



DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

Cattedra di Finanza Aziendale

**Startup e Venture Capital:
Il Processo di Investimento
e il caso Bending Spoons**

Relatore

Prof. Roberto Mazzei

Candidato

Tito Costanza

Matricola 277841

ANNO ACCADEMICO 2024/2025

INDICE

Introduzione.....	4
CAPITOLO 1: CARATTERISTICHE PRINCIPALI E PANORAMA ITALIANO	5
1.1 Principali categorie di investimento	5
1.1.1 Le operazioni di avvio	5
1.1.2 Le Operazioni di Sviluppo.....	7
1.1.3 Le operazioni di Cambiamento.....	8
1.2 Principali operatori attivi nel venture capital	10
1.2.1 Il Venture Capitalists.....	12
1.2.2 Angel Investors	14
1.2.3 Corporate Venture Capital	15
1.2.4 Gli incubatori	17
1.3 Panorama Startup in Italia	18
1.3.1 Regolamentazione	19
1.3.2 Struttura giuridica	21
1.3.3 Mercato italiano	23
CAPITOLO 2: LE FASI DEL PROCESSO DI INVESTIMENTO	26
2.1 Fase di Investimento	26
2.1.1 L'attività di individuazione e valutazione dell'impresa target.....	26
2.1.2 La Definizione del Prezzo	30
2.1.3 Il processo di Due Diligence	32
2.2 La fase di gestione e monitoraggio	33
2.2.1 Il ruolo dell'investitore	33
2.2.2 La Corporate Governance.....	35
2.2.3 Il supporto nella creazione di valore.....	36
2.3 Il Processo di Disinvestimento	38
2.3.1 Tipi di operazioni.....	40
2.3.2 Le strategie di vendita.....	42
CAPITOLO 3: ANALISI DEL CASO BENDING SPOONS	45
3.1 Cos'è Bending Spoons.....	45
3.1.1 Storia e Sviluppo	45
3.1.2 La Governance Aziendale	48
3.1.3 Il Portafoglio prodotti	49
3.2 Modello di Business	51
3.2.1 Strategia di acquisizione	52
3.2.2 L'uso integrato dell'AI	54
3.2.3 Struttura delle fonti di finanziamento	55
3.3 Differenze strategiche con un fondo VC o di PE	58
3.3.1 Le difformità	58
3.3.2 Il caso WeTransfer	59
Conclusione	62
Bibliografia.....	63

Sitografia	66
------------------	----

Introduzione

Negli ultimi decenni, l'innovazione tecnologica e la crescente competitività dei mercati globali hanno profondamente trasformato il tessuto imprenditoriale, rendendo cruciale per le imprese l'accesso a risorse finanziarie adeguate a sostenere la crescita, la ricerca e lo sviluppo di nuovi prodotti e servizi. In questo scenario, il *venture capital* si è affermato come uno degli strumenti più efficaci per favorire la nascita e l'espansione di imprese ad alto potenziale innovativo, offrendo non solo capitale di rischio, ma anche competenze manageriali e un *network* strategico.

Il primo capitolo si propone di esaminare le caratteristiche fondamentali del *venture capital*. Saranno esaminate le principali categorie di investimento, le diverse fasi di finanziamento, dal *seed financing* alle operazioni di *buy out*, e i soggetti che operano nel settore, come *venture capitalists*, *business angel*, *corporate venture capital* e incubatori. Verrà inoltre approfondito il contesto normativo, illustrando l'evoluzione della regolamentazione e le principali dinamiche che hanno caratterizzato il mercato nazionale delle *start-up* e degli investimenti in capitale di rischio negli ultimi anni.

Il secondo capitolo sarà dedicato all'analisi dettagliata delle fasi di un'operazione di *venture capital*, dalla selezione dell'impresa *target* fino alla cosiddetta *exit*. Verranno descritte le modalità di individuazione e valutazione delle *start-up*, i criteri adottati dagli investitori nella scelta dei progetti, i processi di *due diligence*, la definizione del prezzo e la strutturazione dell'investimento. Ampio spazio sarà riservato al ruolo dell'investitore nella gestione e nel monitoraggio delle partecipate, alle strategie di creazione di valore e di gestione del rischio, nonché alle diverse modalità di disinvestimento e alle strategie di vendita adottate per massimizzare il ritorno sull'investimento.

Infine, nell'ultimo capitolo, la tesi si concentrerà sull'analisi di un caso studio incentrato sull'azienda Bending Spoons. Su questa sarà illustrata la storia e lo sviluppo, ormai riconosciuta come un unicorno nel mercato *tech*, illustrando il suo modello di *business*, la *governance* aziendale, la strategia di acquisizione e l'integrazione dell'intelligenza artificiale.

CAPITOLO 1: CARATTERISTICHE PRINCIPALI E PANORAMA ITALIANO

1.1 Principali categorie di investimento

Le imprese, nello sviluppo di qualsiasi attività aziendale, possono incontrare difficoltà legate alla mancanza di risorse. Per sopperire a questo problema, le imprese possono rivolgersi a due tipi di fonti primarie: *equity* e debito. Il finanziamento in *equity* offre rendimenti più elevati a fronte di rischi maggiori, al contrario, il finanziamento tramite debito garantisce un rendimento più sicuro dovuto alla cedola continua, sebbene la remunerazione sia inferiore a causa del minor livello di rischio. Il *venture capital* rappresenta una forma di finanziamento alternativa grazie alla quale *start-up* e piccole medie imprese riescono a reperire risorse e a finanziare il proprio *business*. Tale capitale di rischio proviene da una pluralità di soggetti, tra cui: *business angels*, famiglie, incubatori, investitori istituzionali, investitori pubblici, *crowdfunding*. In riferimento di ciò i finanziamenti vengono segmentati per diversi stadi di sviluppo a cui corrispondono differenti esigenze, tipicamente i finanziamenti di *venture capital* vengono ricondotti alla fase di avvio e di sviluppo, mentre la cosiddetta fase di cambiamento è, invece, associata ad operazioni di acquisizione del pacchetto azionario di maggioranza.

1.1.1 Le operazioni di avvio

Le operazioni di avvio comprendono tutte attività finalizzate a sostenere la nascita e l'avvio di nuove iniziative imprenditoriali, compongono questa categoria le operazioni di *early stage*, in cui rientrano il *seed financing* e lo *start up financing*, e di *later stage venture*. Le operazioni di *early stage* si riferiscono a tutti gli interventi finanziari finalizzati a sostenere la creazione di nuove imprese, sia in fase embrionale che nelle primissime fasi della loro costituzione. Questi investimenti sono generalmente destinati a progetti altamente innovativi. In questo tipo di interventi, i promotori di una nuova iniziativa imprenditoriale necessitano spesso, più che di un semplice apporto di capitali, di un sostegno imprenditoriale e manageriale. Dal lato dell'investitore, invece, ci si attende un rendimento che tenga conto dell'elevata incertezza legata ai risultati potenzialmente ottenibili, della scarsa liquidità degli strumenti sottoscritti e della limitata disponibilità di informazioni, sia qualitative che quantitative, dovuta alla presenza di asimmetrie informative nei mercati finanziari. Generalmente, si parla di *seed financing* quando l'erogazione di capitale avviene nella fase di sperimentazione del prodotto o nella fase iniziale della creazione dell'impresa. In questa fase, gli imprenditori non dispongono

ancora di un prodotto completo e non sono in grado di commercializzarlo per generare ricavi. Il principale obiettivo del *seed financing* è convertire i progetti di ricerca e sviluppo (R&D) in imprese di successo. A causa dell'incertezza legata ai risultati e ai tempi di realizzazione del progetto, può essere complicato ottenere supporto finanziario attraverso il sistema bancario tradizionale, la valutazione del rapporto rischio-rendimento diventa difficile a causa dell'alto rischio del progetto, e i rendimenti attesi sono fortemente influenzati dall'incertezza dei risultati della ricerca e dello sviluppo. Per questo motivo, i fondi di *venture capital* svolgono un ruolo fondamentale nel colmare tale divario, dove, in aggiunta, il finanziamento tramite *equity* è preferito rispetto all'indebitamento, dato che gli imprenditori non potrebbero disporre di garanzie reali da offrire. Ad ogni modo il *seed financing* può essere suddiviso in due ulteriori fasi: *pre-seed* e *seed capital finance*.¹ In particolare, il *pre-seed finance*, è generalmente finanziato da fonti pubbliche ed è destinato ad attività di ricerca di base; al contrario, il *seed capital* viene utilizzato per completare lo sviluppo del prodotto. Durante questo periodo, le istituzioni pubbliche sono principalmente responsabili del finanziamento a causa dei rischi elevati. Al contrario, gli investitori privati contribuiscono con le competenze necessarie per garantire una gestione efficiente. Il passo successivo è convertire l'idea imprenditoriale in un'impresa operativa, ossia nella fase di *start up financing*, dove gli imprenditori non conoscono ancora il valore commerciale del prodotto o del servizio. Rispetto al finanziamento *seed*, l'impresa esiste già formalmente, sebbene sia ancora nelle fasi iniziali della sua attività. L'imprenditore utilizza il capitale raccolto per sostenere lo sviluppo delle attività produttive e il lancio dei progetti. Altra differenza, inoltre, è il profilo dell'investitore a livello di competenze ed esperienze, che possono variare in base alla fase finanziaria, nel contesto del finanziamento *seed*, è importante che gli investitori possiedano una solida esperienza nei settori per poter implementare con successo le attività di ricerca e sviluppo. Diversamente, quando si tratta di finanziare una *start-up*, è essenziale gli investitori offrano supporto nell'elaborazione del piano aziendale e nella definizione della strategia di valore. Di conseguenza, i finanziatori di *private equity* e i *venture capitalist* giocano un ruolo chiave nella gestione dell'azienda e talvolta diventano i principali azionisti. Oltre alle operazioni di *early stage*, vi sono anche gli interventi di *later stage venture*, definiti

¹ Gallo, S. & Verdoliva, V. 2022, *Private Equity and Venture Capital: Theory, Evolution and Valuation*, 1st edn, Springer International Publishing AG, Cham.

dalla EVCA come << *Financing provided for an operating company, which may or may not be profitable. Later-stage venture tends to involve financing into companies already backed by VCs, typically in C or D rounds.* >>². Questi interventi, rivolti a imprese che possono essere redditizie o meno e che spesso hanno già ricevuto finanziamenti dai *venture capitalists*, prevedono un sostegno finanziario significativamente maggiore rispetto alle operazioni di *early stage*, con l'obiettivo, tra cui, di favorire l'espansione a livello internazionale o per operazioni di M&A.

1.1.2 Le Operazioni di Sviluppo

Dopo aver raggiunto un certo livello di sviluppo, un'azienda entra nella fase di espansione. Gli investitori istituzionali intervengono con una serie di finanziamenti durante questa fase di sviluppo aziendale. Questi interventi sono noti come operazioni di *growth capital*. Quando un'impresa ha raggiunto un livello di maturità significativo, può decidere di continuare il proprio sviluppo attraverso l'incremento o diversificazione della capacità produttiva, l'acquisizione di altre imprese o integrazione nuove attività aziendali. Nel caso in cui si verifichi un aumento o una diversificazione della capacità produttiva, è da considerare che il contributo degli investitori istituzionali nel capitale di rischio sarà principalmente di natura finanziaria. Al contrario, se lo sviluppo di un'azienda avviene tramite l'acquisizione di altre imprese, gli investitori istituzionali si impegnano a utilizzare una rete internazionale per individuare il *partner* più adatto. In quest'ultimo scenario, l'attività di consulenza svolta dagli investitori istituzionali assume un valore particolarmente significativo.³ Nel contesto aziendale, durante la fase di espansione, si ricorre principalmente al *private equity* come fonte di finanziamento, il quale si presenta come un'alternativa valida al tradizionale finanziamento bancario. Entrambe le opzioni comportano un elevato livello di rischio a causa dell'incertezza legata ai risultati futuri e alla considerevole quantità di capitale investito. Tuttavia, il finanziamento attraverso il *private equity* offre alle imprese l'opportunità di coinvolgere direttamente gli investitori nella gestione aziendale. Questo approccio consente all'azienda di beneficiare delle competenze manageriali e tecniche degli investitori, apportando un valore aggiunto significativo. L'obiettivo delle operazioni di sviluppo, inoltre, può essere legato al desiderio di prepararsi per il processo di quotazione in borsa nel breve termine. Questo

² Invest Europe, Investing in Europe: Private equity activity 2024.

³ Gallo, S. & Verdoliva, V. 2022, Private Equity and Venture Capital: Theory, Evolution and Valuation, 1st edn, Springer International Publishing AG, Cham.

tipo di finanziamento, noto come *pre-IPO financing*, è finalizzato a supportare l'azienda nel cammino verso la quotazione in borsa, utilizzando come strumenti le SPAC.

