretti, basati principalmente su dati ed indici di mercato;
- Metodi innovativi, che rappresentano modelli relativamente recenti nel panorama della valutazione aziendale e sono caratterizzati da un processo di sviluppo e implementazione ancora in corso.

Il diagramma allegato rappresenta una mappatura concisa e organizzata delle diverse categorie di metodi valutativi e dei relativi fondamenti concettuali.

2.4.1 *Discounted Cash Flow Method* – Flussi di Cassa Attualizzati

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (DCF⁸³) è comunemente ricompreso nella categoria di metodi "finanziari" alla valutazione aziendale. Sviluppato originariamente nel contesto anglosassone, il *Discounted Cash Flow Method* è diventato uno dei metodi più utilizzati ai fini della valutazione d'azienda, grazie alla sua crescente importanza e alla sua ampia applicabilità all'analisi finanziaria contemporanea.

⁸² Daniele Balducci, *La valutazione dell'azienda*, Edizioni FAG Srl, 2006.

⁸³ *Discounted Cash Flow Method*.

Il DCF si basa sul principio fondamentale secondo cui il valore di un'azienda è determinato dal valore attuale dei flussi di cassa futuri generati dall'attività operativa dell'azienda. Questo metodo prevede, dunque, l'analisi dei flussi di cassa previsti nel futuro e la loro attualizzazione ad un tasso di sconto appropriato, che riflette il costo del capitale dell'azienda e il livello di rischio associato all'investimento.

L'approccio descritto consente agli analisti finanziari di valutare l'azienda in modo completo, considerando le aspettative di crescita futura, i margini di profitto, il capitale investito e altri fattori chiave che influenzano la generazione di flussi di cassa. Inoltre, esso offre flessibilità nel modello di valutazione, consentendo agli analisti di incorporare scenari alternativi e di applicare sensibilità per valutare l'impatto di variazioni nelle variabili chiave.

Il valore dei flussi di cassa generati dall'impresa in un determinato arco temporale – solitamente corrispondente alla durata dell'investimento effettuato dal *Venture Capitalist* – sarà pari a:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF}{(1+i)^t}$$

La formula presentata è accurata ed idonea quando applicata alla valutazione di un singolo *asset*. Tuttavia, nel contesto della valutazione condotta da un Fondo di *Venture Capital*, dove l'obiettivo è valutare l'intera impresa insieme a tutti i suoi *asset*, è necessario adottare un approccio diverso.

Di conseguenza, la formula deve essere adeguata per riflettere questa complessità e declinata nelle sue due componenti⁸⁴:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^n}$$

Nella formula:

- CF = flussi di cassa disponibili dall'istante di valutazione fino all'orizzonte temporale predefinito n ;
- n = durata dell'attività;
- t = orizzonte temporale considerato;
- TV = *Terminal Value*;
- i = tasso di attualizzazione.

Un'ulteriore decisione per la determinazione dell'*enterprise value* riguarda la scelta del flusso di cassa da attualizzare. A tal proposito, si distinguono due tipologie di valutazione: *equity side* e *asset side*.

⁸⁴ Damodaran A., "Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation. Issues and Valuation Challenges", 2009; Daniele Balducci, *La valutazione dell'azienda*, Edizioni FAG Srl, 2006.

La prima, ha come obiettivo quello di determinare il valore dell'*equity* dell'impresa analizzata, ovvero tiene conto del valore degli investimenti degli azionisti.

Nel caso dell'*equity side* ci si basa sul *free cash flow to equity*⁸⁵ – FCFE – che considera i flussi di cassa destinati agli azionisti dopo il pagamento degli interessi passivi.

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

Il flusso di cassa disponibile per gli azionisti viene scontato utilizzando un tasso di sconto che riflette il costo dell'*equity* stesso (*ke*), rappresentando il rendimento richiesto dagli investitori per detenere le azioni dell'impresa.

Il costo del capitale proprio (*ke*), utilizzato come tasso di attualizzazione per i *free cash flow to equity* nella valutazione *equity side*, viene calcolato utilizzando il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Nonostante esistano diverse alternative al CAPM, tra cui l'*Arbitrage Pricing Theory*, quest'ultimo risulta essere maggiormente utilizzato in finanza⁸⁶ e permette di calcolare il fattore *ke* nel seguente modo:

$$ke = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Nella formula:

r_f = *risk-free rate*;

r_m = rendimento di mercato.

D'altra parte, invece, nella valutazione *asset side*, si utilizza il flusso di cassa libero per l'azienda nel suo complesso, chiamato FCFE – *free cash flow from operation* – che non tiene conto degli oneri finanziari derivanti dal debito. Il FCFO viene scontato attraverso il WACC⁸⁷ – *weighted average cost of capital* – che rappresenta il costo medio del capitale dell'impresa, ponderato per i rispettivi pesi di *equity* e debito. Il WACC rappresenta il costo medio ponderato del capitale ed è pari a⁸⁸:

$$WACC = r_{debito} \times \frac{D}{V} + r_{equity} \times \frac{E}{V}$$

⁸⁵ Flusso di cassa disponibile per gli azionisti.

⁸⁶ Z. Brodie, A. Kane, A. J. Marcus, *Essential of Investments* – 12th edition, McGraw-Hill, New York, 2022.

⁸⁷ Il WACC è probabilmente il modello più noto per stimare il costo del capitale e può essere utilizzato se e solo se il livello del debito è una variabile ben nota. De Luca, P. (2017). *Debt Level and the Firm Levered Cost of Capital*. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(5), 475–484, in <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/5347>.

⁸⁸ Brealey, Myers, Allen, Sandri. *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill Education (Italy) Srl, 2020, 8/ed.

La valutazione *asset side* considera la struttura finanziaria dell'impresa e riflette il rendimento richiesto dagli investitori tenendo conto sia del capitale proprio che del debito, considerando quindi anche la struttura finanziaria.

$$Enterprise\ Value = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n}$$

Il metodo dei Flussi di Cassa Attualizzati è comunemente utilizzato per valutare le aziende nelle operazioni di *Private Equity*, poiché si basa sui flussi di cassa futuri previsti e sulla loro attualizzazione al presente per determinare il valore attuale dell'azienda. Tuttavia, nell'ambito del *Venture Capital*, questo metodo può risultare poco pratico e difficilmente applicabile. Questo perché le aziende coinvolte nel *Venture Capital* sono spesso in una fase iniziale di sviluppo, in cui i dati storici non sono facilmente disponibili o del tutto assenti.

Nel contesto del *Venture Capital*, le aziende sono tipicamente start-up o imprese emergenti che possono non avere ancora generato flussi di cassa significativi o stabili. Di conseguenza, l'uso del metodo descritto diviene problematico poiché mancano i dati storici necessari per fare valutazioni previsionali affidabili sui flussi di cassa futuri.

2.4.2 Metodo dei Multipli

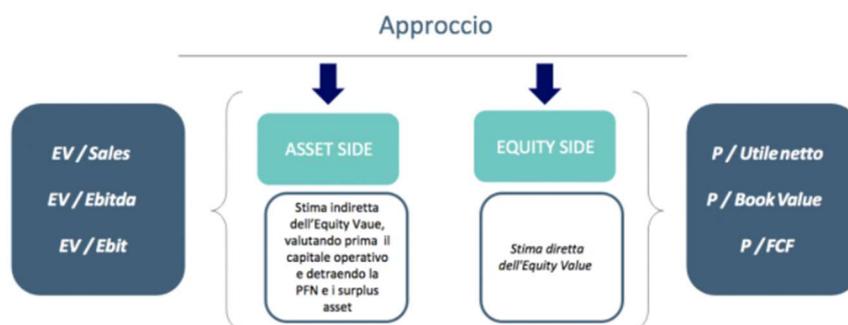
Il metodo dei Multipli rappresenta un altro approccio valutativo prediletto nell'ambito delle operazioni di *Venture Capital*. Classificato tra i metodi diretti, si avvale dell'analisi comparativa di dati e indici finanziari rilevati dal mercato o da entità simili – società quotate che fanno parte dello stesso settore⁸⁹ – e comparabili all'azienda in esame. Obiettivo di tale metodologia è proprio quello di trovare, nel *mare magnum* dei multipli ormai consolidati nella prassi operativa e/o creati *ad hoc* per specifici contesti, quello che meglio possa approssimare il valore dell'impresa.

Tale metodologia trova particolare applicazione proprio in contesti di *Venture Capital*, i quali si caratterizzano per intervenire nelle fasi embrionali dello sviluppo aziendale. Dal punto di vista pratico, il calcolo dei multipli può avvenire con l'utilizzo di dati di bilancio agevolmente calcolabili, in accordo a due diversi modelli di studio: quello *Asset side* e quello *Equity side*⁹⁰.

Figura 7: Metodo dei Multipli

⁸⁹ Borsa italiana (2011). *I principali metodi di valutazione aziendale*.

⁹⁰ Fernández, P. (2001). *Company Valuation Methods*. IESE Research Papers. IESE Business School.



Fonte: <https://commercialistainfo.it/valutazione-dazienda-con-il-metodo-dei-multipli/>

Il secondo approccio utilizza il prezzo per azione – *price per share* – come numeratore e, al denominatore, una delle possibili configurazioni del reddito netto⁹¹. Tale approccio fornisce una valutazione diretta del capitale proprio dell'azienda, valutando il ritorno sugli investimenti degli azionisti e, dunque, non è utilizzato in operazioni di *Venture Capital* in quanto, come detto, si tratta di aziende non ancora quotate⁹².

L'altro approccio, invece, permette di calcolare il multiplo dividendo l'*Enterprise Value* – il valore di mercato dell'attivo operativo – per le grandezze o i margini operativi generati da tali *asset*.

Tali fattori sono:

- I. Fatturato (*sales*): i ricavi netti della vendita;
- II. *EBIT* o risultato operativo: *earning before interest and taxes*, dato cioè dagli utili ante imposte e al netto degli oneri finanziari;
- III. *EBITDA* o margine operativo lordo: *earning before interest, taxes, depreciation and amortization*, dato dagli utili al netto degli interessi, delle imposte, delle svalutazioni e degli ammortamenti.