1.1.3 Le operazioni di Cambiamento

Una volta completata la fase di crescita, un'azienda raggiunge la fase di maturità, caratterizzata da maggiore stabilità. Mentre nelle fasi precedenti, come il finanziamento iniziale e per l'espansione, l'obiettivo principale era aumentare le vendite e le dimensioni dell'azienda, durante la fase di maturità l'azienda si trova ad affrontare sfide di diversa natura. In questo contesto, le principali questioni riguardano le decisioni di *governance* e di finanza aziendale. Le risorse finanziarie acquisite da un'impresa in fase di maturità vengono destinate all'implementazione di decisioni strategiche inerenti alla *governance*, alla struttura societaria, alle scelte di finanza aziendale e al supporto dei processi strategici e di acquisizione. Questi investimenti possono essere realizzati attraverso: la quotazione in borsa, la sostituzione dei vecchi azionisti, attraverso un nuovo sistema di *corporate governance*. La serie di interventi effettuati in un'azienda matura è definita *replacement financing*, nel caso in cui, l'intervento di un operatore di *private equity* sia motivato dall'esigenza di ristrutturazione della base azionaria, cedendo le quote detenute di uno o più soci. Tali operazioni si verificano principalmente nei contesti in cui il processo di ricambio generazionale dà luogo a problematiche complesse riguardo alla convergenza delle intenzioni, oppure quando un investitore desidera dismettere la propria partecipazione. Durante questa fase, è essenziale che gli investitori dispongano di una conoscenza qualificata e approfondita, insieme a competenze avanzate nella gestione delle questioni legate alla *corporate governance* e alle transazioni finanziarie. Durante questa fase del ciclo di vita aziendale, le operazioni finanziarie condotte dagli investitori possono essere categorizzate in diverse tipologie: PIPE (*private investment in public equity*), operazioni di *turnaround* e, infine, le operazioni di *buy out*. Il PIPE, rappresenta un'operazione in cui vengono acquistate azioni di società quotate in borsa a un prezzo inferiore al valore di mercato corrente per azione (CMV).⁴ Tale offerta può coinvolgere azioni ordinarie, privilegiate e titoli convertibili. Le modalità di queste transazioni possono essere tradizionali, con la vendita di azioni a investitori qualificati a prezzi scontati, oppure strutturate, con l'emissione di debito convertibile che può essere successivamente trasformato in azioni. Le imprese optano per il *Private Investment*

⁴ <https://www.nasdaq.com/glossary/p/private-investment-in-public-equity>

quando trovano difficoltà nel reperire finanziamenti in tempi brevi attraverso altre fonti, specialmente quando le azioni sul mercato sono poco liquide. Questa strategia risulta particolarmente vantaggiosa per le piccole imprese e meno conosciute, che trovano in questa soluzione una via per accedere a finanziamenti.⁵ Le operazioni *turnaround* sono investimenti verso aziende che si trovano in una situazione negativa, a livello economico e finanziario, con la prospettiva di invertire la tendenza, raggiungendo un *capital gain* sull'investimento iniziale. Nelle fasi di vita più mature, l'impresa può raggiungere una situazione di stallo o di declino, dove i capitali vengono investiti nell'interrompere il diminuire delle *performance* e convertire il periodo in uno di redditività e successo, stabilizzando le prospettive future.⁶ L'investimento di *turnaround* è l'insieme di più elementi: *equity*, debito e rafforzamento manageriale. Il ruolo del *management* copre sempre un ruolo centrale, in quanto deve sempre rilanciare l'azienda partendo da una situazione di difficoltà. La maggiore difficoltà delle operazioni di *turnaround* risiede nella complessa platea degli *stakeholder*, dove risulta difficile allineare gli interessi di tutti. I fondi di *turnaround* hanno come obiettivo primo di investire verso imprese che si trovano in una situazione di squilibrio, con la strategia di rilanciarle, questi fondi si distinguono in due macro-tipologie: fondi di *equity* e fondi di debito. I primi mettono a disposizione strumenti di *equity* o di quasi-*equity*, immettendo capitale in azienda, piuttosto che utilizzare strumenti di *money-out* tipici di una tradizionale *private equity*, ciò significa che tutto l'investimento è volto al salvataggio e rilancio dell'impresa. D'altro canto, i fondi che investono attraverso strumenti di debito mettono a disposizione moneta attraverso *partner* finanziari, tipicamente investitori istituzionali, individuati ad hoc, in modo tale che gli obiettivi di entrambe le parti siano allineati. In questo caso i finanziamenti sono sotto forma di finanziamento prededucibile nell'ambito di una procedura concorsuale, al fine di beneficiare delle protezioni creditizie offerte da tali procedure.⁷ Le operazioni di *buy out* sono interventi che mirano a modificare la struttura proprietaria di un'azienda, trasferendo il controllo a un operatore di *private equity*. Queste operazioni comportano un cambiamento nell'azionariato, con l'operatore che acquisisce il controllo. A differenza delle operazioni di *growth capital* e *replacement capital*, in cui

⁵ <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/11/16/the-economics-of-pipes/>

⁶ <https://www.investopedia.com/terms/t/turnaround.asp>

⁷ Gervasoni, A., Sattin, F.L. & Bechi, A. 2020, *Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, Sesta ampliata e aggiornata. edn, Guerini Next, Milano.

gli investitori di *private equity* acquistano quote di minoranza, il *buy out* si contraddistingue per il passaggio della maggioranza delle quote all'investitore. Di solito, il fondo diventa il principale azionista, anche se non assume un ruolo attivo nella gestione. Il *management* è responsabile delle operazioni aziendali, mentre l'investitore si concentra su aspetti strategici, supporto allo sviluppo, monitoraggio e valutazione dei risultati. In base alla provenienza del gruppo che assume il controllo, si distinguono diverse tipologie di operazioni. Nel *management buy out* (MBO), il passaggio avviene a favore di *manager* interni all'azienda, mentre nel *management buy in* (MBI) sono *manager* esterni a rilevare il controllo. Il *buy in management buy out* (BIMBO) combina entrambe le figure, coinvolgendo sia *manager* interni che esterni. Qualora, invece, l'intervento dell'investitore sia volto a favorire un nuovo assetto proprietario che veda il coinvolgimento di una compagine più allargata di dipendenti dell'azienda stessa, si parla di *employees o workers buy out* (BBO o WBO) o di *family buy out* (FBO), quando il controllo dell'azienda viene assunto da alcuni membri della famiglia, che acquistano le quote degli altri familiari, spesso con il supporto di un investitore istituzionale.⁸ Spesso le operazioni di *buy out* riguardano società quotate in borsa. In questi casi, l'intervento del *private equity* avviene attraverso il lancio di un'offerta pubblica di acquisto, finalizzata al ritiro delle azioni dal mercato e alla successiva uscita della società dal listino, un processo noto come *delisting*. Questa strategia viene adottata quando si ritiene che l'azienda non abbia ricevuto un'adeguata valorizzazione da parte del mercato azionario o necessiti di una profonda ristrutturazione per migliorarne le *performance*. Una volta completato il processo di riorganizzazione e rafforzamento, la società potrà essere nuovamente riofferta ad un nuovo acquirente o riportata in borsa, garantendo così un rendimento sull'investimento effettuato.

1.2 Principali operatori attivi nel venture capital

Secondo la prassi, i fondi di *venture capital* operano principalmente attraverso il meccanismo della *limited partnership*, che prevede una distinzione tra il patrimonio del fondo, raccolto dai *limited partners* (LPs), e quello della società di gestione, composta

⁸ Gervasoni, A., Sattin, F.L. & Bechi, A. 2020, *Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, Sesta ampliata e aggiornata. edn, Guerini Next, Milano.

dai *general partners* (GPs). I *limited partners* contribuiscono al fondo con denaro o *asset* al fine di partecipare ai profitti o alle perdite della partnership. Tuttavia, essi sono coinvolti passivamente nella gestione operativa. In caso di situazioni sfavorevoli, i *limited partners* possono perdere solo l'importo inizialmente investito, senza ulteriori responsabilità, godendo quindi di una responsabilità limitata.⁹ I soggetti che possono essere considerati *limited partners* sono diversi e includono investitori istituzionali come fondi pensione, fondazioni, istituzioni finanziarie, *family office* e individui con un elevato patrimonio netto. Diversamente, i *general partners* sono responsabili della gestione quotidiana del fondo e hanno il potere di stipulare accordi legalmente vincolanti per conto della *limited partnership*. A differenza dei *limited partners*, i GPs sono soggetti a responsabilità illimitata e potrebbero essere chiamati a rispondere con il proprio patrimonio personale in situazioni critiche. Il fondo in quanto chiuso non consente ai sottoscrittori di riscattare le proprie quote in qualsiasi momento, ma solamente a una predeterminata scadenza, inoltre una volta che la raccolta di capitale è stata chiusa non posso entrare nuovi investitori. In questa particolare configurazione statutaria, la distinzione dei loro ruoli si concretizza attraverso l'attribuzione di prerogative nettamente differenti a ciascuno di essi. L'allineamento tra investitori e gestori è generalmente rappresentato dalle clausole contrattuali incluse nel regolamento di gestione (*terms & conditions*), il quale è oggetto di negoziazione durante il periodo di *fundraising*.¹⁰ Una delle fattispecie designate a garantire questo allineamento, è lo schema retributivo dei gestori del fondo, basato principalmente sul *carried interest*, ritenuto idoneo ad incentivare la massimizzazione dei risultati in parallelo alle *management fees*. In Italia, il modello più comune è rappresentato dal fondo di investimento mobiliare chiuso, che raccoglie capitali da investitori istituzionali, per poi investire in imprese non quotate. Un'altra classificazione utilizzata per gli operatori è basata sulla provenienza dei capitali raccolti, la distinzione fra operatori *captive* e indipendenti. I primi per investire non ricorrono al mercato dei capitali, ma utilizzano le proprie risorse; pertanto, ricorrendo esclusivamente alla società capogruppo di riferimento, la strategia di investimento è strutturata alla luce delle esigenze di questa. Gli operatori indipendenti, al contrario,

⁹ <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/limited-partnership/>

¹⁰ M. Carlotti, *Tecniche di Private Equity. Il Fondo, le SPAC e l'Origination. L'investimento, la gestione e il disinvestimento*, Egea, Milano, 2012.

ricorrono ad una pluralità di investitori, attivando il processo di raccolta dei capitali. In funzione della tipologia di investimenti, come detto nel precedente paragrafo distinguiamo: operatori di *early stage*, operatori di sviluppo, operatori di *buy out* e operatori di *turnaround*. A livello generale, inoltre, gli operatori possono essere a seconda della natura, privati o di emanazione pubblica.

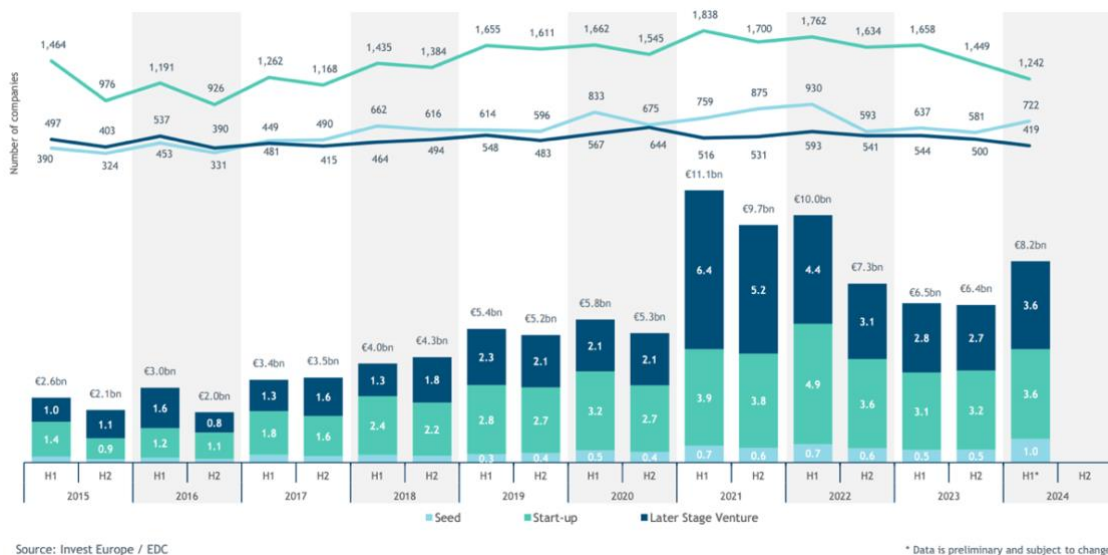
1.2.1 Il Venture Capitalists

Il *venture capitalist* (VC) è un investitore di *private equity* che fornisce capitale a società con un alto potenziale di crescita in cambio di una quota di partecipazione. Gli investimenti di VC riguardano tipicamente il finanziamento di *startup* o piccole imprese che desiderano espandersi ma non hanno accesso ai mercati azionari. A causa dell'incertezza legata agli investimenti in aziende non ancora affermate, i *venture capitalist* affrontano alti tassi di fallimento. Tuttavia, i guadagni possono essere significativi per quegli investimenti che si rivelano vincenti.¹¹ Le società di *venture capital* sono generalmente costituite come *limited partnership* (LPs), in cui i *partner* investono nel fondo VC. Una volta identificate le aziende migliori, analizzato l'investimento e previsto un *holding period*, il capitale raccolto dagli investitori viene impiegato in cambio di una quota di partecipazione significativa. Dal punto di vista operativo, troviamo una serie di attività preliminari che permettono al fondo di valutare l'operazione, tra cui la *due diligence*. L'analisi permette la scrematura delle potenziali imprese su cui investire, di un numero molto elevato di proposte di investimento, solamente il 2-3% dei progetti ricevuti, si trasformano in investimento. Sono anche presenti degli step intermedi che riguardano la firma dei documenti fondamentali ai fini della buona riuscita dell'operazione, fra cui il *term sheet*, che contiene i principali termini e condizioni dell'investimento, sulla cui base le parti si impegnano a negoziare in buona fede la Documentazione Contrattuale.¹² I *venture capitalist*, solitamente, acquisiscono quote di partecipazione minoritarie, evitando di prendere il controllo diretto delle attività aziendali. La loro influenza si esplica principalmente tramite il supporto strategico, mantenendo comunque un coinvolgimento operativo limitato. Di solito, gli investimenti sono assimilati a fondi di *seed capital*, con l'obiettivo di ottenere un rendimento sui capitali nel medio termine. I fondi di VC sono spesso caratterizzati da un elevato grado

¹¹ <https://www.investopedia.com/terms/v/venturecapitalist.asp>

¹² R. Del Giudice, A. Gervasoni, *Finanziarsi con il venture capital*, ETAS, Milano 2002.

di specializzazione, sia per la fase di sviluppo in cui investono, sia per il settore di riferimento. Esistono, dunque, fondi specializzati in diversi stadi di crescita delle *start-up* e fondi dedicati a settori specifici come *space-tech*, *fintech*, *medtech*, *e-commerce*, *mobility*, oltre a fondi generalisti che investono in più comparti, diversificando il proprio portafoglio. All'interno di una società di *venture capital*, i ruoli generalmente si suddividono in tre categorie principali: associati, presidi e *partner*. Gli associati che hanno un ruolo di natura analitica, poiché si occupano dell'analisi dei modelli di business, delle tendenze di mercato e dei settori di riferimento, contribuendo anche alla gestione del portafoglio aziendale. Anche se non hanno potere decisionale diretto, possono segnalare aziende promettenti ai livelli superiori. I presidi rappresentano una figura di livello intermedio e partecipano spesso ai consigli di amministrazione delle società in portafoglio. Sono responsabili dell'individuazione di nuove opportunità di investimento per le imprese di *venture capital*, nonché della negoziazione delle condizioni per acquisizioni ed eventuali disinvestimenti. I *partner* ricoprono posizioni di vertice all'interno dell'azienda. Il loro compito principale è individuare le aree e le attività in cui investire, approvare le operazioni di investimento e disinvestimento e, in alcuni casi, far parte dei consigli di amministrazione delle società in portafoglio. Inoltre, sono responsabili della strategia complessiva dell'azienda e della gestione delle relazioni con gli investitori.



13

¹³ Invest Europe, Investing in Europe: Private equity activity 2024.