Infine, una volta ottenuti i multipli, l'*Enterprise Value* sarà dato dal prodotto tra uno dei valori di riferimento contabile dell'impresa *target* – fatturato, *EBIT* o *EBITDA* – per il multiplo dell'impresa *comparable*, a ciò si sottrae infine la posizione finanziaria netta (PFN⁹³) nel caso in cui essa sia attiva.

Una formula esemplificativa di tale metodo valutativo, considerando l'*EBITDA*, sarà:

$$\text{shareolder value: } EBITDA \times \text{multiplo} - PFN$$

⁹¹ Borsa Italiana. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/multiplo-di-mercato.html>.

⁹² Manuela Sodini, *Il valore di un'azienda in base ai multipli*. Fondazione Nazionale Commercialisti (2015).

⁹³ La posizione finanziaria netta di un'impresa può essere sommariamente definita come la “differenza tra il totale dei debiti finanziari aziendali e le attività liquide”. <https://www.caravatipagani.it/news/posizione-finanziaria-netta/>.

2.4.3 *Venture Capital Method*

Il metodo del *Venture Capital* – ideato nel 1987 da *Bill Sahlman*⁹⁴ – è una tecnica di valutazione impiegata prevalentemente per stimare il valore di aziende in fase iniziale, ovvero *Start-Up* o imprese che si trovano nelle prime fasi di sviluppo del loro *business*. Questo approccio è particolarmente efficace e utilizzato dagli investitori istituzionali, come i fondi di *Venture Capital*, per valutare la fattibilità e il potenziale ritorno degli investimenti in tali entità emergenti.

L'approccio descritto è basato su quattro *step* principali⁹⁵:

1. Stima del *Terminal Value* (TV), cioè del valore che l'impresa avrà in fase di *exit*;
2. Attualizzazione del *Terminal Value* ad un tasso di rendimento obiettivo;
3. Determinazione della quota di partecipazioni al capitale di rischio del *Venture Capitalist*;
4. Determinazione di prezzo e numero delle azioni sottoscritte.

Nel *Venture Capital Method*, la valutazione di un'impresa nascente segue un processo strutturato che comincia con la stima dei flussi di cassa futuri attesi. L'orizzonte temporale per questa valutazione varia tipicamente tra i due e i cinque anni, periodo durante il quale si prevede che il *Venture Capitalist* procederà al disinvestimento. Questo intervallo è scelto per riflettere il tempo necessario affinché l'impresa maturi fino a raggiungere una fase adatta per un'*exit* strategica, come una vendita o un'offerta pubblica iniziale⁹⁶.

Il *Terminal Value* dell'impresa, in questo contesto, si discosta dalla metodologia classica del *Discounted Cash Flow* (DCF). Infatti, il *Terminal Value* nel metodo del *Venture Capital* è determinato moltiplicando gli utili attesi nell'anno successivo al periodo di valutazione per un multiplo appropriato. Questo multiplo è scelto in base a parametri di mercato e comparabili specifici del settore di appartenenza dell'impresa e riflette il valore che gli investitori sono disposti a pagare per ogni unità di profitto generata – dunque, secondo il Metodo dei Multipli.

Alternativamente, le opzioni per il calcolo del *Terminal Value* potrebbero essere le seguenti:

$$TV = \frac{P}{E} \times E \text{ oppure } TV = \frac{P}{S} \times S$$

In cui:

⁹⁴ Rapaka, A. (2023). *Venture Capital Method*. In: Derindere Köseoğlu, S. (eds) *A Practical Guide for Startup Valuation*. Contributions to Finance and Accounting. Springer, Cham.

⁹⁵ Damodaran A., “*Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation. Issues and Valuation Challenges*”, 2009.

⁹⁶ Vedasi paragrafo 2.5.

- P = prezzo per azione;
- E = *expected earnings*, cioè l'utile per azione;
- S = *expected revenues*, cioè i ricavi di vendita per azione.

Il valore stimato alla fine del periodo, poi, sarà attualizzato mediante l'applicazione di un tasso di rendimento obiettivo, il quale è selezionato per incorporare l'intero spettro di rischi associati all'investimento in un *business* emergente. A causa dell'incertezza e della volatilità tipiche delle imprese nelle fasi iniziali di sviluppo, questo tasso di rendimento obiettivo è generalmente elevato. Alternativamente, il valore viene scontato al rendimento assoluto atteso dell'investimento (ROI)⁹⁷.

In altre parole, il tasso di rendimento obiettivo agisce come un meccanismo di compensazione, calibrando il valore atteso dell'investimento in maniera proporzionale al rischio intrinseco dell'operazione. In questo modo, l'investitore può quantificare il valore presente dell'impresa emergente, fornendo una base solida e realistica per prendere decisioni di investimento informate e strategiche.

Figura 8: Tassi di rendimento del capitale di rischio nelle varie fasi di vita dell'azienda

<i>Stage of development</i>	<i>Typical target rates of return</i>
Start up	50-70%
First stage	40-60%
Second stage	35-50%
Bridge / IPO	25-35%

Fonte: Damodaran A., "Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation, Issues and Valuation Challenges", 2009.

L'attualizzazione sarà così calcolata:

$$VFA = \frac{TV}{(1 + r)^t} \text{ } ^{98}$$

⁹⁷ Rapaka, A. (2023). *Venture Capital Method*. In: Derindere Köseoğlu, S. (eds) *A Practical Guide for Startup Valuation*. Contributions to Finance and Accounting. Springer, Cham.

⁹⁸ Cfr. Private Equity e Venture Capital; "Manuale di investimento nel capitale di rischio" A. GERVASONI, F. L. SATTIN, op. cit., p. 355.

Nella formula:

- *VFA* rappresenta il valore finale attualizzato – *Terminal Value* attualizzato;
- *TV* è il *Terminal Value*;
- *r* è il tasso di attualizzazione.

Successivamente, il *Venture Capitalist* procede con il calcolo della percentuale di partecipazione aziendale necessaria per raggiungere gli obiettivi di rendimento finanziario prefissati per l'investimento.

Questa quota viene determinata in funzione del valore attuale dell'impresa e dell'importo di capitale che il *Venture Capitalist* intende investire, garantendo così che il ritorno atteso sia in linea con il livello di rischio assunto. Operativamente, essa sarà pari al rapporto tra la quota di capitale che si intende investire e il valore finale attualizzato precedentemente calcolato:

$$QF = \frac{I}{VFA}$$

Dove:

- *QF* = quota finale di partecipazione;
- *I* = capitale investito;
- *VFA* = valore finale attualizzato, o *Terminal Value* attualizzato.

Nel contesto delle operazioni di *Venture Capital*, però, è comune che gli investimenti non avvengano in un'unica soluzione ma piuttosto attraverso molteplici *round* di finanziamento distribuiti nel tempo. Questa pratica, che mira a mitigare i rischi, porta inevitabilmente a frequenti cambiamenti nella composizione azionaria dell'impresa.

Di conseguenza, ogni nuovo ingresso di capitale può diluire le quote dei precedenti investitori. Per garantire che le proiezioni di rendimento rimangano accurate, è essenziale per il *Venture Capitalist* calcolare come la propria percentuale di partecipazione varierà da un *round* all'altro fino al momento del disinvestimento. Tale calcolo aiuta a comprendere l'effettivo ritorno sull'investimento, tenendo conto delle possibili diluizioni che possono verificarsi durante la vita del capitale investito nell'impresa e sarà così calcolato:

$$QC = \frac{QF}{VR}$$

Dove:

- QC = quota corrente di partecipazione;
- QF = quota finale di partecipazione;
- VR = variazione percentuale.

2.5 La terza fase: il disinvestimento

La fase più delicata del *Venture Capital Cycle* è quella di *exit*, o disinvestimento.

La fase di uscita rappresenta il culmine del processo di investimento per un *Venture Capitalist* ed è un momento cruciale che determina il successo complessivo dell'operazione. Solo attraverso un disinvestimento efficace e proficuo il *Venture Capitalist* può realizzare il guadagno atteso, che rappresenta la differenza tra il ricavato della dismissione e le somme inizialmente investite⁹⁹. Questo profitto costituisce l'obiettivo finale per l'investitore istituzionale nel capitale di rischio.

Data la struttura giuridica dei fondi di investimento e la natura temporanea della *partnership* con le imprese finanziate, la fase di *exit* è inevitabile. Il *Venture Capitalist* – data la sua natura dinamica ed eminentemente *target-oriented* – opera come *partner* temporaneo, il cui fine è proprio quello di uscire dall'investimento realizzando un *capital gain*, oltre che sostenendo la crescita dell'impresa finanziata e favorendo l'innovazione e la dinamicità della compagine imprenditoriale del Paese.

Secondo Investopedia, “Una strategia di *exit* è un piano di contingenza eseguito da un investitore, trader, venture capital o proprietario di un'azienda per liquidare una posizione in un attivo finanziario o disporre di beni aziendali tangibili una volta che sono stati soddisfatti o superati i criteri predefiniti per uno dei due”¹⁰⁰.

Le alternative per espletare la fase di *exit* sono molteplici e possono essere riassunte nel seguente modo.

L'Offerta Pubblica Iniziale (IPO) – *Initial Public Offering* – rappresenta una delle modalità più significative e complesse, in quanto fa sì che l'impresa finanziata realizzi la quotazione in borsa e renda quindi le sue azioni disponibili per il pubblico di investitori sul mercato.

Tuttavia, l'IPO richiede una pianificazione dettagliata ed un impegno significativo da parte dell'impresa e del *Venture Capitalist* e può comportare costi elevati da sostenere, nonché una maggiore trasparenza e *reporting* finanziario. La presenza di un *Venture Capitalist* come azionista istituzionale può, però, mitigare alcuni dei rischi associati alla quotazione, grazie alle pratiche di *governance* e ai controlli più rigorosi imposti da tale figura durante il periodo di investimento¹⁰¹.

⁹⁹ <https://www.lexebusiness.it/news/guida-completa-al-venture-capital-come-funziona-e-perche-e-importante/>.

¹⁰⁰ <https://www.investopedia.com/>; <https://www.millionaire.it/venture-capital-come-funziona-e-come-attirarlo/>.

¹⁰¹ <https://www.millionaire.it/venture-capital-come-funziona-e-come-attirarlo/>.

Ciò nondimeno, è fondamentale chiarire che l'IPO potrebbe non essere adeguato per tutte le imprese finanziate, specie se ci si riferisce a contesti in cui il mercato dei capitali di rischio non è abbastanza maturo o dove gli impegni monetari e le sfide operative associate alla quotazione siano ritenuti eccessivi. Per tale ragione, la decisione di optare per l'IPO come modalità di *exit* deve essere valutata con particolare cura e attenzione, avuto riguardo alle circostanze dell'impresa specifica e alle strategie di investimento del *Venture Capitalist*.

Il *trade sale* costituisce una seconda alternativa, in verità tra le più diffuse per l'uscita di un investitore dal proprio coinvolgimento in un'impresa finanziata. Questo canale di dismissione riguarda la cessione delle quote della partecipata ad altre imprese, spesso a seguito di trattative private o a processi di asta competitiva.

Rispetto alla quotazione in un mercato regolamentato, la *trade sale* comporta maggiori complessità gestionali; da un lato, l'investitore deve collaborare attivamente con il socio imprenditore per concordare i termini della cessione; dall'altro, il *management* dell'azienda dovrà reinventarsi, adeguandosi alle *policy* del nuovo acquirente.

Le trattative per una *trade sale* possono essere trattative dirette o mediante asta competitiva. Nel primo caso, l'investitore cerca direttamente acquirenti interessati, mentre nell'asta competitiva vengono messi in competizione più potenziali acquirenti per ottenere un prezzo più vantaggioso. Durante il processo, gli acquirenti sottopongono l'azienda a un'attenta *due diligence* per valutare l'investimento.

Una *trade sale* è di norma un'operazione più economica oltre che veloce e consente all'investitore di liquidare immediatamente la sua partecipazione. Tuttavia, tra gli svantaggi riscontrabili, vi è sicuramente l'eventuale opposizione del *management* o del socio imprenditore e la mancanza di *buyers* interessati in alcuni Paesi.

Una terza strategia sempre più diffusa è il cosiddetto *secondary buy out*. In questa modalità di disinvestimento, il *Venture Capitalist* cede la propria partecipazione ad un altro fondo di *Venture Capital* o *Private Equity*¹⁰². Questo scenario è particolarmente rilevante quando le operazioni di *trade sale* risultano difficili da concludere o la quotazione in borsa non è un'opzione realistica.

Le operazioni di *secondary buy out* generalmente assumono due forme principali: la cessione di una quota di minoranza o, più comunemente, la cessione della maggioranza o dell'intero capitale sociale dell'impresa.

Rispetto alle *trade sale*, le operazioni di *secondary buy out* presentano differenze significative. Prima fra tutte, il fatto che solitamente non si tratta di operazioni rivolte ad acquirenti industriali, ma da soggetti non motivati dal perseguimento di obiettivi strategici quali l'acquisizione dell'impresa e, d'altro canto, l'operazione può risultare più macchinosa e serrata tramite inserimento di protezioni contrattuali e garanzie del venditore che non sarebbero presenti in una *trade sale*.

¹⁰² <https://www.lexebusiness.it/news/guida-completa-al-venture-capital-come-funziona-e-perche-e-importante/>.

Infine, in un possibile scenario del tutto opposto rispetto a quelli appena descritti, il *Venture Capitalist* potrebbe vedersi costretto ad optare per una strategia che prevede la cancellazione dall'attivo del proprio bilancio¹⁰³, nei casi in cui il progetto industriale non abbia ottenuto il successo auspicato.

Il *write off*, rappresenta infatti una modalità di disinvestimento utilizzata quando la partecipazione in un'impresa ha perso completamente o parzialmente il suo valore. Questo processo comporta l'azzeramento contabile della partecipazione nel bilancio dell'investitore, determinando di fatto la conclusione dell'investimento.

Sebbene il *write off* non sia considerato una forma tradizionale di *way out* poiché non implica una vendita effettiva della partecipazione, esso rappresenta comunque una strategia di disinvestimento adottata in determinate negative circostanze.

Un'altra opzione di disinvestimento per i *Venture Capitalist* è il riacquisto della loro quota da parte del socio imprenditore, che può esplicarsi o tramite l'uso di un'opzione *put* – che concede al *Venture Capitalist* il diritto di vendere la sua quota al socio imprenditore – o, in alternativa, imponendo al socio imprenditore l'obbligo di acquistare l'intera partecipazione del *Venture Capitalist*.

2.6 Dinamiche ed interazioni tra *Start-Up* e *Venture Capitalist*

Il rapporto tra *Venture Capitalist* e impresa finanziata è intrinsecamente complesso e che solitamente è volto a percorrere una duplice strada, con il fine di orientarne gli obiettivi e le aspettative.

Solitamente, ci si trova di fronte all'impresa in cerca di finanziamenti, la quale mira ad ottenere il capitale necessario per il suo sviluppo e la sua crescita e a sfruttare l'esperienza, le reti di conoscenze e la guida strategica offerte dal *Venture Capitalist* – data l'importanza di quest'ultimo nel fornire supporto finanziario, strategico, di marketing e manageriale, oltre che un rapido e diretto contatto con una fitta rete di fornitori, commercialisti, avvocati e banche di investimento¹⁰⁴.

Dall'altro lato, il *Venture Capitalist* mira a generare un *capital gain* sull'investimento, che sia proporzionato al rischio intrinseco associato agli investimenti in *Start-Up* ed imprese emergenti.

Questa collaborazione, già per sua natura assai diversificata, è soggetta a sfide quotidiane su quanto rappresentato dal problema dell'*agency theory* e dall'asimmetria

¹⁰³ Bottazzi L., Da Rin M., “Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies”, Economic Policy, 2002.

¹⁰⁴ Information Asymmetries, Agency Costs and Venture Capital Exit Outcomes. Venture Capital, An International Journal of Entrepreneurial Finance, Vol. 10, pp. 197-231, 2008.

informativa. L'*agency theory*, nello specifico, si concentra sul rapporto contrattuale tra un *principal* – il *Venture Capitalist* – e un *agent* – l'impresa finanziata, dove *l'agent* è delegato ad agire nell'interesse del *principal* ma potrebbe agire in modo opportunistico per il proprio vantaggio, mettendo a rischio gli interessi del *Venture Capitalist* e la buona riuscita dell'investimento stesso¹⁰⁵.

Per mitigare questi rischi, il processo decisionale nel rapporto descritto prevede la definizione di chiari accordi prestabiliti e obiettivi di crescita, insieme ad un monitoraggio costante per assicurare che l'impresa si attenga a tali accordi e proceda in linea con gli obiettivi concordati.

Nella prassi contrattuale, infatti, gli obblighi che fanno capo alle due parti sono già preventivamente definiti e concordati nel cosiddetto *termsheet*¹⁰⁶, accordo che viene sottoscritto ancor prima del contratto definitivo e che anticipa le condizioni da rispettare che poi saranno contenute nell'accordo finale.

Le richiamate clausole inseribili nel *termsheet* possono essere molteplici e dipendono esclusivamente dalla volontà delle parti di tutelarsi nel processo di crescita economica intrapreso.

Tra queste si ricordano le principali¹⁰⁷:

- Clausole economiche, con riguardo all'ammontare dell'investimento, alla valutazione della *Start-Up pre-money* e *post-money*¹⁰⁸ e del tipo di strumento finanziario;
- Clausola di *Lock-Up*, facente parte della categoria di clausole di investimento ed *exit*, la quale fa sì che i soci della *Start-Up* non possano cedere le quote per un periodo di tempo prestabilito;
- Clausola di Prima Offerta, la quale concede una sorta di diritto di prelazione degli altri soci rispetto a soggetti esterni in caso di cessione di quote;
- Clausola di *Liquidation Preference* che concede il diritto di prelazione ai *Venture Capitalist* in caso di liquidazione o vendita della *Start-Up*;
- Clausola *antidilution* che protegge le quote in caso di emissioni future di azioni a prezzi inferiori;
- Clausole *Drag-Along* e *Tag-Along* che, rispettivamente, permettono alla maggioranza degli azionisti di forzare la vendita dell'intera società e permettono di vendere le azioni degli azionisti di minoranza alle stesse condizioni degli azionisti di maggioranza;
- Clausola *pay-to-pay*, la quale consente alla *Start-Up* di ridurre le quote del *Venture Capitalist* nel caso in cui questi non dovesse intervenire nei futuri *round* di investimento;

¹⁰⁵ MC Jensen, "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 1976.

¹⁰⁶ <https://ntplusdiritto.ilsole24ore.com/art/series-termsheet-guida-redazione-clausole-e-condizioni-l-avvio-una-startup-AF3chTnC>.

¹⁰⁷ *Ibidem*; <https://capitalventureconsulting.com/clausole-di-investimento-per-startup/>.

¹⁰⁸ Valutazione dell'impresa prima e dopo l'investimento del *Venture Capitalist*.

- Clausola di informativa, che permette ai *Venture Capitalist* di ottenere informazioni dettagliate e periodicamente aggiornate sull'azienda, al fine di orientare al meglio le scelte strategiche di investimento.

Punto saldo nel rapporto tra *Venture Capitalist* e *Start-Up* resta però l'apertura e la trasparenza nel dialogo tra le parti. È proprio attraverso l'impegno reciproco ed una costante comunicazione aperta che si possono superare le sfide dell'asimmetria informativa e costruire una relazione proficua sul piano economico-imprenditoriale.

In ultima analisi, l'obiettivo comune da non perdere di vista deve essere quello di ottenere una crescita sostenibile dell'impresa, che consenta di realizzare una *exit strategy* profittevole per il *Venture Capitalist*. Le parti coinvolte devono considerare l'accordo sottoscritto come una cooperazione strategica, mirata al raggiungimento di obiettivi multipli che apportino vantaggi sia monetari che di prestigio agli operatori coinvolti. Solo in questo modo sarà possibile creare un sistema economico dinamico e competitivo, in cui tutte le parti guardino nella stessa direzione e lavorino mossi dallo stesso spirito.