Analizzando l'andamento degli investimenti di VC nell'ultimo decennio, emerge una tendenza di crescita costante. Nel 2015, gli investimenti ammontavano a circa 2,6 miliardi di euro, distribuiti su circa 2.400 aziende. Nel 2024, il capitale investito ha superato gli 8,2 miliardi di euro, pur mantenendo una distribuzione numerica delle aziende coinvolte sostanzialmente invariata. Questo evidenzia un aumento dell'ammontare medio degli investimenti per impresa, suggerendo una maggiore disponibilità di capitali destinati a questa tipologia di iniziative imprenditoriali.

1.2.2 Angel Investors

Gli *angel investors* sono definiti come investitori informali, tipicamente persone fisiche, che investono il proprio capitale di rischio e le proprie competenze in *start-up* innovative con un alto potenziale di crescita durante la fase di *early-stage*, quando il rischio di insolvenza è molto alto e molti investitori non sono preparati ad investire in questa fase.¹⁴ In genere, questa categoria comprende ex imprenditori, *manager* in pensione o in attività, nonché liberi professionisti che hanno acquisito ricchezza ed esperienza durante la loro attività. Vengono definiti informali poiché questa forma di investimento non risulta regolamentata, né disciplinata in alcun quadro normativo. Oltre a fornire finanziamenti, i *business angels* apportano valore dando all'imprenditore accesso a competenze, conoscenze, reti e contatti per le imprese. Solitamente ottengono come corrispettivo delle quote partecipative di minoranza e a differenza degli investitori formali, esercitano un minore controllo e apportano un minore contributo alla gestione. In Italia, gli *angel investors* che si sono aggregati hanno formato associazioni strutturate quali IAG¹⁵ e IBAN¹⁶, che sarebbero dei tipici BAN¹⁷ dove più investitori insieme svolgono l'attività di investimento. Queste associazioni sostengono la crescita delle PMI italiane che hanno difficoltà ad ottenere risorse finanziarie per i propri progetti perché non sempre sono in grado di presentare le garanzie necessarie. Tali organizzazioni possono fornire supporto all'investimento e formazione *sull'angel investing* agli investitori aderenti. Nel 2024, in Italia, si trovano oltre 1600 *business angel* attivi, il 66% dei quali iscritti in un BAN, questi investimenti ricoprono principalmente la *seed stage*, ma vi è anche la presenza di finanziamenti di Serie A/B.

¹⁴ R. Moro Visconti, "Startup Valuation: From strategical business planning to digital networking", 2021.

¹⁵ Italian Angels for Growth

¹⁶ Italian Business Angel Network

¹⁷ Business Angel Network

1.2.3 Corporate Venture Capital

Nell'ultimo decennio, nel contesto degli investimenti VC hanno riscontrato popolarità i *Corporate Venture Capital (CVC)*, come alternativa delle tre fonti primarie: fondi VC, *angel investors* e famiglie, secondo AIFI¹⁸ viene definito come “l'attività di investimento in società ad alto potenziale innovativo e di crescita (ad esempio *start-up*), promossa da aziende medie e grandi direttamente tramite l'investimento in *equity* o forme partecipative analoghe nelle suddette società o indirettamente tramite l'investimento in veicoli o fondi di investimento (ad esempio fondi di Venture Capital - VC) che condividono la strategia di investimento dell'azienda. L'obiettivo ultimo dell'attività di CVC risiede nel creare opportunità esterne di crescita ed innovazione per l'azienda e, in secondo luogo, generare un ritorno finanziario aggiuntivo derivante dalla gestione, diretta o indiretta, del portafoglio di partecipazioni”.¹⁹ In generale, si perseguono due fini principali: migliorare la strategia e le capacità della società madre e generare profitti finanziari per la stessa. Gli obiettivi del programma CVC sono progettati per allinearsi naturalmente con gli obiettivi della società madre. Le variazioni nel CVC sono il risultato della continua evoluzione degli obiettivi aziendali, i quali possono mutare nel tempo. Questa flessibilità aumenta ulteriormente quando alcune aziende implementano diverse unità CVC mirate a soddisfare esigenze specifiche. I CVC supportano l'innovazione fornendo supporto e sviluppo, dando accesso al proprio *network* e ai propri clienti, con l'esigenza di individuare e prevedere le nuove direttrici dell'evoluzione tecnologica. I principali modelli operativi, individuati dalla BVCA²⁰, si basano su variabili afferenti al *focus* strategico e la tipologia di *funding* della struttura. Si distinguono i *Corporate Investment – Balance Sheet*, che consistono nell'investimento diretto dell'azienda nelle *startup*, senza la creazione di un veicolo dedicato. Hanno l'obiettivo di acquisire business e tecnologie in settori emergenti. I secondi sono gli *Internal Dedicated Fund – GP Mode*, che prevedono di una più ampia autonomia decisionale e strategica, pur essendo un'entità interamente di origine *captive*. In questo scenario, l'attività viene svolta da un *team* formato da una combinazione di risorse interne all'azienda e da fondi di *venture capital*. Infine, troviamo *External Fund – LP Model*, in questo caso, l'azienda assume il ruolo di investitore (*Limited Partner*), la gestione è delegata a *venture capitalist* esperti, con il

¹⁸ Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt

¹⁹ Guida al Corporate Venture Capital, AIFI, Milano 2018.

²⁰ Guide to Corporate Venture Capital, BVCA Guides, 2013.

possibile supporto temporaneo di risorse aziendali. Quando si parla di *Corporate Venture Capital*, è possibile individuare diverse tipologie di investimenti, ognuna con caratteristiche e finalità specifiche. Tra queste, troviamo gli investimenti incrementali, abilitativi, emergenti e passivi. Gli investimenti incrementali seguono un approccio razionale e prevedono una stretta collaborazione tra l'azienda e la *start-up*. Il loro obiettivo principale è rafforzare la strategia esistente della *corporate* senza necessariamente favorire l'adozione di tecnologie *disruptive*. Gli investimenti abilitativi, invece, si distinguono per una relazione più flessibile tra la *corporate* e la *start-up*, senza sinergie operative. Il loro scopo principale è stimolare e far crescere l'ecosistema aziendale. Esistono poi gli investimenti emergenti, che puntano a ottenere un ritorno finanziario nel breve termine, combinando al contempo una prospettiva di vantaggio strategico. Infine, gli investimenti passivi si concentrano esclusivamente su obiettivi finanziari, senza ambizioni di creare valore strategico per l'azienda e con una limitata possibilità di generare impatti significativi sul *business*. La differenza principale tra il *corporate venture capital* e il *venture capital* è che la prima è gestita da un'azienda i cui obiettivi sono sia strategici, che finanziari, mentre il VC è svolto da operatori professionali il cui fine ultimo perseguito è la remunerazione dei LP. Le risorse disponibili per il fondo interno di CVC provengono interamente da fonti *captive*, poiché il fondo è finanziato esclusivamente dalla *corporate*. Al contrario, un fondo di VC ottiene la maggior parte delle sue risorse attraverso la raccolta di capitali da investitori istituzionali. Infine, il CVC non presenta una *holding period* prestabilita, invece il fondo VC ha una durata predeterminata e vincolante.²¹

Tipologie di investimenti di CVC

		Obiettivi di investimento	
		Strategici	Finanziari
Sinergia con capacità operative	Elevata	Incrementale Consolidare strategia business attuale	Emergente Consentire espansione a nuovi business
	Scarsa	Abilitativo Ampliare business con attività collaterali	Passivo Provvedere solo a ritorni finanziari

²¹ Guida al Corporate Venture Capital, AIFI, Milano 2018

L'espansione globale del fenomeno è evidenziata da un aumento rilevante sia nel numero che nella dimensione degli investimenti coinvolgenti strutture di CVC. Nel 2024, i finanziamenti globali supportati dal Corporate Venture Capital (CVC) sono aumentati, raggiungendo i 65,9 miliardi di dollari. Tuttavia, il numero di operazioni ha continuato a diminuire, segnando il livello più basso dal 2018 con un totale di 3.434 operazioni. Questo calo ha interessato tutte le principali regioni, con l'Europa che ha registrato la riduzione più significativa, pari al 10% su base annua. Contrariamente al calo generale del numero di operazioni, gli investimenti in AI da parte dei CVC sono aumentati del 13% su base annua, evidenziando una corsa strategica per consolidare la propria presenza nel settore prima che i concorrenti acquisiscano un vantaggio competitivo. La dimensione media annuale degli accordi sostenuti dal *corporate venture capital* (CVC) raggiunge il secondo livello più alto di sempre, attestandosi a 27,3 milioni di dollari per operazione, con un incremento del 34% rispetto al 2023.²³

1.2.4 Gli incubatori

Gli incubatori rappresentano un'istituzione per le *start-up* e aziende emergenti, sono strumenti strategici in grado di accelerare il processo di innovazione e favorire la creazione di giovani imprese, ma allo stesso tempo contrastano l'elevato tasso di insolvenza, offrendo loro strutture, spazi e uffici, supporto manageriale e risorse finanziarie. Le nuove imprese, spesso, non dispongono delle competenze necessarie per sviluppare strategie aziendali efficaci, beneficiano del supporto offerto dagli incubatori. Questi enti aiutano le imprese non solo a creare piani aziendali e strategie di *marketing*, ma anche a facilitare l'accesso ai finanziamenti cruciali per il loro sviluppo. L'attività di incubazione si colloca in una fase antecedente all'intervento dei fondi di *venture capital* e *private equity*, colmando il divario lasciato da questi ultimi. Gli incubatori svolgono un ruolo strategico nel favorire l'attrazione di investimenti, contribuendo a rendere le *start-up* più competitive e appetibili per il mercato dei capitali. Dal punto di vista strutturale, gli incubatori d'impresa presentano analogie con i laboratori di ricerca. A differenza dei fondi VC, il loro supporto si concentra principalmente sull'affiancamento e sulla progettazione dell'attività imprenditoriale, mentre l'aspetto finanziario assume un ruolo

²² Harvard Business Review, 2002

²³ CB Insight, The 2024 Global CVC Report, 2024

secondario. Di conseguenza, la loro presenza nell'*equity* delle società incubate risulta generalmente limitata. Esistono due macrocategorie di incubatori: operatori non *profit oriented* e operatori *profit oriented*. La principale differenza tra queste due tipologie risiede nell'importanza attribuita alla redditività. Gli incubatori a scopo di lucro sono generalmente privati e orientati alla massimizzazione del profitto. Il loro modello di business è guidato da un'ottica puramente economica, influenzando sia la selezione delle imprese incubate che le modalità di supporto offerte. In molti casi, questi incubatori richiedono una partecipazione azionaria o il pagamento di una *fee* in cambio dei servizi erogati. Gli incubatori senza scopo di lucro, invece, non pongono il profitto come obiettivo primario. Questi sono spesso gestiti da enti pubblici, università o centri di ricerca e mirano a promuovere lo sviluppo economico locale, incentivare l'imprenditorialità e l'attività di ricerca. Un esempio di realtà innovativa in Italia è Galaxia, un ecosistema di *venture capital* dedicato al supporto di *start-up* in fase early-stage, con un focus sul *deep tech* e *space economy*. Nata su iniziativa di CDP Venture Capital in collaborazione con Obloo Venture, Galaxia si avvale del contributo scientifico di istituzioni accademiche di eccellenza, tra cui il Politecnico di Torino, il Politecnico di Bari, la Sapienza Università di Roma e l'Università di Padova.²⁴

1.3 Panorama Startup in Italia

Il mercato finanziario italiano è caratterizzato da un livello di maturità inferiore rispetto a quello degli Stati Uniti, ciò è riconducibile dall'evoluzione graduale di questo settore, che ha costretto le imprese ad avere un approccio *debt-oriented*. Sebbene questa forma di finanziamento garantisca liquidità, essa rimane pur sempre un investimento passivo, privo delle competenze e del supporto necessari per favorire l'innovazione e la crescita. In questo contesto, la ridotta disponibilità di strumenti finanziari diversificati ha rappresentato una sfida rilevante per il sistema economico nazionale. Negli anni Duemila, il settore bancario ha subito una significativa trasformazione, con una progressiva riduzione delle divisioni dedicate agli investimenti. Questo cambiamento è stato determinato dalla creazione di veicoli specifici da parte degli stessi gruppi creditizi. Successivamente le SGR di derivazione bancaria hanno progressivamente lasciato spazio a nuove realtà indipendenti, che, non essendo controllate da istituti finanziari, hanno potuto operare con maggiore autonomia e flessibilità nelle strategie d'investimento. Le

²⁴ https://www.cdpventurecapital.it/cdp-venture-capital/it/dettaglio_polo.page?contentId=POL3012

banche, da attori diretti nel settore, videro il passaggio a investitore indiretto. Attualmente, il panorama degli investitori è dominato principalmente da fondi chiusi gestiti da SGR, da SICAF, da operatori internazionali e, in misura minore, da banche italiane e loro sussidiarie. Tuttavia, il sistema bancario continua a svolgere un ruolo centrale nel *private capital*. In particolare, le banche rappresentano i principali finanziatori nelle operazioni di *buy-out* e, nell'ambito delle attività di raccolta, il *private banking* sta acquisendo un'importanza sempre maggiore. Una delle possibili soluzioni si è concretizzata nell'adozione di modelli di finanziamento alternativi, tra cui il *Venture Capital*. Questo strumento, diffusosi in Europa e in Italia a partire dagli anni Ottanta, ha offerto un sostegno fondamentale alle imprese emergenti, consentendo loro di svilupparsi senza dover necessariamente ricorrere all'indebitamento. Un'opzione al tradizionale finanziamento bancario è rappresentata dal *Venture Capital*. Introdotto in Europa e in Italia a partire dagli anni Ottanta, questo strumento ha offerto un supporto fondamentale per le imprese emergenti, consentendo loro di crescere senza dipendere esclusivamente dal debito. È indiscutibile che sono stati compiuti notevoli progressi nel potenziamento dell'ecosistema imprenditoriale del Paese. Tali sviluppi sono stati resi possibili dall'implementazione di una normativa mirata per la gestione dei fondi di investimento chiusi, sebbene tardiva, il cui intento è stimolare la sostenibilità e promuovere la transizione digitale ed energetica.

1.3.1 Regolamentazione

Il *Venture Capital* ha fatto il suo ingresso ufficiale nel panorama italiano attraverso la fondazione dell'Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento (AIFI)²⁵, è stata fondata per rispondere all'esigenza di legittimare e regolare il settore degli investimenti in capitale di rischio. L'AIFI ha avuto un ruolo cruciale nell'organizzazione del mercato italiano del *Venture Capital*. Nel 2014, l'associazione ha ampliato il proprio ambito, includendo il *Private Debt* e assumendo la nuova denominazione di Associazione Italiana del *Private Equity, Venture Capital* e *Private Debt*. Questa modifica non solo rappresenta un cambiamento di denominazione, ma riflette anche una risposta alle mutate dinamiche finanziarie, segnando un punto di svolta nel rafforzamento e nell'espansione del settore.