CAPITOLO 3 – IL CASO CDP VENTURE CAPITAL

3.1 CDP Venture Capital Sgr

Cassa Depositi e Prestiti (CDP) è un'istituzione finanziaria e monetaria¹⁰⁹ pubblica italiana, istituita nel 1850 dal Parlamento del Regno di Sardegna e che opera sotto la supervisione del Ministero dell'Economia e delle Finanze, il quale detiene la maggioranza delle quote di partecipazione¹¹⁰.

A seguire, una breve illustrazione grafica atta a rappresentare le quote di partecipazione di CDP.

Figura 9: Distribuzione azionaria della società



Fonte: <https://www.cdp.it>.

Dall'unificazione dell'Italia, passando per ogni tappa evolutiva della storia del Paese, CDP ha da sempre accompagnato l'Italia offrendo un incisivo sostegno allo sviluppo economico del Paese, indirizzandone le sorti verso forme di progresso scientifico e sociale.

Oggi, la Società riveste un ruolo preminente nella promozione dello sviluppo economico del Paese, canalizzando risorse finanziarie a lungo termine per progetti strategici che abbracciano svariati settori chiave quali infrastrutture, innovazione, ambiente e il sociale.

In qualità di mediatore tra il pubblico e il privato, CDP agevola investimenti di rilievo che, senza il proprio apporto, sarebbero complessi da realizzare, fungendo da catalizzatore dei capitali raccolti tramite depositi, prestiti ed altre fonti finanziarie. I fondi vengono poi allocati per sostenere progetti infrastrutturali cruciali per il

¹⁰⁹ Così definita dall'Unione Europea nel 2006.

¹¹⁰ <https://www.cdp.it>.

mantenimento del progresso economico e per favorire la crescita delle realtà economiche presenti sul territorio nazionale.

Un'opera, quella di CDP, che si distingue altresì per la promozione dell'innovazione e dello sviluppo tecnologico, mediante l'erogazione di finanziamenti mirati a imprese emergenti e *Start-Up*. Tale impegno contribuisce in maniera tangibile alla competitività del Paese.

Il fulcro della missione di CDP è dunque rivolto al progresso e alla crescita sostenibile dell'Italia, con un costante impegno a garantire la stabilità finanziaria e la sicurezza degli investimenti nel panorama economico nazionale e con un contributo offerto assolutamente rilevante nel raggiungimento dei 17 obiettivi di Sviluppo Sostenibile dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite.

Poste tali premesse, non resta che addentrarsi nel ruolo di CDP *Venture Capital*, nato in seno al gruppo Cassa Depositi e Prestiti, costituente *core* del presente elaborato.

Il Fondo Nazionale Innovazione (FNI) – CDP *Venture Capital* SGR è un'iniziativa del piano industriale 2019 – 2021 di CDP, promossa dall'allora Ministro dello sviluppo economico Luigi Di Maio e finalizzata a sostenere il mercato del *Venture Capital* in Italia.

La società di gestione del risparmio è partecipata al 70% da CDP *Private Equity* e al 30% da Invitalia¹¹¹, con l'obiettivo di incentivare la crescita e lo sviluppo delle start-up innovative e ne rappresenta il maggiore gestore a livello nazionale.

CDP *Venture Capital* SGR fornisce capitale e risorse attraverso una combinazione di investimenti diretti e indiretti e collabora con una rete di partner specializzati, tra cui fondi di investimento e altri attori del settore. Questi partner apportano competenze, esperienza e network, fondamentali per individuare e sostenere le Start-Up più promettenti e con l'obiettivo di “costruire l'Italia del domani”¹¹².

Supportando finanziariamente le *Start-Up*, CDP *Venture Capital* promuove l'innovazione e lo sviluppo di nuove tecnologie e soluzioni, favorisce la creazione di posti di lavoro e stimola l'economia, contribuendo alla competitività del Paese nello scenario internazionale.

Inoltre, un mercato del *Venture Capital* dinamico può attrarre investimenti sia nazionali che internazionali, aumentando le risorse disponibili per le start-up italiane.

¹¹¹ Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo d'impresa, di proprietà del Ministero dell'Economia.

¹¹² <https://www.cdpventurecapital.it/>.

Mutuando l'imprinting generale di Cassa Depositi e Prestiti, anche CDP *Venture Capital* opera in un'ottica di perfetta armonia ed integrazione con le varie politiche di investimento sostenibile sviluppatesi negli ultimi anni, in un'osmosi sapientemente ricamate nel tessuto economico e sociale nazionale.

Per far sì che ciò avvenga, occorre attribuire grande importanza ai fattori ambientali, sociali e di governance; infatti, la società orienta le sue operazioni verso una responsabilità ESG per sfruttare opportunità di investimento, generare valore economico e finanziario e attrarre talenti di alto livello.

In quest'ottica, CDP *Venture Capital* fa propri i *Sustainable Development Goals* – SDG – e, in particolare, l'8 ed il 9, riguardanti lavoro dignitoso, crescita economica, imprese, innovazione e infrastrutture. L'allineamento a tali obiettivi è poi soggetto a periodiche verificazioni tramite lo strumento *ESG Screening and Due Diligence Tool*¹¹³, fondamentale per l'integrazione dei principi ESG nelle decisioni di investimento di CDP *Venture Capital* SGR e nel supporto alla gestione responsabile del portafoglio.

Attualmente, CDP *Venture Capital* Sgr opera tramite 13 fondi operativi diretti ed indiretti – cioè fondi di fondi – e, nello specifico, questi sono¹¹⁴:

- Fondo Acceleratori
- Fondo *Boost Innovation*
- Fondo *Corporate Partners I*
- FOF *Venture Italy*
- FoF Internazionale
- Fondo Evoluzione
- *Large Ventures*
- Fondo Rilancio Startup
- Fondo *Technology Transfer*
- Fondo *Italia Venture I*
- Fondo *Italia Venture II*
- Fondo *Green Transition*
- Fondo *Digital Transition*

Tali fondi rappresentano il vero e proprio motore tramite cui CDP *Venture Capital* dà impulso alle attività strategiche nei più disparati ambiti, a partire dai sistemi di fonti di energia rinnovabili, fino all'implemento di tecnologie innovative e intelligenze artificiali.

Non è un caso che in questi primissimi anni di attività della società di gestione in questione le iniziative sono state molteplici e i risultati largamente apprezzati, tanto da prefigurare l'inizio di un nuovo capitolo della storia economica del Paese, in cui questa

¹¹³ <https://www.cdpventurecapital.it/>.

¹¹⁴ *Ibidem*.

nuova e versatile forma di finanziamento pubblico rappresenta la chiave di volta per la realizzazione di un quadro economico-sociale competitivo ed efficiente, all’insegna di nuove direttrici: sostenibilità e innovazione.

3.1 Fondo *Green Transition*

Sotto l’egida della *sustainability*, il fondo *Green Transition* gestito da CDP *Venture Capital* si impone nel panorama economico-imprenditoriale italiano come il pioniere di una profonda “rivoluzione *green*”, dimostrando una pronta risposta alle sfide climatiche ed ambientali dei tempi correnti, di fronte alle quali non si può più restare inermi.

Il fondo in questione è di tipo mobiliare chiuso e, nello specifico, si propone di attuare gli interventi previsti dall’investimento 5.4 della missione 2 del PNRR – Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza.

La suddetta missione 2 è denominata “Rivoluzione verde e Transizione ecologica”, proprio a sottolineare l’impegno proattivo al sostegno per PMI *green* e *Start-Up*, risorse chiave per avviare e completare un processo di crescita invero da tempo annunciato.

La nuova spinta alla promozione della biodiversità e circolarità dell’economia, viene promossa soprattutto dal Ministero dell’Ambiente e della Sicurezza Energetica e si articola in 4 componenti, le cui rispettive strategie di investimento sono rivolte a vari settori/obiettivi da sostenere, tra cui: agricoltura sostenibile ed economia circolare, energia rinnovabile, idrogeno, rete e mobilità sostenibile, efficienza energetica e riqualificazione degli edifici, tutela del territorio e della risorsa idrica¹¹⁵.

Ognuna delle quattro componenti, poi, contiene le rispettive specifiche per quanto concerne strutture, procedure, strumenti ed obiettivi da impiegare e da raggiungere, per continuare a stimolare l’efficienza economica e la competitività del Paese.

Accanto agli obiettivi ed alle indicazioni procedurali per raggiungerli, viene fornito anche un consistente contributo economico e, per l’investimento 5.4 disciplinato dal Decreto del MiSE¹¹⁶, l’iniziativa *NextGeneration* EU ha previsto un apporto di risorse finanziarie pari a 250 milioni di euro¹¹⁷ per il “supporto a *Start-Up* e *Venture Capital* attivi nella transizione ecologica”¹¹⁸.

3.1.1 Strategie di investimento

¹¹⁵ <https://www.mase.gov.it/pagina/missione-2-m2-rivoluzione-verde-e-transizione-ecologica>.

¹¹⁶ Ministero dello sviluppo economico.

¹¹⁷ <https://www.fondazionevilupposostenibile.org/per-startup-e-pmi-green-ecco-green-transition-fund-il-fondo-di-cdp-venture-capital/>.

¹¹⁸ <https://www.mimit.gov.it/it/pnrr/progetti-pnrr/pnrr-supporto-a-start-up-e-venture-capital-attivi-nella-transizione-ecologica>.

Il Fondo *Green Transition*, come di consueto, opera tramite investimenti diretti e/o indiretti ed ha l'obiettivo di attivare progetti innovativi ed ecologici entro il 2026.

I progetti da finanziarie saranno ovviamente analizzati e scelti sulla base del tipico processo di selezione attivato dai fondi di *Venture Capital* e descritto nei capitoli precedenti.

A seguire, vengono forniti alcuni tratti salienti del seguente fondo, allo scopo di delinearne con chiarezza i caratteri distintivi.

La dotazione del fondo è di matrice comunitaria, giacché affonda le radici nel *Next Generation EU* (detto anche *Recovery Fund* o *Recovery Plan*), piano di aiuti varato dal Consiglio Europeo nel luglio 2020 per far fronte ai danni economici subiti dagli Stati membri per via della pandemia da Covid-19 e pietra angolare del “nuovo corso” di matrice *green* varato in seno all'Unione.

Il dna *green* caratterizza pertanto il *Green Transition Fund*, operante nell'ambito degli interventi previsti dalla missione 2 - Transizione ecologica del PNRR, ma connota anche le *Start-Up* che richiedono di accedervi.

Il fondo in esame che, caratterizzato dalla spiccata vocazione *green* (che lo distingue da altre iniziative di CDP *Venture Capital SGR*, per le quali, si rinvia al paragrafo 3.1) ha una dotazione di 250 milioni complessivi, stanziati dalle Istituzioni europee; grazie a tale dotazione, piccole e medie imprese italiane – selezionate secondo i processi ormai noti – potranno accedere a stanziamenti diretti e indiretti di alto valore, nonché avere accesso a connessioni strategiche e godere di visibilità sul mercato.

Più in dettaglio, le opportunità d'investimento – c.d. *ticket* di investimento – prevedono importi tra 1 e 15 milioni di euro (diretti) o tra 1 e 20 milioni (indiretti) e si caratterizzano per un notevole potenziale di crescita e scalabilità.

Se la *mission* dichiarata è incoraggiare e rinfoltire la crescita di un ecosistema di innovazione nei settori della transizione ecologica tramite investimenti di *Venture Capital* diretti e indiretti, *target* non possono che essere imprese (essenzialmente neo-costituite) operanti nel settore delle tecnologie verdi, con attenzione a promuovere la transizione ecologica in ambiti quali l'utilizzo di energie rinnovabili, l'economia circolare, la mobilità sostenibile, l'efficienza energetica, la gestione dei rifiuti e lo stoccaggio di energia, tra gli altri¹¹⁹.

Alcune ulteriori specificazioni si forniscono sulle imprese *target*. In ragione della finalità del fondo – soprattutto se valutata in relazione alla matrice europeistica da cui promana – esse comprendono *Start-Up* e PMI con un alto potenziale di crescita,

¹¹⁹ <https://osservatoriosharingmobility.it/250-milioni-dal-fondo-green-transition-di-cdp-per-la-transizione-ecologica/>.

operanti nei settori già elencati. Sono considerate idonee anche le *Start-Up* e PMI nate da scissioni o cessioni aziendali da grandi imprese, o con investimenti di grandi o medie imprese a partire da febbraio 2020.

Viepiù che il fondo accoglie anche le imprese *holding* che soddisfano determinati requisiti e operano in Italia.

Inoltre, per garantire il rispetto del principio “*Do No Significant Harm*” nell’ambito ambientale, verranno valutati solo i progetti conformi alle normative dell’UE e nazionali¹²⁰.

Ulteriore elemento di primaria importanza e – invero – esplicativo della *mission* sopra enucleata, il fatto che tali investimenti devono contribuire al 100% al raggiungimento dell’“obiettivo climatico” seguendo le linee guida stabilite dall’Unione Europea (noto anche come “*tagging ambientale*”)¹²¹.

3.2 Case study: Energy Dome

L'esempio di *Energy Dome* è ritenuto di tutta evidenza per dare plastica dimostrazione del *Venture Capital*. Come ampiamente argomentato nel corso del presente elaborato, tali forme di finanziamento prediligono quale destinatario le *Start-Up* coinvolte in settori innovativi, primo fra tutti quello della transizione ecologica.

“*Energy Dome*” (lett. “Cupola di energia”), è una Società per Azioni con centro operativo a Milano, fondata nel febbraio 2020 – qualche giorno prima del tristemente noto *lockdown*, cagionato dall’emergenza pandemica del Covid – 19; nella sostanza, è da identificarsi in una *Start-Up* innovativa che ha intuito le potenzialità della CO₂, grazie alle proprietà della quale è riuscita a brevettare e registrare un processo all’avanguardia di accumulo di energie in grande quantità e su larga scala, denominato “*CO₂ battery*” e divenuto oramai famoso.

A lanciare il “marchio”, Claudio Spadacini, ingegnere meccanico originario di Verbania con esperienza più che ventennale nel settore energetico – strizzando sempre l’occhio alle forme rinnovabili e a “costo zero” – oggi CEO della società e uomo-chiave nelle scelte imprenditoriali.

Come fatto cenno, Spadacini non è nuovo a trovate geniali in fatto di rinnovabili, tanto da guadagnarsi l’appellativo di “innovatore seriale”¹²².

¹²⁰ <https://osservatoriosharingmobility.it/250-milioni-dal-fondo-green-transition-di-cdp-per-la-transizione-ecologica/>.

¹²¹ <https://osservatoriosharingmobility.it/250-milioni-dal-fondo-green-transition-di-cdp-per-la-transizione-ecologica/>.

¹²² <https://forbes.it/2023/02/23/tecnologia-energy-dome-trasforma-co2-alleata/>.

Ancora giovanissimo, fonda nel 2008 Sebigas, società italiana leader nella progettazione, costruzione e gestione di impianti di biogas in tutto il mondo, con un *panel* di 84 impianti e un *track record* medio di 8.600 ore di funzionamento annuo alla massima potenza.

Nel 2009 è la volta della fondazione di *Exergy*, sempre con sede nel Varesotto, impegnata nello sviluppo e installazione di impianti geotermici, con turbina a deflusso radiale e usata per la creazione di energia termodinamica.

Premessi tali cenni, in questa sezione dell'elaborato si vuole ora proporre la cronostoria (invero, assai recente) della realtà societaria in menzione, ritenuta a più riprese esempio calzante delle casistiche discusse.

Lo sviluppo temporale di *Energy Dome* sarà osservato facendo riferimento a due distinti orizzonti: in prima analisi, saranno ivi riportate le principali tappe imprenditoriali, ritenute impiego delle competenze, del *know-how* e delle risorse finanziarie; il secondo *step* - maggiormente attinente la materia di analisi - vedrà una discussione delle "tappe" - per così dire - finanziarie, afferenti i momenti di raccolta di capitale.

L'intreccio di tali linee temporali, oltre che logico su un piano economico-aziendalistico, è ulteriormente esplicativo della finalità di fondo sottesa al *Venture Capital*, ossia quella di irrobustire realtà imprenditoriali emergenti, operanti in settori innovativi e al contempo ritenuti strategici (*i.e.* la transizione energetica verso le energie rinnovabili), fornendo loro gli strumenti per attrarre interesse, acquisire primarie forme di impiego del capitale e, vieppiù, consolidare un ruolo sempre più baricentrico nel mercato di riferimento. Circostanze, queste, tutte riscontrabili in *Energy Dome*.

3.2.1 Storia imprenditoriale

Quanto al primo punto di osservazione, l'esordio imprenditoriale di *Energy Dome* avviene qualche mese dopo la fondazione, con l'avviamento in Sardegna del primo impianto *CO2 Battery*, testato da una società di ingegneria indipendente, *Fichtner Consulting Engineers Ltd*¹²³.

Come si legge in una nota pubblicata sul sito proprio della società britannica¹²⁴, dopo preliminari test di valutazione e *performance*, l'impianto è entrato a pieno regime a fine estate 2020. Oggi l'impianto in questione è attivo sul mercato energetico nazionale con risultati di assoluta rilevanza.

¹²³ <https://forbes.it/2023/02/23/tecnologia-energy-dome-trasforma-co2-alleata/>.

¹²⁴ <https://fichtner.co.uk/blog/2022/08/27/press-release-fichtner-supports-energy-domes-co2-battery-demo-plant/>.

La scelta geografica (Ottana, in provincia di Nuoro) non è casuale, ma è dipesa dalle caratteristiche meteorologiche della zona, caratterizzata da un clima ventoso e una frequentissima esposizione al sole¹²⁵. L'impianto ha una capacità di 4 MWhn, con una potenza di 2,5 MW.

La piena aderenza del brevetto ai canoni di transizione energetica verso la sostenibilità e le energie rinnovabili non è passata inosservata. Il perfetto incasellamento negli SDG dell'Agenda 2030 dell'ONU (magari qua metti nota) e, ancora, nel *Green Deal* verso cui si muove l'Unione Europea, hanno fatto sì che il Consiglio europeo per l'innovazione (CEI) varasse in suo favore un finanziamento da 17,5 milioni di euro – il maggior importo mai stanziato dal programma.

Energy Dome è stata selezionata tramite un processo estremamente competitivo tra le oltre 1.000 aziende che hanno presentato una domanda completa.

Come vedremo al paragrafo successivo, strettamente afferenti le fonti di finanziamento, L'EIC *Fund* si affianca ad altri investitori strategici del calibro di *Barclays*, *360 Capital*, *CDP Venture Capital SGR* e *Novum Capital Partners*, che complessivamente hanno investito in *Energy Dome* 25 milioni di dollari USA, per finanziare la crescita dell'azienda nella sua missione: rendere possibile la transizione energetica.

È nel 2022 che *Energy Dome* avvia un processo di consolidamento ed preliminare sviluppo. Al brevetto, il merito – sempre più riconosciuto – di aver realizzato finalmente la decarbonizzazione della produzione dell'energia elettrica, con una soluzione reale, innovativa ma soprattutto *low-cost*.

Ad accorgersene anzitutto sono gli spettatori nazionali, che cominciano a riconoscere alla *Start-Up* il ruolo di *player* strategico nel settore. Ne è testimonianza l'attribuzione del prestigioso Premio Ecomondo 2022 per lo Sviluppo Sostenibile, nella categoria “*Start-Up* per il clima”.

Giunto alla sua dodicesima edizione, il premio Ecomondo è stato assegnato in occasione dell'annuale *Green Technology Expo*, fiera leader in Europa dedicata all'innovazione tecnologica e industriale tenutasi dall'8 all'11 novembre 2022 a Rimini, in Italia. Ecomondo è supportato dalla Commissione Europea e dal Ministero Italiano della Transizione Ecologica.