²⁵ <https://aifi.it/it/aifi>

A livello europeo, la spinta per lo sviluppo del *Venture Capital* è arrivata con la creazione del *Venture Capital Liaison Office* a Bruxelles nel 1980, un'iniziativa mirata a armonizzare le attività dei soggetti operanti in questo settore emergente. Nel 1983, fu istituita l'*European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA), che si dedicò al sostegno e alla promozione del *Private Equity* in Europa. Un passo fondamentale nell'evoluzione normativa del settore è rappresentato dalla Direttiva 2011/61/UE, meglio conosciuta come Direttiva AIFM. La direttiva ha posto le basi per una maggiore armonizzazione delle norme, standardizzando le attività dei gestori dei fondi e regolando il funzionamento dei fondi chiusi. Tra i soggetti destinatari di questa normativa vi sono i gestori di fondi di *Private Equity* e *Venture Capital*.²⁶ La Direttiva 2011/61/UE è stata successivamente revisionata dalla Direttiva 2019/1160/UE, che ha introdotto tre nuovi regolamenti: gli EuVeCa (*European Venture Capital Funds*), gli ELTIF (*European Long Term Investment Funds*), e gli EuSeF (*European Social Entrepreneurship Funds*). A livello nazionale, il Testo Unico della Finanza (TUF), introdotto nel 1998, riformò l'intera disciplina relativa all'attività di intermediazione finanziaria, introducendo la figura del gestore unico del risparmio attraverso la struttura della SGR e correggendo il fallimentare tentativo di regolamentazione dei fondi di investimento avvenuto con la legge n. 344 del 1993. Questo ambiente normativo ha reso più propensi gli investitori ad orientarsi verso il capitale di rischio, incentivando la crescita di imprese innovative nel Paese. A supporto di questa evoluzione, il Governo ha messo in atto politiche per favorire lo sviluppo delle giovani imprese, in particolare quelle ad alto contenuto tecnologico. Il Decreto Crescita 2.0 (D.L. 179/2012)²⁷, convertito nella legge n. 211/2012, ha introdotto la figura della "start-up innovativa", riconoscendo giuridicamente quelle imprese con un elevato valore tecnologico. Il Decreto Crescita 2.0 introduce una disciplina che offre incentivi e misure vantaggiose per le imprese lungo l'intero percorso aziendale, dalla sua creazione fino alla sua crescita. Secondo il Decreto, una *start-up* innovativa è definita come una società di capitali, compresa la forma cooperativa, che non ha azioni quotate in un mercato regolamentato e che soddisfa determinati criteri. Questi includono l'orientamento principale dell'attività verso prodotti o servizi innovativi, la presenza di un *team* qualificato e investimenti significativi in

²⁶ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:32011L0061>

²⁷ https://www.gazzettaufficiale.it/moduli/DL_181012_179.pdf

ricerca e sviluppo. Le *start-up* innovative possono beneficiare di agevolazioni fiscali e di supporto per progetti di ricerca e sviluppo, oltre alla possibilità di registrare e proteggere la proprietà intellettuale. La *start-up* è tenuta ad iscriversi nell'apposita sezione del Registro delle Imprese per acquisire ufficialmente lo *status* di "*start-up* innovativa". Tale iscrizione è subordinata al rispetto di precisi requisiti minimi stabiliti dalla normativa vigente. In primo luogo, la *start-up* deve essere costituita legalmente da un periodo non superiore a 60 mesi al momento della richiesta di iscrizione. È inoltre indispensabile che la sede principale dell'impresa si trovi sul territorio nazionale, oppure che almeno una filiale sia ubicata in Italia, qualora la sede principale si trovi in uno degli Stati membri dello Spazio Economico Europeo. L'attività principale della *start-up* deve essere focalizzata sulla creazione di prodotti o servizi innovativi ad elevato valore tecnologico. Ulteriormente, il valore della produzione annua di una *start-up* non può eccedere la soglia dei cinque milioni di euro e la società non è autorizzata a distribuire utili, pena la decadenza dallo *status* di *start-up* innovativa. Inoltre, sono previsti anche requisiti volti al *team*, dove almeno un terzo dei membri deve avere un dottorato di ricerca, oppure due terzi devono possedere una laurea magistrale. Un ulteriore requisito concerne l'incidenza di spese in R&D, di almeno il 15% dei costi totali. Infine, la *start-up* deve risultare titolare, depositaria o licenziataria di almeno un brevetto registrato, ovvero impegnata nello sviluppo di un prodotto o servizio innovativo.

1.3.2 Struttura giuridica

Gli OICR sono definiti nel TUF 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”.²⁸ Attraverso l'introduzione della direttiva AIFM, l'orizzonte di applicazione della riserva di attività viene esteso, in modo tale che fosse limitato l'utilizzo di schemi d'investimento non regolamentati. La Banca d'Italia attraverso il TUF ha definito alcune caratteristiche degli organismi di investimento collettivo del risparmio dove in caso di raccolta del capitale attraverso il mercato sulla base di una politica di investimento predeterminata e con il fine di massimizzare i profitti attraverso operazioni di disinvestimento delle partecipazioni,

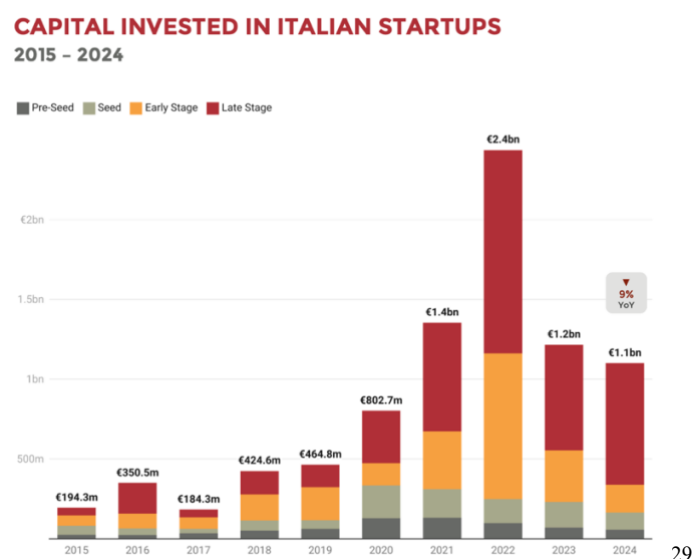
²⁸ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/organismi-di-investimento-collettivo-del-risparmio.html>

l'attività deve essere oggetto di autorizzazione. Viene inoltre specificata l'esclusione dalle per determinate strutture, come *holding* di partecipazioni, le quali non seguono una logica di investimento. Ciò include anche le *joint venture*, i *family offices* e, i cosiddetti *club deals*. L'obiettivo degli OICR è assicurare la creazione di portafogli gestiti in modo professionale e trasparente. Questi strumenti offrono agli investitori la possibilità di accedere ai mercati finanziari attraverso un'entità di investimento collettiva regolamentata. I fondi operano nel rispetto delle leggi attuali e sono soggetti alla supervisione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) e della Banca d'Italia. Nel nostro Paese, la gestione collettiva del risparmio è qualificata alle: SGR, SICAV e SICAF. Le Società di Gestione del Risparmio (SGR), istituite in base al Decreto Legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, svolgono un ruolo significativo nel sistema finanziario nazionale offrendo servizi di gestione collettiva del risparmio. È di fondamentale importanza che i membri dei vertici aziendali siano altamente professionali, poiché la normativa richiede che gli Amministratori e il Direttore Generale delle SGR soddisfino specifici requisiti di integrità e competenza, come stabilito dalla legge. L'autorizzazione per offrire servizi di gestione collettiva del risparmio e di gestione individuale di portafogli di investimento per conto terzi è rilasciata dalla Banca d'Italia, previa valutazione della Consob. Le SGR autorizzate sono quindi registrate in un registro apposito gestito dalla Banca d'Italia. Le SICAV e le SICAF rappresentano due distinte tipologie di OICR, che presentano caratteristiche operative e strutturali differenti. Le SICAV sono classificate come OICR aperti, ciò implica che gli investitori hanno la possibilità di acquistare o rimborsare le proprie quote o azioni secondo le modalità stabilite dalla normativa. Al contrario, le SICAF (Società di Investimento a Capitale Fisso) sono considerate OICR chiusi, caratterizzandosi per un capitale fisso suddiviso in un numero predeterminato di azioni, che non possono essere oggetto di rimborso. Gli investitori in una SICAF sono considerati veri e propri soci e, in quanto tali, godono del diritto di voto nelle assemblee societarie, assumendo al contempo responsabilità nella gestione e nelle decisioni strategiche dell'entità. Indentifichiamo poi la SICAF autogestista, detta anche società di investimento semplice, dove è la stessa società che gestisce gli investimenti e l'amministrazione del fondo, assumendo quindi un ruolo attivo nella gestione. Nella SICAF etero gestita, invece la gestione del fondo è affidata a una società di gestione del risparmio esterna, questo modello è utile per gli investitori che

preferiscono delegare la gestione a esperti e non intendono coinvolgersi direttamente nelle decisioni operative.

1.3.3 Mercato italiano

Negli ultimi dieci anni, il *Venture Capital* italiano ha investito un totale di circa 8,6 miliardi di euro in *start-up* (+467% rispetto ai 194,3 milioni di euro del 2015), con circa 7 miliardi investiti solo negli ultimi cinque anni. Nonostante sia la quarta economia europea, gli investimenti in *venture capital* in Italia rimangono sproporzionatamente bassi. Secondo il report di P101 SGR, il mercato del *venture capital* italiano sta attraversando un periodo di rapida evoluzione, segnato da una crescente partecipazione di investitori internazionali. Questi cambiamenti sono sintomo di un maturarsi dell'ecosistema finanziario del paese, che sta favorendo nuove opportunità di investimento e contribuendo al rafforzamento del panorama economico italiano. Il numero totale di finanziamenti in *venture capital* in Italia è diminuito del 9,5% rispetto al 2023 e del 54% rispetto al 2022. Questa tendenza riflette una serie di aggiustamenti a livello europeo, con la Francia e la Germania che, insieme, rappresentano la maggior parte degli investimenti totali nei principali mercati, mentre l'Italia ha mantenuto una quota più ridotta.

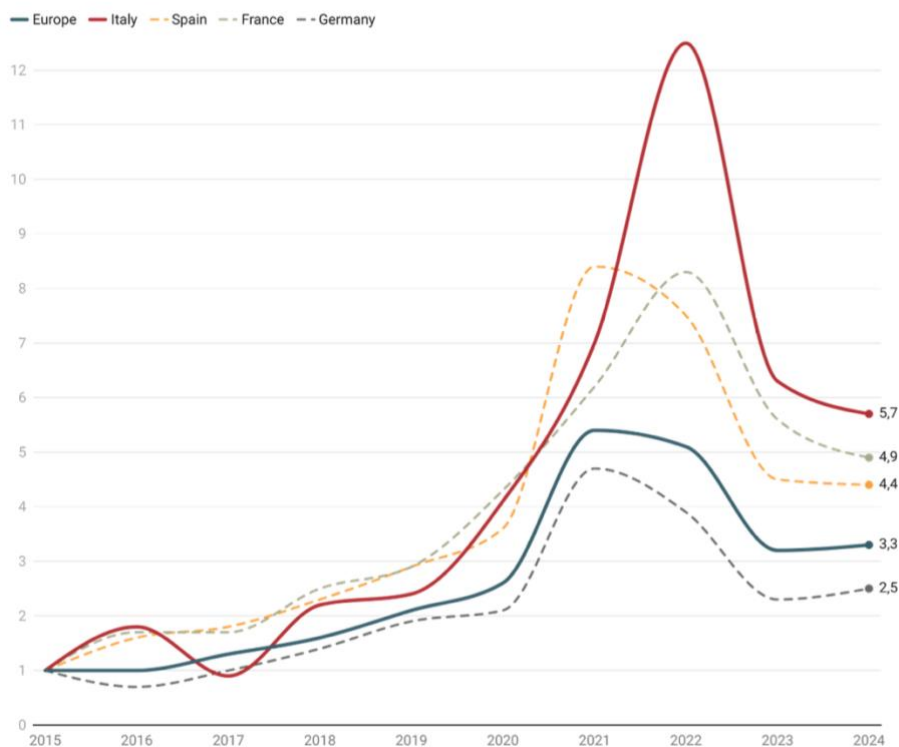


²⁹ <https://p101.it/p101-presents-state-of-italian-vca-report-on-the-evolution-of-italian-venture-capital/>

La diminuzione degli investimenti è stata particolarmente evidente nei *round early-stage*, con una contrazione significativa nei finanziamenti *seed* ed *early-stage*. Al contrario, il finanziamento *late-stage* ha registrato una crescita, indicando un cambiamento nell'ecosistema del *venture capital*, che sta tendendo verso *round* più maturi e finanziamenti di maggiore entità. Nel 2024, il mercato VC italiano ha mostrato una netta concentrazione nelle operazioni *Pre-Seed*, che hanno rappresentato il 56% del totale delle transazioni, ma a fronte di solo il 5% del capitale complessivo investito, questo evidenzia un divario tra il numero di operazioni *early-stage* e l'allocazione del capitale. Rispetto al 2015, il mercato VC italiano è cresciuto di 5,7 volte, nonostante una riduzione rispetto al 6,3x del 2023, continuando a superare la media europea. Negli ultimi quattro anni, l'espansione del capitale in *venture capital* in Italia ha mostrato una notevole volatilità. Dopo aver raggiunto un picco di 12,5x nel 2022, gli investimenti in Italia sono quasi dimezzati nel 2024, segnando la contrazione più netta tra i principali mercati europei.