L'anno di consacrazione è però stato il 2023, caratterizzato dal raggiungimento di importanti accordi commerciali e una ulteriore espansione geografica degli impianti. Se il 2022 ha visto una crescita dell'organico nella misura del 250%, la *key-word* per il 2023 di *Energy Dome* è l'internazionalizzazione, per via di una incessante attività di

¹²⁵ <https://www.economyup.it/startup/energy-dome-la-startup-che-usa-la-co2-per-lo-stoccaggio-dellenergia-rinnovabile/>.

promozione all'estero della propria attività, mediante la partecipazione a *meeting* internazionali di grande fama (tra gli altri, *India Energy Week*, *Intersolar North America*, *POWERGEN*, l'*Energy Storage Summit* di Londra, il *McKinsey German Green Business Building Summit* di Berlino e l'*Intersolar Middle East* di Dubai)¹²⁶.

Sul piano nazionale, *turning point* nella recentissima storia di *Energy Dome* è la stipula di un accordo commerciale con il *resident partner* A2A, società *leader* nel settore energetico italiano e altresì interessata al perseguimento di iniziative sostenibili.

Come si legge in una nota sul sito ufficiale di A2A¹²⁷, la stipula di detto accordo rientra nelle strategie di CVC perseguite dall'azienda, parte integrante di un virtuoso processo – avviato nel 2017 – di generazione e gestione dell'innovazione, all'insegna della sostenibilità e dell'economia circolare, e basato sulla cooperazione di vari *agent* – tra cui *hub* di ricerca, *Start-Up* e, appunto, fondi di *Venture Capital*.

I motivi alla base della collaborazione che, nella specie, ha ad oggetto la realizzazione di un primo impianto da 20MW-5h, sono esplicitati con chiarezza dalla società, che così riporta: “In un contesto caratterizzato da una sempre maggiore attenzione al tema del cambiamento climatico e degli impatti che esso può generare sul Pianeta e sulle comunità, dare vita a un'economia sempre più sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale - compiendo la cosiddetta transizione ecologica - è diventato per noi prioritario. Per questo, crediamo molto nella soluzione proposta dalla startup. La CO₂ *Battery* potrà, infatti, consentire un maggiore utilizzo di energia rinnovabile nel mix energetico e - parallelamente - soddisfare la crescente necessità di stoccaggio di energia indispensabile nei sistemi elettrici ad elevata penetrazione di rinnovabili, contribuendo alla transizione ecologica”¹²⁸.

Sempre nel 2023 si colloca la stipula di un altro importante accordo commerciale, questa volta con cui Ansaldo Energia S.p.a. ha ottenuto la licenza del brevetto di *Energy Dome* al fine di commercializzare la tecnologia in mercati chiave dove l'azienda è protagonista da lustri (es. Germania e Medio Oriente)¹²⁹.

3.2.2 Storia finanziaria

Si affronta in questa sede l'aspetto relativo al finanziamento dell'esperienza imprenditoriale, dimostrativa – appunto – della sua essenziale natura di *Venture Capital*.

¹²⁶ <https://www.economyup.it/startup/energy-dome-la-startup-che-usa-la-co2-per-lo-stoccaggio-dellenergia-rinnovabile/>.

¹²⁷ <https://www.gruppoa2a.it/it/progetti/innovazione/energy-dome>.

¹²⁸ *Ibidem*.

¹²⁹ <https://www.ansaldoenergia.com/it/media-center/comunicati-stampa/detail-press-releases/agreement-between-ansaldo-energia-and-energy-dome-for-innovative-energy-storage-solutions>.

Per il modo in cui ha offerto soluzioni pratiche e reali all’urgenza del cambiamento climatico, il brevetto ha suscitato interesse a livello nazionale e mondiale, attirando i finanziamenti necessari allo sviluppo, espansione e consolidamento.

Sono individuabili due distinti *round* di finanziamento. Il primo, conclusosi nel novembre del 2021, ha visto la raccolta di ben 25 milioni di dollari provenienti da investitori eterogenei: 360 *Capital*, *Barclays*, *Novum Capital Partner* (*family office* svizzero già azionista di *Energy Dome*) e, primo fra tutti, *CDP Venture Capital* che vi ha preso parte con il proprio “Fondo Evoluzione”.

Il citato Ente nazionale si è rivelato essere *partner* strategico anche nel secondo *round* di finanziamenti (detto “di serie B”), la cui fine previsione era collocata ad aprile 2021 per un totale di 40 milioni, fine poi prorogata al luglio dello stesso anno – con innalzamento dell’importo di finanziamenti a 55 milioni di Euro – 60 USD.

Questa operazione segna per CDP l’avvio del suo *Green Transition Fund*, avente lo scopo di adoperare le risorse stanziare dall’UE attraverso l’iniziativa *NextGeneration EU* per stimolare la crescita di un ecosistema di innovazione nei settori della transizione verde.

Tra il primo e il secondo round, si ribadisce l’intervento comunitario, con lo stanziamento di 17,5 milioni di euro dall’acceleratore dello *European Innovation Council*, programma di finanziamento europeo per identificare, finanziare e sviluppare innovazioni rivoluzionarie in aree strategiche, tra cui l’accumulo di energia.

La prima *tranche* da 40 milioni di euro del round di Serie B si è conclusa nell'aprile 2023 ed è stata co-guidata da *Eni Next*, la divisione *Corporate Venture Capital* di Eni, e *Neva SGR*, la divisione *Venture Capital* di Intesa Sanpaolo¹³⁰.

Gli altri investitori che hanno contribuito nel primo round sono stati *Japan Energy Fund*, *Barclays' Sustainable Impact Capital*, *Gruppo Brixia ed Elemental Exceleator*. I nuovi investitori nella seconda *tranche* del round di Serie B includono: *Innovation Development Oman Investments*, la divisione *Venture Capital* dell'*Oman Investment Authority*, il fondo sovrano del Sultanato dell'*Oman*, *Vopak Ventures*, la divisione *corporate Venture Capital* della società *leader* a livello mondiale nello stoccaggio in serbatoi, *Royal Vopak* ed infine investitori rappresentati da *Sagana*, una società di consulenza su investimenti d’impatto incentrati sul benessere umano e planetario¹³¹.

L’iniziativa tutta italiana è stata una dei primi progetti sostenuti dal Partenariato UE-*Catalyst* – che comprende BEI¹³², Commissione Europea e *Breakthrough Energy*

¹³⁰ <https://polihub.it/news-it/energy-dome-55-milioni-serie-b/>.

¹³¹ https://www.cdpventurecapital.it/cdp-venture-capital/it/dettaglio_comunicato.page?contentId=COM3214.

¹³² Banca europea per gli investimenti.

Venture, il fondo di investimento capitanato da *Bill Gates* per sostenere i progetti innovativi delle realtà imprenditoriali emergenti con matrice *green*.

3.2.3 Come funziona *Energy Dome*

Affrancandoci da ogni pretesa di esaustività scientifica, si ritiene opportuno anteporre alle successive argomentazioni una sintetica illustrazione del funzionamento del brevetto industriale. Sul punto, ci si limita a sottolineare ancora una volta come la bontà imprenditoriale – e, invero, scientifica – della soluzione ideata e poi registrata, sia caratterizzata da assoluta proficuità e, pertanto, foriera di un efficiente impiego in termini di *Venture Capital*.

Venendo al tema, Claudio Spadacini con la sua *Energy Dome* ha dato vita a un sistema innovativo che permette di accumulare energia in modo economico e ad alta efficienza. Questo sistema permetterà di rendere la produzione da fonti rinnovabili programmabile, consentendo finalmente alle fonti rinnovabili di diventare sostitute delle fonti fossili e porre le basi per un sistema energetico sostenibile.

Alla base, un diverso modo di concepire la CO₂, che, come racconta lo stesso Spadacini “da nemico da combattere diventa fluido di lavoro perfetto per stoccare energia”¹³³, col fine ultimo di potenziare l’utilizzo delle energie rinnovabili, riducendo la dipendenza da combustibili fossili in funzione della transizione energetica e sviluppando una “nuova via”, a costi competitivi e performance difficilmente pareggiabili.

Energy Dome ha sviluppato un vero e proprio magazzino, nel quale vengono stoccate le energie rinnovabili prodotte in eccesso – si pensi, intuitivamente, all’energia rinnovabile prodotta dal sole mediante pannelli fotovoltaici in periodi di massima esposizione come notoriamente è l’estate – per utilizzarle all’occorrenza (suffragando l’esempio di prima, per usarla in inverno).

Un’idea apparentemente lineare, resa possibile grazie all’intuizione geniale di sviluppare la CO₂ mediante un brevetto a basso costo che sta facendo ingelosire, a livello commerciale, numerose realtà al di fuori dei confini nazionali e comunitari.

La batteria sviluppata dalla *Start-Up* è un sistema di accumulo termodinamico. In fase di carica, il sistema è in grado di assorbire l’energia elettrica dalla fonte – sia essa la rete elettrica, o un parco eolico o solare – per comprimere la CO₂ contenuta all’interno di una “cupola” (o *dome*) a temperatura e pressione ambiente¹³⁴. L’anidride carbonica viene stoccata all’interno della cupola allo stato liquido e il calore generato dalla compressione viene immagazzinato.

¹³³ <https://forbes.it/2023/02/23/tecnologia-energy-dome-trasforma-co2-alleata/>.

¹³⁴ <https://www.economyup.it/startup/energy-dome-la-startup-che-usa-la-co2-per-lo-stoccaggio-dellenergia-rinnovabile/>.

Il calore servirà poi, in fase di scarica, per far evaporare la CO₂ e azionare una turbina che produce energia elettrica. Il sistema si interfaccia direttamente con la rete elettrica, prendendo energia quando è in eccesso o a basso costo e restituirla quando ce n'è bisogno.

La batteria è caratterizzata da un'alta efficienza – restituisce alla rete elettrica il 75% dell'energia stoccata – e ha una vita utile di circa 30 anni. L'interesse che la tecnologia ha riscosso a livello mondiale deriva dai tanti vantaggi di questa tecnologia, tra cui proprio la sostenibilità di tutto il ciclo di vita della batteria, a partire dalle fasi di realizzazione.