CAPITAL INVESTED GROWTH

Growth of capital invested from 2015 to 2024, as multiple of 2015 investments



30

³⁰ <https://p101.it/p101-presents-state-of-italian-vca-report-on-the-evolution-of-italian-venture-capital/>

L'impennata degli investimenti del paese nel 2021–2022 ha manifestato un afflusso senza precedenti di operazioni *Late Stage*, che successivamente si sono normalizzate. L'espansione a lungo termine dell'Italia sottolinea il rafforzamento del suo mercato del *venture capital*, ma la contrazione più marcata post-2022 evidenzia l'importanza di diversificare l'attività di investimento per garantire una crescita più sostenibile nel prossimo ciclo. A livello geografico, il Nord-Ovest ha dominato, attirando 5,3 miliardi di euro, pari al 76% del capitale totale, distribuito su 1.900 operazioni. Milano si conferma come la principale città, con 4,1 miliardi di euro investiti tra il 2020 e il 2024, suddivisi in circa 1.100 operazioni. Al contrario, il Sud e le Isole presentano livelli di investimento decisamente inferiori, con circa 400 operazioni e solo 380 milioni di euro investiti complessivamente. Questa alta densità di operazioni in specifiche aree fa emergere città come Milano e Torino come importanti centri di innovazione e di ricerca. Tali *hub* attraggono imprenditori, facilitano la condivisione delle conoscenze e stimolano la concorrenza, creando un ambiente dinamico e favorevole all'innovazione.

CAPITAL INVESTED AND DEAL COUNT BY AREA

2020 – 2024 aggregate data



31

³¹ <https://p101.it/p101-presents-state-of-italian-vca-report-on-the-evolution-of-italian-venture-capital/>

CAPITOLO 2: LE FASI DEL PROCESSO DI INVESTIMENTO

2.1 Fase di Investimento

Dopo aver analizzato le caratteristiche principali e i principali operatori, esaminiamo ora le fasi di un'operazione di *venture capital*, che si articolano in tre momenti fondamentali: fase di investimento, fase di monitoraggio e infine la fase di disinvestimento. La fase di investimento rappresenta il momento in cui l'operatore di *venture capital* identifica un'opportunità di investimento e procede con un'analisi approfondita del profilo imprenditoriale del *management team*, al fine di valutarne l'affidabilità e le competenze. Inoltre, essa comprende la valutazione dell'impresa *target*, l'esame della struttura dell'operazione e la determinazione del prezzo dell'investimento.

2.1.1 L'attività di individuazione e valutazione dell'impresa target

La fase di identificazione delle opportunità di investimento, anche detta generazione del *deal flow*, è una delle fasi principali per lo sviluppo di un'attività di investimento nel capitale di rischio da parte di un operatore VC. Per portare a termine questo processo con successo, è necessario possedere una vasta conoscenza del mercato, un *expertise* approfondita, nonché la capacità di valutare attentamente il potenziale di crescita delle *start-up*. È inoltre fondamentale possedere competenze specifiche nella gestione del rischio e nella negoziazione. Le modalità attraverso cui viene strutturata questa ricerca sono influenzate da tre fattori: caratteristiche dell'operatore, area geografica di intervento e tipologia di investimento. È fondamentale considerare le caratteristiche dell'operatore, la sua esperienza e la sua reputazione, poiché sono strettamente legate al suo storico di operazioni concluse con successo. In molte situazioni, la mancanza di capacità di un operatore nel generare *deal flow* può derivare non solo da complesse analisi di mercato, ma anche dal fatto che potrebbe non aver accumulato ancora una sufficiente esperienza positiva per essere considerato affidabile e competente agli occhi del mercato finanziario. In aggiunta a ciò, assume rilevanza la presentazione dei successi aziendali e delle esperienze vissute, le quali costituiscono un supporto alle convenzionali strategie di marketing, pratica adottata da importanti attori sia in Italia che all'estero. A livello geografico, è fondamentale comprendere i meccanismi volti a ottimizzare il flusso delle trattative. Nei mercati come quello italiano, a differenza di quello statunitense, solitamente solo le operazioni di maggiore entità coinvolgono intermediari specializzati

nel settore delle fusioni e acquisizioni. Questi intermediari mirano a massimizzare il valore gestendo la valutazione della società e il processo di vendita tramite procedure di asta competitiva (*tender*). Per le operazioni di minori dimensioni in Italia, invece, si tende a preferire l'assistenza di commercialisti o consulenti di fiducia. In questi casi, le trattative avvengono tramite contratti diretti tra l'investitore e il venditore, il quale a volte può adottare comportamenti imprevedibili e irrazionali. Nella progettazione di un efficace meccanismo per individuare opportunità di investimento, un terzo aspetto rilevante da considerare è rappresentato dalla varietà di tipologie di investimenti. Questa diversificazione può essere influenzata sia dal settore specifico coinvolto, sia dalla provenienza delle iniziative, che possono originare da istituzioni accademiche, centri di ricerca, associazioni di studiosi, esperti del settore o consulenti specializzati. L'obiettivo principale dell'attività di investimento è quello di conseguire rendimenti elevati nel medio periodo. Per le *start-up*, è fondamentale dimostrare che la loro soluzione non solo è innovativa, ma anche superiore alle alternative già presenti sul mercato. Questo richiede una chiara esposizione delle ragioni per cui la loro proposta è migliore, inclusa una dettagliata comparazione con i prodotti o servizi offerti dai concorrenti. Tale approccio non solo evidenzia il potenziale di crescita e successo dell'azienda, ma rafforza anche la sua posizione agli occhi degli investitori di *venture capital*, delineando in modo chiaro i vantaggi competitivi e il valore aggiunto che essa apporta al settore di riferimento. Gli investitori mostrano preferenza per imprese dinamiche con obiettivi strategici ben definiti ed esplicativi. Tuttavia, il profilo ottimale dell'azienda varia a seconda del tipo di investimento che si intende effettuare. Nelle operazioni di *early stage* o di *seed financing*, l'attenzione sarà rivolta verso le imprese emergenti, caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo e spesso attive in settori innovativi e tecnologici. Non è possibile stabilire un profilo universale che sia valido per tutte le tipologie di investimento. Tuttavia, esistono alcune considerazioni condivise in merito. Un'indagine condotta dalla EVCA ha identificato i principali fattori che influenzano il successo o il fallimento degli investitori istituzionali nel settore del capitale di rischio. Tra questi, l'analisi di mercato emerge come un passaggio di fondamentale importanza, insieme alla selezione del *management* che viene considerata cruciale. Il fattore umano, infatti, si rivela essere il principale elemento che distingue il successo dal fallimento, con un impatto maggiore rispetto alla qualità

tecnica di un prodotto o SAM³². Il profilo ideale di un imprenditore per un investitore di *venture capital* deve mirare a raggiungere obiettivi di crescita aziendale e di successo del progetto che siano fattibili e realistici. Questi obiettivi devono essere parte di un piano ampio aziendale, e gli interessi devono essere allineati tra l'investitore, il *management* e l'imprenditore. La figura dell'imprenditore riveste un ruolo fondamentale, superiore persino al prodotto o al mercato, poiché la validità di un'attività dipende dalla capacità imprenditoriale. Gli investitori necessitano di avere piena fiducia nell'imprenditore e nel *team* per sentirsi garantiti. È essenziale che il *management* riconosca il valore dell'investitore esterno nel processo di crescita aziendale. Per un imprenditore è essenziale presentarsi a un investitore dimostrando competenze che coprano tutti gli aspetti critici della gestione aziendale. È importante comprendere che nessun individuo può essere esperto in tutti i settori aziendali, ma è fondamentale essere in grado di formare un *team* con competenze complementari. Purtroppo, molti progetti vengono respinti perché si concentrano solo su alcuni aspetti trascurando gli altri, un errore che può sembrare banale ma che ha conseguenze significative. Un aspetto cruciale considerato attentamente dagli investitori potenziali è la capacità del *management* di gestire non solo le fasi specifiche di un'impresa, ma anche tutti gli aspetti del suo ciclo di vita, dall'avvio alla crescita. Spesso si verifica che il *management* sia competente nel guidare l'azienda durante la fase iniziale, ma incontri difficoltà nel garantire risultati positivi durante il processo di espansione. È altresì fondamentale che il *management* sia intrinsecamente motivato ad agire. Per incentivarlo e coinvolgerlo negli obiettivi dell'investitore finanziario, è fondamentale istituire un sistema di incentivi che rispecchi gli interessi dell'investitore. Un ultimo aspetto da considerare è il coinvolgimento emotivo delle persone coinvolte. È emerso da diverse analisi che il fallimento di alcune imprese può essere attribuito ad un coinvolgimento emotivo, da parte dei *manager*, così grande da non individuare anche i problemi più banali. Dal punto di vista strategico, gli investitori istituzionali pongono particolare attenzione su tre aree specifiche: la dimensione del mercato, il piano di *marketing* e la strategia di mercato. La prima è essenziale per valutare la potenziale quota di mercato. Nelle fasi iniziali di un'operazione, gli investitori preferiscono che le stime riguardanti la quota di mercato potenziale siano supportate da ricerche di mercato dirette anziché da dati provenienti da fonti esterne. Questo approccio consente all'imprenditore

³² Serviceable Addressable Market

di dimostrare una conoscenza approfondita delle caratteristiche intrinseche del prodotto o servizio offerto. Uno dei metodi più diffusi per valutare la potenziale quota di mercato è l'analisi TAM SAM SOM. Questo *framework* è utilizzato per valutare le opportunità commerciali e definire le strategie di mercato. Il TAM rappresenta il *Total Addressable Market*, cioè l'insieme di tutti i consumatori che potenzialmente potrebbero essere interessati al prodotto. Il SAM indica il *Served Available Market*, ovvero i consumatori che hanno un effettivo interesse nel prodotto, nonché il reddito e l'accesso ad esso. Infine, il SOM, o *Serviceable and Obtainable Market*, rappresenta la quota di mercato potenziale che è raggiungibile e conquistabile da una singola impresa. Ciò che gli investitori cercano è un prodotto o servizio che possa distinguersi positivamente nel mercato di riferimento, garantendo al contempo un'elevata visibilità e un carattere innovativo. Nel contesto degli investimenti, è importante sottolineare una distinzione chiave riguardante il ruolo del prodotto. Per gli investitori attivi nel finanziamento iniziale, soprattutto nel settore *high tech*, la presenza di un prodotto efficace rappresenta un fattore determinante per il successo. Al contrario, per gli investimenti in fasi più avanzate, il ruolo del prodotto diventa meno rilevante. Sebbene miglioramenti al prodotto possano contribuire a incrementare le *performance*, queste dipendono da diversi fattori. Il *business plan*, anche detto piano industriale, è lo strumento principale per effettuare le analisi e le valutazioni. È un documento strategico ed operativo che esplicita, gli elementi che compongono il progetto imprenditoriale, al fine di pianificarli, analizzarli, individuarne criticità e potenzialità, e valutarne tutte le possibili ricadute, sia da un punto di vista qualitativo che quantitativo. È un progetto d'impresa copre, solitamente, un periodo prospettico di 3-5 anni. La tendenza ultimamente è quella di comprimerlo perché aumenta così la prevedibilità. Nelle fasi preliminari l'imprenditore presenta all'investitore un documento preliminare che serve per l'investitore a valutare l'affidabilità dell'imprenditore, dal punto di vista manageriale ed emotivo. Il documento di solito deve illustrare il progetto, analizzare la fattibilità interna, in relazione alle risorse umane e finanze disponibili, ed esterna in relazione al mercato di riferimento. Inoltre, è essenziale evidenziare i fattori critici di successo del progetto, il posizionamento previsto nel mercato, le barriere all'entrata e i rischi principali legati all'operazione. Una volta valutato come interessante, si procede con la redazione del *business plan* definitivo. Durante questa fase, vengono esaminati in dettaglio ed ampliati tutti gli elementi già presenti nel documento

preliminare. Una volta redatto, spetta all'investitore valutarne la coerenza per decidere se procedere con l'investimento. La valutazione richiede un'analisi approfondita di diversi requisiti, tra cui la sostenibilità finanziaria, che deve essere valutata considerando le fonti di finanziamento che il *management* intende utilizzare durante il periodo preso in considerazione. Queste scelte devono essere compatibili con il rapporto di indebitamento e il profilo di rischio della società. Inoltre, il piano aziendale deve essere allineato alle dinamiche del contesto competitivo, includendo fattori normativi, tecnologici e ambientali, e includere previsioni sui ricavi, i margini e gli investimenti, valutandone la loro affidabilità. Un ulteriore aspetto critico è l'analisi di sensitività, che valuta l'impatto di variazioni dei fattori chiave, tra cui competitività, gestione e mercato, sulle proiezioni del piano. Attraverso un approccio *what if*, che consente di identificare le variabili maggiormente impattanti sulla creazione di valore è possibile quantificare l'influenza di tali variabili. Questo processo aiuta a rafforzare la resilienza del piano, anticipando le sfide e le opportunità future, ma supporta anche azioni correttive in presenza di scostamenti rispetto agli obiettivi prefissati.

2.1.2 La Definizione del Prezzo

Gli investitori nel valutare una *start-up*, sapendo che queste sono caratterizzate inizialmente da un esborso iniziale e da entrate di casse future incerte, è comune l'utilizzo del *Venture Capital Method*. In questo approccio, si stima il valore terminale dell'impresa in un anno futuro, ipotizzando che l'azienda possa essere quotata in borsa e che gli investitori possano disinvestire. Questo valore viene calcolato utilizzando multipli di mercato basati su aziende comparabili dello stesso settore. Tale stima rappresenta il *terminal value*, ovvero il valore finale dell'impresa al momento del previsto collocamento in borsa. Questo valore viene poi attualizzato attraverso un tasso che riflette il rendimento richiesto dai *venture capitalist* per calcolare la quota percentuale di partecipazione acquisibile, che di solito è compreso tra il 30% e il 70% in funzione del rischio associato. Questi tassi sono particolarmente alti in quanto le *start-up* sono particolarmente esposte a rischi sistemici rispetto al resto del mercato, questo si traduce in termini del CAPM in beta più elevati, indicando una maggiore correlazione ai flussi di mercato. Un altro fattore è la concentrazione settoriale degli investimenti, in quanto i *venture capitalist* tendono a operare in ambiti specifici, come il settore *high tech* o altre nicchie ad alto potenziale, mantenendo portafogli poco diversificati. Questa focalizzazione aumenta l'esposizione a

rischi idiosincratici, rendendo necessario un *risk premium* sul rendimento atteso. Infine, molte giovani imprese tendono ad avere un rischio di *default* elevato. In pratica, questi i tassi diventano più strumenti di negoziazione rispetto ai tassi di sconto convenzionali, in quanto gli interessi di un *venture capitalist* vengono tutelati utilizzando un tasso di rendimento elevato e richiedendo una partecipazione molto maggiore nella *start-up*. Per valutare aziende con utili negativi, con pochi o nessun dato storico e pochi *comparables*, è prassi comune utilizzare i dati dell'ultimo esercizio finanziario. Tuttavia, nel caso di imprese con utili negativi e una elevata crescita dei ricavi, è importante considerare che i risultati finanziari possono variare significativamente da un periodo all'altro. Pertanto, risulta più appropriato fare affidamento sulle informazioni più recenti disponibili per ottenere una stima accurata del valore dell'azienda. Per quanto riguarda la stima del tasso di crescita, è importante considerare che le aziende giovani tendono ad avere tasso di crescita dei ricavi molto elevato, ma al contempo tale indicatore tende a diminuire nel tempo, allineandosi con la maturazione dell'azienda e la stabilizzazione del mercato. Un altro elemento chiave da considerare è la crescita complessiva del mercato: è più facile sostenere alte *performance* in mercati in espansione che in mercati consolidati. Per quanto riguarda le barriere all'ingresso e il vantaggio competitivo detenuto dall'azienda, affinché un'azienda possa sostenere nel tempo tassi di crescita elevati, è necessario possedere un vantaggio competitivo sostenibile. Questo vantaggio può derivare da una protezione legale, come nel caso di un brevetto, da un prodotto o servizio di qualità superiore, da un marchio riconosciuto o dall'essere stata pioniera in un determinato mercato. Se il vantaggio competitivo appare duraturo, è molto probabile che l'azienda mantenga alte *performance* nel lungo periodo, in caso contrario potrebbe rallentare rapidamente. Un altro aspetto fondamentale nella valutazione di un'azienda giovane è stimare un margine operativo sostenibile quando la crescita si stabilizzerà. Per un'impresa che sta registrando perdite, la sola crescita dei ricavi non è sufficiente: anzi, potrebbe far crescere ulteriormente le perdite nel tempo. Per conferire valore all'azienda, è essenziale prevedere che, nonostante attualmente il margine operativo sia negativo, possa diventare positivo in futuro. Per affrontare questa sfida, è ragionevole scomporre il conto economico dell'azienda, in quanto molte *start-up* registrano perdite non a causa dei costi legati ai ricavi attuali, ma piuttosto perché una parte significativa delle spese operative è destinata a sostenere la crescita futura, e queste spese dovrebbero essere trattate come investimenti

in conto capitale. Stimare la redditività e i margini al netto di tali costi può aiutare a comprendere quanto sia realmente redditizia l'impresa. Nella misurazione dei parametri di rischio, le *start-up* presentano solitamente una storia finanziaria troppo breve per consentire l'applicazione dei metodi tradizionali basati su regressioni tra i rendimenti azionari e quelli di mercato, necessari per stimare il coefficiente beta. In alternativa, è possibile ricorrere all'approccio *bottom-up*, che consente di stimare il beta anche in assenza di dati storici significativi, attraverso l'analisi di imprese comparabili o di specifiche caratteristiche finanziarie dell'impresa oggetto di valutazione, ricavando una stima dei parametri di rischio medi del settore. Qualora non siano disponibili *comparables* significativi, i parametri possono essere stimati in funzione delle caratteristiche finanziarie dell'impresa, come la volatilità degli utili, la struttura dei flussi di cassa e il grado di leva finanziaria.

2.1.3 Il processo di Due Diligence

Nell'ambito dei processi di acquisizione di *start-up* è prevista una fase di verifica, conosciuta come *due diligence*, che consiste in un insieme di verifiche, a beneficio dell'acquirente, volte a minimizzare le asimmetrie informative. Questo è fondamentale nel far emergere eventuali *deal breakers* nonché permettere di identificare e gestire in modo efficace i rischi legati alla potenziale acquisizione. La *due diligence* implica l'esame approfondito delle finanze, degli *asset*, dei debiti, della struttura e delle operazioni di un'azienda, nonché delle eventuali controversie legali attuali o potenziali e di tutte le altre attività aziendali rilevanti. Prima di avviare la *due diligence*, le parti coinvolte firmano un Accordo di Riservatezza (NDA) poiché questo processo comporta la condivisione di informazioni sensibili dell'azienda relative alle finanze, alle operazioni, agli aspetti legali e alle normative vigenti. È fondamentale precisare, tuttavia, che la *due diligence* non costituisce né una revisione contabile né una certificazione dei dati o delle procedure aziendali. Questa si divide in diverse tipologie, tra cui la *due diligence* finanziaria, che riguarda l'analisi dei dati patrimoniali, economico-finanziari e gestionali della società, includendo sia informazioni storiche che prospettiche. Fornendo un contributo essenziale all'investitore nell'analisi e nella comprensione dei parametri fondamentali per la determinazione del valore dell'operazione (*equity bridge*) e facilitando l'individuazione di elementi di rischio che possono emergere nel corso della valutazione. La *due diligence* può essere avviata sia dall'investitore che dal venditore. Le aree di approfondimento

variano in base al tipo di investitore: i fondi di *private equity*, ad esempio, si concentrano sull'analisi del *business*, dei *cash flow*, della struttura organizzativa e dei costi aziendali. Questa può essere avviata in una fase preliminare del processo di acquisizione, con l'obiettivo di individuare eventuali criticità che potrebbero impedire il proseguimento dell'operazione. In alternativa, se l'analisi svolta nella fase di *pre-due diligence* è risultata sufficiente per formulare un'offerta vincolante (*subject to due diligence*), la *due diligence* può essere posticipata a una fase più avanzata, al fine di ottenere un quadro dettagliato della società *target* e confermare le ipotesi alla base della valutazione inclusa nell'offerta (*confirmatory due diligence*). Inoltre, il consulente incaricato della *due diligence* può essere coinvolto anche dopo la conclusione dell'operazione, nella fase di *price adjustment*, per verificare il raggiungimento di eventuali obiettivi necessari al calcolo dell'*earn out*, ossia la parte variabile del prezzo legata ai risultati futuri della società. Le verifiche effettuate durante la *due diligence* finanziaria assumono valore quando vengono recepite nel contratto di compravendita, contribuendo a definire elementi come il prezzo, le garanzie e gli obblighi delle parti coinvolte.

2.2 La fase di gestione e monitoraggio

A seguito della fase di investimento, la gestione e il monitoraggio delle *start-up* emergono come fasi essenziali per garantire la creazione del valore e la sostenibilità del progetto imprenditoriale. La fase post-investimento plasma il futuro delle società e determina il successo degli investimenti. In particolare, la presenza di investitori istituzionali, quali fondi di *venture capital* e *business angel*, non si limita all'apporto di risorse finanziarie, ma si traduce in un coinvolgimento attivo nella supervisione e nel supporto strategico e manageriale della *start-up*. Tale contributo si manifesta attraverso il monitoraggio delle *performance*, la partecipazione agli organi di *governance* e la condivisione di competenze e *network*, fattori che incidono direttamente sulle prospettive di crescita e sulla capacità dell'impresa di affrontare le sfide del mercato.

2.2.1 Il ruolo dell'investitore

Gli investitori istituzionali che apportano sostegno nel capitale di rischio di una società contribuiscono anche ad offrire elementi che favoriscono la crescita e la competitività dell'impresa, offrendo competenze manageriali e un esteso *network* di contatti. Secondo quanto riportato in una ricerca condotta da Kaplan, le imprese partecipate da fondi di

private equity presentano un tasso di *default* inferiore del 25% rispetto alla media di mercato³³. È stato riconosciuto da molte aziende che non solo che senza l'apporto degli investitori istituzionali esse oggi non sarebbero esistite, ma anche che questi ultimi non si erano limitati a fornire risorse finanziarie, ma si erano spesso rivelati veri e propri *partner* attivamente coinvolti nel loro processo di crescita³⁴. Gli interventi e il contributo da parte degli investitori variano a seconda della fase di investimento e dalla relativa quota di partecipazione, di minoranza o di maggioranza nel capitale di rischio, che può influenzare significativamente l'atteggiamento dell'investitore nei confronti della società partecipata. Nel primo caso, l'investitore agisce come azionista con limitati diritti decisionali, mentre nel caso di una partecipazione di maggioranza diventa l'azionista di riferimento con pieno controllo sulla proprietà. Tipicamente le operazioni di *growth capital* sono associate a partecipazioni di minoranza, dove l'investitore fornisce *in primis* capitale di rischio, ma instaura anche una stretta collaborazione con l'azionista di maggioranza. È però anche possibile che, indipendentemente dalla percentuale di partecipazione, l'investitore potrebbe svolgere un ruolo attivo nella definizione della strategia aziendale, agendo come *active owner*. Questo però non va confuso con il ruolo del gestore aziendale, in quanto questo è delegato al *management*. Il ruolo dell'investitore attivo si fonda nell'impegno della creazione di valore nel lungo termine, a vantaggio degli investitori che rappresenta e della comunità degli *stakeholder*, indipendentemente dalla quota detenuta nel capitale sociale. Tuttavia, l'investitore può riservarsi il diritto di approvazione finale sulle operazioni straordinarie, anche qualora non sia il promotore diretto di tali iniziative. Inoltre, il supporto strategico da parte degli investitori può avvenire attraverso la partecipazione ai consigli di amministrazione o in forma consultiva al di fuori di essi. La mancata distinzione tra proprietà e gestione viene spesso considerata una criticità gestionale rilevante, in quanto può compromettere l'efficacia dei processi decisionali e la tutela degli interessi di tutti gli *stakeholder* coinvolti. Il ruolo dell'investitore è influenzato anche dal contesto geografico e dal sistema finanziario del Paese. Negli Stati Uniti, dove il mercato dei capitali è più sviluppato, prevalgono le partecipazioni di minoranza da parte dei fondi di *private equity*. In Europa, invece, il peso ancora rilevante delle banche porta a una maggiore diffusione di operazioni di

³³ S.N. Kaplan, P. Stromberg, «Leveraged Buyouts and Private Equity», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n. 1, 2009.

³⁴ EVCA, *The Economic Impact of Venture Capital in Europe*, giugno 2002.

maggioranza da parte degli investitori. In Italia, questa tendenza si riflette nella predominanza dei *buy out* e nella frequente scelta della vendita a terzi come strategia di disinvestimento.

2.2.2 La Corporate Governance

La *Corporate Governance* è l'insieme di strumenti, regole e meccanismi preordinati alla migliore realizzazione del processo decisionale di un'impresa nell'interesse delle diverse categorie di soggetti che sono interessati alla vita societaria.³⁵ L'opera fondamentale di riferimento risale al 1932 con “*The Modern Corporation and Private Property*” di Adolf A. Berle e Gardiner Means. Quest'opera delineava la separazione tra proprietà e controllo nella moderna società per azioni e i problemi che tale separazione comportava, tra cui la divergenza di interessi e l'asimmetria informativa generata dalla suddivisione dei ruoli, con i relativi costi di agenzia. Berle e Means evidenziano come la frammentazione dell'azionariato renda difficile un controllo effettivo sul *management*, consentendo a quest'ultimo di gestire le risorse aziendali con ampia autonomia, talvolta perseguendo i propri interessi. Questo processo secondo gli autori ha distrutto l'unità che comunemente chiamiamo proprietà, scindendola tra la proprietà nominale degli azionisti ed il potere effettivo del *management*³⁶. Per gli operatori del mercato, garantire l'adozione di regole di *governance* chiare e avanzate, insieme a sistemi efficaci per il controllo della gestione e delle *performance* aziendali, è non solo una necessità, ma spesso un fattore determinante per la creazione di valore. La *corporate governance* nel contesto del venture capital si distingue in modo significativo dai modelli tradizionali. In questo tipo di società, gli azionisti non sono privi di potere, inoltre la distinzione tra proprietà e controllo risulta spesso sfumata. I fondatori, oltre a detenere una quota rilevante della società, ricoprono anche un ruolo di comando come amministratore o membro del consiglio. Parallelamente, gli investitori, ottengono frequentemente il diritto a un seggio nel consiglio di amministrazione in virtù di specifici accordi contrattuali stipulati in sede di investimento. Elizabeth Pollman sottolinea come le teorie tradizionali di *governance* non riescano a cogliere appieno le peculiarità delle *start-up*. Questo limite emerge in modo evidente quando le società private rimangono tali a lungo, arrivando ad avere migliaia di

³⁵ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/corporate-governance.html#:~:text=Glossario%20finanziario%20%2D%20Corporate%20Governance&text=Insieme%20di%20strumenti%2C%20regole%20e,sono%20interessati%20alla%20vita%20societaria>

³⁶ A. Berle, G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers, Piscataway (NJ) 1932.

dipendenti, mentre il potere decisionale resta concentrato nelle mani di una sola persona, con un'influenza determinante sulle scelte strategiche³⁷. Inoltre, i consiglieri indipendenti esercitano un'influenza limitata, accentuando il problema della concentrazione del potere in capo ad un singolo azionista. In questo scenario non si ha una gestione autonoma da parte del *management*, come nel modello classico, ma il fondatore coincide con il principale azionista, esercitando un controllo diretto sulla società. Il Codice di Corporate Governance rappresenta il principale riferimento per la regolamentazione delle *best practice* in materia di governo societario delle società quotate in Italia. Le *start-up* non essendo quotate non sono soggette ad un codice, tuttavia, la *governance* deve essere adattata con l'obiettivo di garantire trasparenza e preservare l'interesse collettivo. I *Venture Capitalists* esercitano un'influenza proporzionale alla quota di capitale investito, che si concretizza attraverso la richiesta di seggi nel consiglio di amministrazione. Questo ruolo garantisce loro un accesso diretto alle informazioni aziendali e permette di monitorare costantemente le decisioni prese e di intervenire tempestivamente sulle scelte strategiche. Un ulteriore strumento di influenza è rappresentato dal potere di incidere sulla nomina e sulla sostituzione del CEO, all'aumentare della percentuale di capitale investita dal VC cresce anche la loro propensione a intervenire nella selezione o nel cambio del vertice aziendale. L'influenza dei VC non si limita agli aspetti di *governance*, ma si estende anche alla struttura degli incentivi, tra cui i meccanismi di *profit sharing*, che mirano a motivare i dipendenti e a creare un senso di appartenenza all'interno dell'azienda, e metodi di remunerazione legati alla *performance*. L'obiettivo di questi meccanismi è duplice: da un lato, ridurre i costi di agenzia, dall'altro, favorire un allineamento degli obiettivi tra tutte le parti coinvolte³⁸.