La batteria è infatti realizzata in acciaio (che può essere infinitamente riciclato), mentre l'acqua è richiesta unicamente nella fase di riempimento del serbatoio e non è necessario aggiungerne altra per il funzionamento della batteria. Anche la CO₂, in piccola quantità, viene utilizzata unicamente nella fase iniziale di carica della batteria.

L'innovativo strumento ideato permette non soltanto di raggiungere vantaggi di costo – dato che, il costo per il sistema di accumulo non dovrebbe superare i 180 euro per chilowattora, che corrisponde alla metà di un normale impianto di accumulo – ma anche di implementare un sistema altamente efficiente in termini di sostenibilità economica¹³⁵.

Riportando le parole del CEO Spadacini, il brevetto “funziona come un sistema a pompaggio idroelettrico che non necessita di dislivelli di quota. (...) In fase di scarica, il calore precedentemente immagazzinato viene ceduto dalla CO₂ e durante il suo passaggio nell'unità di accumulo termico (Tes¹³⁶) utilizzato per far evaporare la CO₂, che aziona una turbina per la generazione di energia elettrica”¹³⁷.

Per concludere, l'alta efficienza del ciclo (che, come detto, restituisce alla rete il 75% di quanto stoccato) e la vita utile dell'apparato (ritenuta sufficientemente lunga), rendono il brevetto non solo efficiente ma soprattutto appetibile, spiegando i motivi del profondo *appeal* riscosso in giro per il mondo.

In chiave del tutto rivoluzionaria, dunque, *Energy Dome* ha sviluppato un progetto innovativo che permette di trasformare uno dei principali gas serra – responsabili del cambiamento climatico – in una risorsa chiave per risolvere il problema stesso del *global warming*.

Inoltre, il sistema permette di ridurre la dipendenza dall'Asia – è proprio da qui che arriva più del 90% della *supply chain* legata al settore energetico e fotovoltaico – dando invece spazio a forza lavoro e *skills* tutte europee.

¹³⁵ <https://www.economyup.it/startup/energy-dome-la-startup-che-usa-la-co2-per-lo-stoccaggio-dellenergia-rinnovabile/>.

¹³⁶ *Thermal Energy Storage*, stoccaggio di energia termica.

¹³⁷ <https://forbes.it/2023/02/23/tecnologia-energy-dome-trasforma-co2-alleata/>.

Ci si avvia a conclusione, quindi, corroborando tale analisi con i riconoscimenti ricevuti dal sistema-azienda *Energy Dome*, sicuramente esemplificativi dell'ampio successo riscosso.

Tra i premi vinti da *Energy Dome* possiamo ricordare: il Premio Sviluppo Sostenibile 2022 nella categoria *Start-Up* per il clima, il Premio *Bloomberg New Energy Finance* (BNEF) *Pioneers 2022* e il *SET Award 2023* – concorso internazionale per *Start-Up* di tutto il mondo impegnate nei temi della transizione energetica e del cambiamento climatico – per la sezione “*Clean energy and Storage*”¹³⁸.

Un altro riconoscimento significativo è arrivato dall'ingresso della *Start-Up* nella *Cleantech for Europe's Scale-Up Coalition*, sostenuta da *Breakthrough Energy* e fondata da *Bill Gates*. L'iniziativa, lanciata nell'ottobre 2022 punta a scalare e industrializzare le tecnologie per aiutare l'Europa a diventare neutrale dal punto di vista climatico, indipendente dal punto di vista energetico e competitiva.

3.2.4 Prospettive future

È insita nella natura di ogni start-up l'ambizione di puntare sempre più in alto, a nuovi mercati e nuovi obiettivi. Detto assunto è ancor più vero per *Energy Dome*, la cui celebre storia imprenditoriale aspira a ricevere ulteriori apprezzamenti nell'anno in corso e, più in generale, nel breve periodo.

Se gli investimenti più promettenti appaiono essere quelli perfezionati in India e America Latina, il 2024 mira a porre le basi per l'espansione negli Stati Uniti, mercato nel quale appare sempre più prevedibile far breccia.

Per concludere, si ritengono appropriate alcune parole del fondatore Spadacini, ritenute esemplificative della brillantezza delle soluzioni esplicitate ed esplicative dei motivi alla base del successo della *Start-Up*, partendo *in primis* dall'*appeal* sulla clientela: “Offriamo ai nostri clienti flessibilità e qualità senza eguali. Secondo la formula “*Storage-as-a-Service*” sarà possibile stipulare accordi a lungo termine con *Energy Dome*, dove rimarremo i proprietari, finzieremo, costruiremo e gestiremo la CO2 Battery per conto dei clienti stessi. Ciò consentirà loro di disporre di energia continua, pulita e conveniente, molto al di sotto del costo di tecnologie di accumulo basate, ad esempio, su sistemi di pompaggio idrico o che utilizzano il litio”¹³⁹.

3.3 L'impatto nel *Venture Capital* italiano

¹³⁸ <https://www.economyup.it/startup/energy-dome-la-startup-che-usa-la-co2-per-lo-stoccaggio-dellenergia-rinnovabile/>.

¹³⁹ https://www.cdpventurecapital.it/cdp-venture-capital/it/dettaglio_news.page?contentId=NEW3088.

Il presente capitolo ha reso evidente il carattere eminentemente rivoluzionario di CDP *Venture Capital Sgr* nel panorama economico italiano e l'attitudine a porsi come "asse portante dello sviluppo economico e dell'innovazione del Paese"¹⁴⁰, grazie al modo in cui concepisce gli investimenti e per la peculiare tipologia di imprese che finanzia.

I fondi della Sgr sono dotati di un cospicuo patrimonio complessivo – corrispondente ormai a circa 4,2 miliardi di euro – investito in realtà emergenti che mostrano un orientamento verso la transizione ecologica e che si muovono nell'ottica del perseguimento di obiettivi economici generali, volti a conciliare principi ESG, responsabilità sociale ed etica.

L'impegno a voler proseguire lungo la strada della *green economy* è ormai indiscusso, tanto da poter dire che il 100% delle attività supportate da CDP *Venture Capital* sono in linea con i due SDGs maggiormente rilevanti per le *Start-Up* – il numero 8, "Lavoro dignitoso e crescita economica" ed il numero 9, "Innovazione, imprese e infrastrutture"¹⁴¹.

Il lavoro e l'impegno è non soltanto reciproco – tra CDP *Venture Capital* ed imprese finanziate – ma anche incessante e costantemente volto al miglioramento dei processi economico-finanziari e ad un sempre maggiore coinvolgimento attivo della compagine imprenditoriale del Paese, perseguita attraverso *partnership* strategiche con l'ecosistema socio-economico – istituzioni, università, centri di ricerca ed imprese a vario livello.

Il futuro non può che prefigurarsi come sfidante, per via delle iniziative che CDP *Venture Capital* è pronta a cogliere, come dimostrato dal Nuovo Piano Industriale 2024-2028 presentato dalla società.

Il *focus* questa volta si sposta su un altro emergente – ma altrettanto importante – aspetto che impatta a livello sociale ed economico e che necessita di essere non soltanto implementato, per coglierne le opportunità positive, ma anche adeguatamente regolato e sostenuto, per mitigare i rischi ad esso associati.

Nello specifico ci si riferisce all'intelligenza artificiale (AI) e alla Cybersicurezza, per il cui sviluppo sono stati stanziati 8 miliardi di euro e tramite i quali il *Venture Capital* potrà sostenere investimenti trasversali ed intersettoriali; si tratta ad esempio dei settori *Healthcare & Lifescience* per il settore medico, *Fintech & Insurtech* per il settore finanziario e *Mobility, Logistics & Automotive* per il settore automobilistico¹⁴².

Il Piano prevede l'intervento in innumerevoli aspetti del citato settore tecnologico, al fine di implementare una maggiore produttività, automazione delle attività lavorative

¹⁴⁰ Report di sostenibilità 2023 – CDP *Venture Capital Sgr*.

¹⁴¹ *Ibidem*.

¹⁴² *Ibidem*.

ed ulteriore generazione di valore potenziale¹⁴³, il che sottolinea l'imprescindibilità da esso nell'attuale configurazione economico-sociale del Paese.

Insomma, CDP *Venture Capital* SGR si è detta pronta a cogliere ogni sfida che il futuro porrà innanzi all'Italia, con una versatilità tale che nessun nuovo obiettivo possa cogliere impreparato il nostro tessuto socio-economico.

¹⁴³ Memorial CDP *Venture Capital* – indagine conoscitiva sull'Intelligenza Artificiale del 16 febbraio 2024.

CONCLUSIONI

All'esito del percorso condotto nei precedenti paragrafi, si può dire compiuto un percorso teorico sul Venture Capital, da intendersi non già come mera fonte finanziaria – secondo una accezione prettamente aziendalistica – ma come leva politico-istituzionale, capace di influenzare e indirizzare le sorti dello sviluppo socio-economico.

Una sfida, quella che si è cercata di delineare tra le righe dell'elaborato, tanto più avvincente e difficoltosa nell'epoca odierna, caratterizzata dall'urgenza di elaborare soluzioni innovative e a basso costo, soprattutto in temi quali l'ambiente e il fabbisogno energetico.

Assiomi, questi, ben interpretati nel *case-study*, applicazione pratica dell'osmosi pubblico-privata, tutta a sfondo nazionale. La strategia di CDP *Venture Capital*, infatti, anche grazie al cospicuo impulso dato dalle istituzioni, è risultata vincente e continua ad essere architrave di un modello innovativo di sviluppo economico che si può dire ormai pienamente avviato anche in Italia.

Invero, tuttavia, occorre non trascurare un parametro essenziale, che nelle logiche di esegesi teoriche finisce per occupare talvolta un posto in secondo piano. *Target* di tali investimenti, come ribadito, sono le *Start-Up* innovative, individuate all'esito di un selettivo percorso che ne scandaglia la proficuità e bontà delle scelte.