2.2.3 Il supporto nella creazione di valore

L'intervento di un investitore istituzionale nel capitale di rischio di un'azienda va oltre il semplice apporto di fondi. È fondamentale discutere il ruolo degli investitori come *active*

³⁷<https://digitalcommons.law.uw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1594&context=faculty-articles>

³⁸ Bonini, S., Alkan, S. & Salvi, A. 2012, "The Effects of Venture Capitalists on the Governance of Firms", *Corporate governance : an international review*, vol. 20, no. 1, pp. 21-45.

owners, piuttosto che semplici finanziatori. La società di *Venture Capital* è in grado di apportare un significativo valore aggiunto alle imprese oggetto del proprio investimento. Qualora il *Venture Capitalist* non svolgesse un ruolo attivo nel monitorare e assistere le aziende del suo portafoglio, si limiterebbe a fornire capitale. In tal caso, il successo o il fallimento del VC dipenderebbe esclusivamente dalla sua abilità nel selezionare gli investimenti. Sebbene il successo possa derivare unicamente da tali decisioni, il vantaggio competitivo del VC sarebbe notevolmente potenziato se fosse in grado di offrire supporto diretto alle aziende finanziate. Questi dispongono di competenze manageriali che vengono messe a disposizione dell'azienda per aiutarla nel raggiungimento degli obiettivi di sviluppo, offrendo un supporto attivo alle società controllate. Occupando in genere una posizione importante nel consiglio di amministrazione, essi hanno la possibilità di fornire consulenza e supporto, esercitando un'influenza diretta sui processi decisionali e sulle dinamiche operative dell'impresa. Il *network* dell'investitore rappresenta un ulteriore valore aggiunto, facilitando l'accesso a competenze e relazioni strategiche. Inoltre, l'ingresso di un investitore è percepito come una conferma della solidità dell'impresa, aumentando la sua credibilità verso il mercato, finanziatori e clienti. Questi investitori riescono ad accelerare l'innovazione aziendale, migliorando la produttività e le *performance* dell'impresa³⁹. In questo modo, i *venture capitalists* agiscono come catalizzatori dell'innovazione, contribuendo non solo a finanziare le idee, ma anche a trasformarle in risultati concreti ed efficienti. In questo modo, i VCs agiscono come catalizzatori dell'innovazione, contribuendo non solo a finanziare le idee, ma anche a trasformarle in risultati concreti ed efficienti. Secondo Invest Europe, esiste una correlazione positiva tra la diffusione dell'attività di *venture capital* e *private equity* e il livello di innovazione di un Paese. Le nazioni in cui l'intervento di questi operatori è più rilevante tendono infatti a registrare una maggiore intensità innovativa. Spesso questi operatori svolgono un ruolo cruciale anche nell'ampliare l'accesso delle *start-up* a risorse strategiche, in particolare, forniscono assistenza nell'individuazione di risorse umane chiave, in quanto sarebbe una delle principali difficoltà affrontate dalle imprese, soprattutto nelle fasi iniziali. Grazie alla loro reputazione e al network consolidato, i VC sono spesso in grado di attrarre figure professionali di alto profilo che diversamente

³⁹ Frontier Economics per Invest Europe, Exploring the Impact of Private Equity on Economic Growth in Europe, 2013.

risulterebbero difficili da coinvolgere.⁴⁰ Un aspetto fondamentale nell'operato dei fondi di VC è la gestione e la minimizzazione del rischio e per fare ciò adottano diverse strategie mirate non solo a preservare il capitale investito, ma anche a massimizzare le possibilità di successo complessivo del loro portafoglio. Una delle strategie più comuni è la diversificazione, in particolare la diversificazione temporale che implica un investimento graduale dei capitali nel corso di diversi anni, generalmente tra i tre e i cinque anni, al fine di attenuare gli effetti delle fluttuazioni macroeconomiche e sfruttare le opportunità in diverse fasi di mercato. Un'altra strategia è la diversificazione per fase, dove i fondi di *venture capital* tendono a distribuire gli investimenti in *start-up* che si trovano in fasi diverse del loro ciclo di vita, partendo dalle prime fasi di sviluppo fino alle fasi più avanzate. A questa si aggiunge la diversificazione geografica, che si traduce nell'investire in imprese distribuite su diversi mercati nazionali o internazionali permettendo di ridurre l'esposizione a rischi specifici di un singolo paese e, allo stesso tempo, favorisce i processi di internazionalizzazione delle aziende partecipate. Tuttavia, questa diversificazione deve essere guidata da una conoscenza approfondita dei mercati di riferimento e dalle competenze specifiche del *team*. Solo così è possibile trovare il giusto equilibrio tra la necessità di ridurre l'esposizione ai rischi e quella di mantenere una gestione efficiente delle società in portafoglio. In questo contesto, il processo decisionale e l'esperienza degli investitori si rivelano elementi chiave per adottare scelte tempestive e consapevoli, massimizzando le opportunità di rendimento e contribuendo allo sviluppo sostenibile delle imprese⁴¹.

2.3 Il Processo di Disinvestimento

La fase di *exit* per un fondo rappresenta la conclusione del ciclo di vita dell'investimento all'interno di una *start-up*. Questo momento coincide con la realizzazione del *capital gain*, poiché le aziende partecipate da *venture capitalists* generalmente non distribuiscono dividendi. Di conseguenza, gli investitori del fondo possono concretizzare il proprio rendimento esclusivamente al momento dell'*exit*, ottenendo la differenza tra il ricavato della dismissione e il capitale inizialmente investito. Pertanto, i soggetti gli investitori

⁴⁰ Metrick A. e Yasuda A., *Venture Capital and the Finance of Innovation*, seconda edizione, John Wiley & Sons, New York 2010.

⁴¹ Article - Ming Tham, *How venture capital works*, Nexea, 2023.

valutano un potenziale investimento, considerano fin da subito la futura possibilità di uscita e i potenziali investitori che potrebbero essere interessati al momento della vendita. Considerando la struttura dei fondi VC e la temporaneità della *partnership* con le imprese finanziate, è inevitabile la *exit*. Il *venture capitalist* agisce come un *partner* temporaneo il cui obiettivo principale è di uscire dall'investimento con un profitto, oltre a sostenere la crescita dell'azienda finanziata e promuovere l'innovazione. Al fine di massimizzare il *capital gain* derivante dalla partecipazione azionaria, è fondamentale gestire con attenzione alcuni aspetti chiave, tra cui la scelta della finestra temporale in cui procedere con il disinvestimento, poiché dipende sia dalle *performance* dell'azienda coinvolta sia dalle condizioni generali del mercato. Il disinvestimento viene generalmente deciso quando i risultati operativi e finanziari dell'azienda consentono di ottenere un *capital gain* ritenuto soddisfacente, salvo casi di necessità legati a scadenze del fondo o vincoli contrattuali. Un secondo elemento rilevante riguarda l'individuazione della categoria di potenziali acquirenti, che può comprendere soggetti strategici, investitori finanziari oppure attraverso operazioni di M&A o tramite la quotazione in borsa. La pianificazione dell'*exit* richiede all'investitore di valutare con anticipo sia le condizioni dei mercati finanziari sia le *performance* aziendali, evitando di basare la tempistica dell'uscita solo su queste ultime. Quando i mercati attraversano fasi di instabilità, le operazioni di cessione possono essere esposte a rischi, tra cui la diminuzione dei prezzi, il prolungamento delle tempistiche e il fallimento stesso dell'operazione. La scelta di procedere con il disinvestimento, inoltre, non è sempre rimessa alla sola volontà dell'investitore, ma può essere fortemente influenzata dalla presenza di altri soci e dai patti parasociali, in particolare, le clausole di *drag along*, che prefigurano il diritto del socio alienante di trascinare nella cessione della propria partecipazione anche quelle di altri soci, e le clausole di *tag along*, che permettono ai soci di minoranza di partecipare alla cessione delle partecipazioni di maggioranza beneficiando delle medesime condizioni economiche⁴². Una volta scelto il periodo favorevole è necessario scegliere il canale di disinvestimento più adatto, ossia la categoria di potenziali acquirenti a cui rivolgersi. Gli *strategic buyers* sono aziende che operano nello stesso settore della società *target* e possono godere di sinergie attraverso l'acquisizione della *start-up*. Il canale di

⁴² Gervasoni, A., Sattin, F.L. & Bechi, A. 2020, Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio, Sesta ampliata e aggiornata. edn, Guerini Next, Milano.

vendita ad un acquirente strategico è detto *trade sale*. Gli acquirenti finanziari invece rappresentano una categoria che include fondi di *private equity*, operatori di *permanent capital*, *family office* e gruppi di investitori. Questo tipo di operazione è definita *secondary buy out*, che consiste nella cessione della partecipazione da un investitore finanziario a un altro.

2.3.1 Tipi di operazioni

Nel contesto del *venture capital*, le principali tipologie di operazioni di disinvestimento adottate sono molteplici tra cui ritroviamo il *trade sale*, una delle modalità più utilizzate, questa consiste nella cessione delle quote dell'azienda partecipata ad altre imprese, principalmente attraverso trattative private o aste. Nelle trattative private, l'investitore ricerca direttamente l'acquirente, mentre nelle aste competitive diversi potenziali investitori competono per ottenere un prezzo più favorevole. Durante questo processo, gli acquirenti conducono un'approfondita *due diligence* per valutare l'investimento. La cessione, rispetto all'IPO, risulta generalmente più veloce consentendo di liquidare immediatamente la propria partecipazione. Tra le possibili criticità, si annoverano la potenziale opposizione da parte del *management* e la difficoltà, riscontrabile in alcuni mercati, di individuare acquirenti interessati all'operazione. Nel *trade sale*, a differenza del *secondary buy out*, l'investitore finanziario uscente raramente ha la possibilità di fare un disinvestimento parziale o di mantenere un potenziale di guadagno futuro. Il *secondary buy out*, menzionato in precedenza, si riferisce alla vendita della quota posseduta da un investitore ad un altro operatore della medesima natura, utilizzando una combinazione di capitale proprio e debito. L'acquirente solitamente è una realtà più grande o con maggiori risorse e ha l'obiettivo di continuare il percorso di crescita e sviluppo avviato dal precedente proprietario. Questo tipo di transazione può portare a ulteriori fasi di trasferimento di proprietà, chiamate *tertiary* o *quaternary buy out*. Inoltre, presenta il vantaggio di consentire un reinvestimento parziale da parte del venditore. Un'ulteriore strategia di *exit* è attraverso l'alienazione della partecipazione a favore del socio originario, il cosiddetto *buy-back*, questa operazione riporta l'assetto proprietario alla situazione antecedente all'ingresso del fondo e non implica il coinvolgimento di altri operatori finanziari. L'operazione può concludersi sulla base di una clausola *put and call* definita al momento dell'investimento, concordando un prezzo prefissato, da esercitarsi entro un determinato termine o al verificarsi di specifici eventi. Nel caso di

disinvestimento attraverso IPO è il mercato borsistico stesso ad agire come acquirente della partecipazione detenuta dal fondo, in quella che viene comunemente definita *venture capital-backed IPO*, tuttavia, l'accesso all'IPO è riservato a una minoranza di aziende in portafoglio, poiché richiede il soddisfacimento di rigorosi requisiti qualitativi e quantitativi, quali dimensioni adeguate, solidità organizzativa, trasparenza gestionale, capacità di reporting e prospettive di crescita sostenibile. Queste operazioni sono fortemente influenzate dalle condizioni dei mercati finanziari, che possono incidere sia sulla fattibilità sia sull'attrattiva dell'operazione.⁴³ Oltretutto l'IPO può consentire al fondo di *venture capital* un disinvestimento solo parziale, che tuttavia comporta anche il rischio di posticipare la monetizzazione di una parte dell'investimento e di essere esposti alla volatilità dei mercati azionari.⁴⁴ Infine esistono due ulteriori modalità di valorizzazione che, pur non configurandosi come vere e proprie cessioni di quote azionarie, assumono rilievo nella gestione degli investimenti da parte dei fondi di *venture capital* e *private equity*: la *dividend recap* e il *write off*. Il primo consiste nell'erogazione di dividendi straordinari agli azionisti, resa possibile mediante l'assunzione di nuovo debito da parte della società partecipata, ma non della compagine azionaria. Questa operazione non comporta alcuna modifica nella struttura societaria, ma influisce sulla situazione finanziaria dell'azienda. Consente agli investitori di ottenere una parziale monetizzazione dell'investimento senza dover procedere ad una dismissione della partecipazione. La possibilità di effettuare una *dividend recap* è strettamente legata dalle condizioni del mercato ed è più comune in contesti con liquidità elevata e condizioni di finanziamento favorevoli⁴⁵. Tuttavia, l'aumento dell'indebitamento può esporre l'azienda a rischi finanziari maggiori, specialmente in presenza di eventuali cali delle *performance* operative o cambiamenti sfavorevoli nel contesto macroeconomico⁴⁶. Il *write off* invece consiste nell'azzeramento totale o parziale del valore della partecipazione detenuta dall'investitore finanziario. Questo avviene quando la società partecipata non è più in grado di generare valore e l'investimento è considerato irrimediabilmente perduto. Piuttosto che essere considerata una *exit*, il *write off* comporta una perdita patrimoniale per il fondo, con conseguente riduzione del valore complessivo del portafoglio. In

⁴³ <https://windhambrannon.com/blog/exit-strategy-considerations-for-venture-capital-investments/>

⁴⁴ <https://www.investopedia.com/terms/v/venture-capital-backed-ipo.asp>

⁴⁵ <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/dividend-recapitalization/>

⁴⁶ <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/dividend-recap/>

determinate situazioni, questa operazione può portare a benefici fiscali per compensare le perdite subite, contribuendo a mitigare l'impatto negativo sull'investitore. L'uso del *write off* tende ad aumentare durante periodi di recessione.⁴⁷

2.3.2 Le strategie di vendita

Una volta individuata la categoria di potenziali investitori interessati alla *start-up*, l'investitore deve elaborare una strategia di vendita mirata a massimizzare il valore dell'azienda e garantire un ritorno soddisfacente sull'investimento. Una strategia di vendita ben strutturata dovrebbe perseguire alcuni obiettivi fondamentali, tra cui la massimizzazione del prezzo di vendita per ottenere il massimo valore possibile, la riduzione dei tempi del processo di vendita per mitigare il rischio di *execution* e l'impatto di fattori esterni negativi, la diminuzione del rischio di peggioramento delle *performance* che potrebbe influire negativamente sull'andamento operativo della società e, infine, la selezione accurata di una *partner list* di acquirenti probabili e credibili. Anche per i fondi di investimento, la selezione del nuovo proprietario e la solidità del soggetto subentrante rappresentano aspetti di notevole importanza. Affidare una *start-up* a una controparte affidabile contribuisce a salvaguardare la reputazione del fondo uscente e ad assicurare la continuità e crescita all'azienda. Al contrario, una gestione superficiale di questo passaggio può compromettere future operazioni e generare diffidenza tra gli investitori. Le principali strategie di vendita per le *start-up* si suddividono in due categorie principali: la cessione attraverso fusioni e acquisizioni e l'offerta pubblica iniziale. Nel caso delle IPO, le decisioni strategiche riguardanti la struttura dell'operazione, l'entità dell'offerta e la selezione del mercato di quotazione sono vincolate da normative specifiche che regolano il processo. Questo implica che le società che scelgono di quotarsi in borsa devono conformarsi a determinati requisiti normativi e di mercato che limitano la libertà decisionale e la personalizzazione dell'operazione. Per quanto riguarda le fusioni e acquisizioni, è possibile individuare tre possibili strategie di vendita: *pre-emptive bid*, *negotiated sale* e la procedura d'asta, che a sua volta può declinarsi in *limited auction* e *broad auction*. Attraverso la *pre-emptive bid* il venditore avvia una trattativa esclusiva con un solo potenziale acquirente, senza coinvolgere altri soggetti nel processo. In molti casi, è l'acquirente stesso a manifestare interesse in modo spontaneo, spesso dopo aver condotto un'analisi strategica approfondita sull'azienda *target*. Questa strategia è