Insomma, da non trascurarsi è l'importanza del capitale umano, del genio imprenditoriale e dell'ambizione personale, tratti che talvolta sono i giovani ad interpretare alla perfezione. Sono appunto le nuove generazioni che devono individuare le sfide dell'epoca odierna, intercettare i bisogni e le urgenze delle società per offrire soluzioni innovative e all'avanguardia, capaci di direzionare l'operato del futuro.

Ed è in queste scelte, apparentemente rischiose, che il partenariato pubblico-privato deve avere il coraggio di investire, non lasciando ai soli giovani la responsabilità del cambiamento.

BIBLIOGRAFIA

- AIFI, PriceWaterhouseCoopers, “Guida pratica al capitale di rischio”, 2000.
- Alvaro S., Annunziata F., “La partecipazione dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi”, in «Quaderni Giuridici CONSOB», n. 17, 2018.
- Alvaro S., Maugeri M., Strampelli F., “Investitori istituzionali, governo societario e codici di *stewardship*”, in Quaderni giuridici, 2019.
- Annunziata F., “Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme”, Milano, Egea, 2017.
- Annunziata F., “Il fondo di *private equity* tra discipline europee e specificità italiane”, in «Analisi Giuridica dell’Economia», 1, 2021.
- Annunziata F., “Il fondo di private equity tra discipline europee e specificità italiane”, in «Analisi Giuridica dell’Economia», 1, 2021.
- Arnone M., Bellavite Pellegrini C., Graziadei F., “Il venture capital per lo sviluppo. Analisi delle economie emergenti”, VP, 2006.
- Corbella S. (a cura di), “Manuale Di Valutazione d’azienda: approfondimenti su profili applicativi e ambiti professionali”, McGraw-Hill Italia, 2020.
- Cumming D., “Information asymmetries, agency costs and Venture Capital exit outcomes. Venture Capital, an international journal of entrepreneurial finance”, Vol. 10, 2008.
- Cumming D., “Venture Capital investment strategies, structures, and policies”, John Wiley and Sons, 2010.
- Damodaran A., “Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation. Issues and Valuation Challenges”, 2009.
- De Luca P., “Debt Level and the Firm Levered Cost of Capital. International Journal of Economics and Financial Issues”, 2017.
- DeChesare B., “Private Equity vs. Venture Capital: What’s The Difference?”, disponibile all’indirizzo “<https://www.mergersandinquisitions.com/private-equity-vs-venture-capital/>”, 2010.
- Di Lazzaro F., Musco G., “Analisi Aziendale: Metodi e Strumenti”, G. Giappichelli, 2021.
- Fernández P., “Company Valuation Methods”, IESE Research Papers. IESE Business School, 2001.

- Gervasoni A., Sattin F. L., “Private Equity e Venture Capital”, Guerini Studio, Milano 2004.
- Gilson RJ, “Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience”, 2003.
- Gompers P., “Venture capital investment cycles: The impact of public markets.” Journal of Financial Economics., vol. 87, no. 1, 2008, disponibile all’indirizzo <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.12.002>.
- Gompers P., Gornall W., Kaplan S.N., “How do venture capitalists make decisions?”, Journal of Financial Economics, Volume 135, 2020.
- Gompers P., Lerner J., “An analysis of compensation in the U.S. Venture Capital partnership”, Journal of Financial Economics, vol. 51, 1999.
- Gompers P., Lerner J., “The Money of Invention: How Venture Capital Creates New Wealth”, Harvard Business School Press, Boston 2001.
- Gompers P., Lerner J., “Venture Capital Cycle”, Cambridge, 2004.
- Gompers P., Lerner J., “The Venture Capital Revolution”, Journal of Economic Perspectives, 2001.
- Guatri L., “La valutazione delle aziende”, Egea, Milano, 2007.
- Jaaskelainen M., “Do networks of financial intermediaries help reduce local bias? Evidence from cross-border venture capital exits.”, Journal of business Venturing, 2014.
- Klingler-Vidra R., “The Venture Capital State: The Silicon Valley Model in East Asia”, Ithaca and London Cornell University Press, 2018.
- Lazonick W., “The New Economy Business Model and the Crisis of U.S. Capitalism”, in Capitalism and Society, 2009.
- LIUC Papers n. 174, Serie Impresa e mercati finanziari 2, Suppl. a luglio 2005.
- Massari M., Zanetti L., “Valutazione. Fondamenti Teorici e Best Practice nel Settore Industriale e Finanziario”, McGraw-Hill, 2008.
- Mishkin, F.S., Eakins S.G., Beccalli E., “Istituzioni e mercati finanziari”, Pearson, 2018.
- Moloney N., “EU Securities and Financial Markets Regulation”, Oxford University Press, 2014.
- Rija M., “Il ruolo del venture capital e del private equity nel capitale di rischio delle imprese: dall’analisi teorica ai risultati di una ricerca empirica”, Franco Angeli, 2012.

Sahlman W.A., “The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations”, in «J Fin Econ», 1990.

Torres J.P., “The Venture Capital Feedback Cycle: A Critical Review and Future Directions.” *Entrepreneurship Research Journal*, vol. 12, no. 1, 2022, disponibile in <https://doi.org/10.1515/erj-2017-0205>.

Zanda G., “La Valutazione Delle Aziende”, G. Giappichelli, 2013.

SITOGRAFIA

<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1418687>

<https://ascheri.co.uk/jersey-le-limited-partnerships/>

<https://capitalventureconsulting.com/clausole-di-investimento-per-startup/>

<https://capitalventureconsulting.com/come-funziona-un-fondo-di-venture-capital/>

<https://capitalventureconsulting.com/come-funziona-un-fondo-di-venture-capital/>

<https://capitalventureconsulting.com/investimenti-per-startup-le-fasi/>

<https://capitalventureconsulting.com/investimenti-per-startup-le-fasi/>

<https://economiepertutti.bancaditalia.it/investire/fci/?dotcache=refresh>

<https://ecquologia.com/la-batteria-a-co2-made-in-italy-di-energy-dome/>

<https://energydome.com/>

<https://ncgovote.org/it/private-equity-vs-venture-capital-qual%C3%A8-la-differenza/>

<https://nvca.org/>

<https://ssrn.com/abstract=1418687>

https://temi.camera.it/leg19DIL/area/19_1_38/agenda-2030.html#:~:text=L'Agenda%202030%20per%20lo,1%20del%2015%20settembre%202015

<https://www.aboutpharma.com/senza-categoria/fondo-nazionale-innovazione-nasce-cdp-venture-capital-sgr-con-un-miliardo-in-dotazione/>

<https://www.aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=C07FZ713Y9RL94q85wp6298UEc5945>

https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/business_wire/2023/09/22/energy-dome-e-il-suo-prodotto-co2-battery-rivoluzioneranno-il-settore-energetico-americano_9f748c27-9e76-4195-ac4e-74b56c1d669e.html

<https://www.bizplace.it/il-ruolo-degli-acceleratori-di-cdp-per-la-crescita-del-vc-in-italia/>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/venture-capital.html#:~:text=Glossario%20finanziario%20%2D%20Venture%20Capital&text>

[=Attivit%C3%A0%20di%20investimento%20istituzionale%20in,un%20elevato%20potenziale%20di%20sviluppo.](#)

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/sgr.htm>

<https://www.caravatipagani.it/news/venture-capital/>

https://www.cdpventurecapital.it/cdp-venture-capital/it/dettaglio_news.page?contentId=NEW2932

https://www.cdpventurecapital.it/cdp-venture-capital/it/dettaglio_comunicato.page?contentId=COM3241

https://www.cdpventurecapital.it/cdp-venture-capital/it/dettaglio_news.page?contentId=NEW3088

https://www.cdpventurecapital.it/cdp-venture-capital/it/fondo_green_transition.page

https://www.cdpventurecapital.it/resources/cms/documents/CDP_VC_ESG_2023.pdf

https://www.cdpventurecapital.it/resources/cms/documents/CS_Piano_industriale_20242028_CDP_Venture_Capital.pdf

https://www.cdpventurecapital.it/resources/cms/documents/CS_Piano_industriale_20242028_CDP_Venture_Capital.pdf

<https://www.comune.verbania.it/Novita/Comunicati-stampa/Energy-Dome-una-storia-di-successo-che-parte-da-Verbania>

<https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/5347>

<https://www.economyup.it/innovazione/cdp-venture-capital-che-cosa-ha-fatto-in-tre-anni-il-fondo-nazionale-innovazione/>

<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2022/05/06/22A02720/sg>

<https://www.gruppoa2a.it/it/progetti/innovazione/energy-dome>

<https://www.investi-re.it/approfondimenti/start-up-e-pmi-innovative/decreto-crescita-2-0/>

<https://www.investopedia.com/ask/answers/020415/what-difference-between-private-equity-and-venture-capital.asp>

<https://www.italiacircolare.it/it-it/green-deal-industrial-plan-i-4-pilastri-ue-per-una-industria-a-zero-emissioni.aspx#:~:text=Il%20Green%20Deal%20Industrial%20Plan,per%20catene%20di%20approvvigionamento%20resilienti>

<https://www.lexebusiness.it/news/guida-completa-al-venture-capital-come-funziona-e-perche-e-importante/>

<https://www.mase.gov.it/pagina/missione-2-m2-rivoluzione-verde-e-transizione-ecologica>

<https://www.millionaire.it/venture-capital-come-funziona-e-come-attirarlo/>

<https://www.mimit.gov.it/index.php/it/pnrr/progetti-pnrr/pnrr-finanziamento-di-start-up>

<https://www.mimit.gov.it/index.php/it/pnrr/progetti-pnrr/pnrr-finanziamento-di-start-up>

<https://www.osservatoriochimica.it/la-batteria-a-co2-made-in-italy-di-energy-dome/>
<https://www.treccani.it/enciclopedia/venture-capital/>

<https://www.wired.it/article/startup-energy-dome-cattura-co2-impianti-2024/>

<https://www.youtube.com/watch?v=MJCHG5kMnNQ>

https://www.youtube.com/watch?v=QXgEwoQ_cm4