⁴⁷ https://www.larksuite.com/en_us/topics/venture-capital-glossary/write-off

caratterizzata da un alto livello di riservatezza e la flessibilità di poter modificare la strategia di vendita in seguito, nel caso in cui questo tipo di negoziazione non porti ai risultati desiderati. Tuttavia, la principale criticità risiede nella difficoltà di valutare l'adeguatezza dell'offerta ricevuta, poiché mancano termini di confronto con altre proposte, pertanto l'offerta deve essere estremamente competitiva in termini di prezzo. In assenza offerte di alternative, ci si può orientare su *comparables* registrati nel settore o su multipli borsistici medi. L'approccio del *pre-emptive bid* si rivela particolarmente appropriato quando vi è un acquirente chiaramente distinto dagli altri potenziali acquirenti, con una expertise elevata nel settore di riferimento, oppure un *competitor* dell'azienda *target*. La *negotiated sale* prevede che il venditore avvii trattative parallele con un numero limitato di potenziali acquirenti, solitamente compreso tra due e cinque, selezionati in anticipo e inseriti in una *short list* come soggetti più probabili e qualificati per l'acquisizione. Questo approccio si caratterizza per una gestione flessibile delle tempistiche, nonché per un'asimmetria informativa tra i vari investitori, ciascuno riceve le informazioni ritenute più rilevanti per favorire la negoziazione⁴⁸. Tra i vantaggi risiede la possibilità per il venditore di instaurare un rapporto di fiducia e trasparenza con il potenziale acquirente, quindi, qualora la proposta sia in linea con le aspettative in termini di prezzo e condizioni, il venditore può concludere rapidamente la transazione, evitando di dedicare tempo e risorse alla valutazione di ulteriori offerte. Inoltre, il venditore mantiene la libertà di interrompere la trattativa qualora le condizioni non risultino soddisfacenti. Tra gli svantaggi principali di questa modalità, si segnala la riduzione del potere contrattuale del venditore, a causa della consapevolezza da parte degli acquirenti della limitata concorrenza. L'asta competitiva, infine, rappresenta una delle strategie più strutturate e trasparenti per la vendita di una società, questo approccio prevede il coinvolgimento di un numero più ampio di potenziali acquirenti, selezionati attraverso una procedura organizzata in fasi definite e con tempistiche predeterminate. Esistono principalmente due tipologie di asta, la versione ristretta detta anche *limited auction*, la quale coinvolge un numero limitato di potenziali acquirenti, di solito compreso tra cinque e dieci individui selezionati dal venditore. Questo approccio offre una maggiore flessibilità e, a volte, permette deroghe alle tempistiche o alle informazioni asimmetriche tra i partecipanti. Dall'altra parte, vi è la *broad auction*, che si rivolge a un gruppo più

⁴⁸ <https://www.investopedia.com/terms/n/negotiatedsale.asp>

ampio di potenziali acquirenti, spesso superiore ai quindici partecipanti, e si contraddistingue per l'applicazione rigorosa del principio di trattamento paritario e per tempistiche molto rigide. L'efficacia di tale strategia dipende dal fatto che la competizione tra probabili acquirenti sia accesa, permettendo la massimizzazione del prezzo.

CAPITOLO 3: ANALISI DEL CASO BENDING SPOONS

3.1 Cos'è Bending Spoons

In questo capitolo analizziamo il caso studio Bending Spoons, un unicorno italiano piuttosto inusuale in quanto se la maggior parte delle aziende *tech* hanno un approccio volto alla creazione di un prodotto e servizio ben specifico, oppure risolvere un problema in particolare, Bending Spoons ha intrapreso un approccio del tutto diverso volto alla costruzione di una piattaforma intesa come un conglomerato di tecnologie e competenze ottimizzato per scalare prodotti digitali nel modo più efficace ed efficiente possibile. L'azienda, quindi, ha costruito una piattaforma in grado di gestire una moltitudine di prodotti digitali diversificati, alcuni dei quali sviluppati internamente e altri acquisiti quando ritenuti ad alto potenziale, con l'obiettivo di valorizzarli e accelerarne la crescita grazie alle proprie competenze, tecnologie e cultura aziendale.

3.1.1 Storia e Sviluppo

I fondatori di Bending Spoons — Luca Ferrari (attuale CEO), Francesco Paternello, Matteo Danieli, Luca Querella e Tomasz Greber — prima della creazione dell'azienda si sono dedicati, in parte, a un precedente progetto imprenditoriale a Copenaghen: la *start-up* Evertale. Tre di loro furono direttamente coinvolti in questa iniziativa, considerata una sorta di precursore che ha posto le basi per la nascita ufficiale di Bending Spoons nel 2013, sempre a Copenaghen. Evertale si proponeva come un diario digitale auto-generante, capace di creare automaticamente resoconti delle attività quotidiane degli utenti. Nonostante un finanziamento iniziale di un milione di euro da parte del fondo Mangrove Capital, la società non riuscì a raggiungere la sostenibilità economica e cessò l'attività dopo tre anni. Sebbene il 50% degli intervistati manifestasse interesse per l'applicazione, l'utilizzo effettivo diminuiva drasticamente dopo pochi giorni, in quanto, gli utenti pur ritenendo il servizio interessante, non erano disposti né a pagare né a impegnarsi nel lungo periodo. Secondo il CEO, le cause principali del fallimento furono un modello di ricavi poco efficace e una limitata scalabilità dovuta alla dipendenza dalla piattaforma Android. Alla chiusura, i *founders* rimasero soltanto con 40.000 euro, somma che fu successivamente reinvestita per avviare Bending Spoons ⁴⁹. Sulle ceneri di quel fallimento, dopo circa un anno dalla fondazione della nuova *start-up*, hanno deciso di

⁴⁹ <https://techcrunch.com/2012/02/24/evertale-a-social-network-for-the-less-proactive-gets-seed-funding-from-mangrove/>

spostare la sede in Italia, il motivo è che il loro obiettivo fosse quello di diventare un modello di ispirazione in Italia, un paese secondo Luca Ferrari con così tanto potenziale inespresso a causa della mancanza di modelli di ispirazione. La nuova strategia di Bending Spoons approccia l'identificazione di opportunità di mercato, dando priorità a problemi tangibili validi sul mercato, con prodotti che offrissero soluzioni radicali alla clientela e non incrementali. L'azienda applica una politica opposta alla precedente che non si focalizza solo in un progetto, ma sulla costruzione di una piattaforma con una moltitudine di competenze, tecnologie e strumenti orizzontali che si potessero utilizzare su una varietà di prodotti digitali e su questi lavorare cercando di minimizzare il rischio di *default* delle singole applicazioni con alte possibilità di scalare attraverso acquisizioni strategiche. All'epoca l'azienda focalizzava il suo *core business* sull'*apps world*, perché era ritenuto un settore con grandi potenzialità di crescita, con barriere all'ingresso piuttosto basse. Il primo progetto fu Fonstie, che oggi non esiste più che convertiva il testo in *font* e *typeface* diversi per scrivere su Facebook o Messenger in maniera più informale. Questa è stata creata in due settimane solo per generare entrate immediate. Il progetto, sebbene minimale, fruttò 10.000 euro, sufficienti a coprire i costi operativi iniziali dell'azienda. La loro seconda creazione fu Mustache Private Texting, operativo solo negli USA, che permetteva di ottenere una SIM *card* virtuale e un numero di telefono temporaneo a presidio della *privacy* e della sicurezza dai messaggi *spam* provenienti dai *craigslist*. Questa *app* è riuscita a realizzare circa 100.000 dollari. In entrambi i casi il processo per arrivare alla loro idea di *business* era concentrato su aziende *comparables*, già operative, mirando a migliorare il prodotto dando un proprio valore aggiunto. Secondo Luca Ferrari "*il successo di un prodotto è determinato tanto dall'abilità di distribuirlo, attraverso il marketing, quanto dall'offerta del prodotto in sé*". Secondo quanto evidenziato dal CEO, un errore frequentemente commesso dagli imprenditori alle prime armi consiste nel focalizzarsi esclusivamente sullo sviluppo del prodotto, trascurando l'importanza di definire strategie idonee a raggiungere il cliente finale a costi tali da assicurare la redditività dell'iniziativa. In tale contesto, Bending Spoons si distingueva per la propria specializzazione nell'ottimizzazione delle applicazioni. Negli anni successivi, l'azienda ha ampliato la propria platea di utenti attraverso strumenti di *marketing* a pagamento, comunemente definito come *paid user acquisition*. Tale strategia implica l'investimento di risorse finanziarie in campagne pubblicitarie su piattaforme

digitali, quali *social media*, motori di ricerca, *banner* pubblicitari e collaborazioni con *influencer*, con l'intento di acquisire rapidamente nuovi utenti per applicazioni, servizi digitali o piattaforme *online*. Tra il 2015 e il 2020, l'azienda ha consolidato la propria presenza nel mercato *mobile* attraverso il lancio di applicazioni come Splice, che si occupa di *video editing*, oppure Remini e 30 Day Fitness che divennero prodotti di punta dell'azienda, totalizzando oltre 300 milioni di *download* entro il 2020 e posizionando l'azienda tra i top 10 sviluppatori globali, davanti a colossi come Snapchat e Adobe. Una svolta decisiva è stata, poi, rappresentata dallo sviluppo, nel 2020, di Immuni, l'applicazione di *contact tracing* commissionata dal governo italiano, a titolo gratuito, per contrastare la diffusione del COVID-19. Questo progetto non solo ha segnato a livello di immagine l'azienda, ma ha anche accelerato l'evoluzione tecnologica e organizzativa della *scale-up* milanese, consolidandone la reputazione come attore affidabile in contesti ad alta complessità istituzionale. Il terzo e decisivo passaggio nella crescita dell'azienda è stato la strategia di acquisizione di imprese tecnologiche già esistenti, con potenziale inespresso e dotate di un buon flusso di utenti, spesso grazie ad un buon posizionamento. Bending Spoons si è distinta per la capacità di gestire e ottimizzare questi prodotti in maniera efficiente rispetto ai precedenti sviluppatori, intervenendo profondamente sul codice, ridisegnando drasticamente l'esperienza utente e rivoluzionando le strategie di monetizzazione. Questo approccio ha permesso di trasformare aziende poco redditizie in prodotti di successo, generando ritorni significativi. Nel corso del tempo, l'azienda ha progressivamente aumentato il livello di sofisticazione delle proprie competenze, delle tecnologie e della propria struttura organizzativa, arrivando a gestire operazioni di acquisizione sempre più complesse. Un esempio rilevante è rappresentato dall'acquisizione di Evernote una società con 400 dipendenti, 250 milioni di utenti e un flusso di ricavi pari a 100 milioni di euro, acquistata per 730 milioni di dollari nel 2023. L'azienda è riuscita a sviluppare tecnologie sempre più avanzate e versatili, che potessero essere adattate a diversi modelli di *business*, grazie anche al supporto di *team* altamente specializzati nella scalabilità dei prodotti digitali. Bending Spoons che ormai possiamo dire con certezza che non sia più una *start-up*, ma possiamo identificarla come fondo la cui strategia risulta ampiamente inusuale, non avendo mai fatto un'operazione di *exit* attraverso le proprie microaziende in portafoglio, giustificando questa scelta strategica dalle *revenue* generate dalle società stesse. Nel 2024, ha raggiunto una valutazione pari a

2,55 miliardi di dollari. Il fatturato si è attestato a quota 622 milioni di euro, evidenziando un incremento del 72,5% rispetto all'esercizio precedente.

3.1.2 La Governance Aziendale

La struttura organizzativa di Bending Spoons si caratterizza per una suddivisione in gruppi autonomi, ciascuno incaricato della gestione di un progetto specifico, come nel caso di Remini, Evernote o Komoot. Ogni *team* gode di un ampio margine di autonomia nella definizione e nell'attuazione della propria strategia, questo approccio promuove l'iniziativa individuale e favorisce l'autonomia delle aziende interne, permettendo a ciascun gruppo di personalizzare le proprie procedure operative in base alle esigenze specifiche. In tal modo, si stimola continuamente l'innovazione di processo, poiché le soluzioni più efficaci possono essere replicate anche da altri, generando un risparmio di risorse e una diffusione delle migliori *best practice* a livello aziendale. A tal fine, per assicurare una comunicazione efficace tra i vari gruppi, Bending Spoons si avvale di *team* di supporto, sia interni che esterni ai gruppi, che promuovono la creazione di sinergie all'interno dell'intera organizzazione, tra questi distinguiamo i vertici, l'amministrazione e le risorse umane. All'interno di ciascun ramo di prodotto è poi presente una struttura denominata *Squad*, un sotto-*team* autonomo responsabile della gestione di una specifica sezione del prodotto o dello sviluppo di nuove iniziative, ognuna è dotata di tutte le risorse necessarie per operare in modo indipendente, senza necessità di supporto esterno. Ogni divisione include generalmente una figura responsabile della gestione come un *product manager* o un *growth manager*. Il *product manager* definisce la visione e la strategia di sviluppo del prodotto, guidando il gruppo verso il raggiungimento degli obiettivi prefissati. Il *growth manager*, invece, si concentra sull'individuazione e sull'implementazione di strategie innovative per favorire la crescita, ottimizzando i processi per migliorare i risultati aziendali. Per quanto riguarda la cultura aziendale, primo elemento distintivo è l'essere *climbers*, ponendo un forte accento verso obiettivi ambiziosi e di lungo periodo, accompagnato da una continua ricerca di miglioramento sia personale che professionale. Tale approccio genera un contesto dinamico in cui i dipendenti sono stimolati a superare i propri limiti, affrontando sfide complesse con un atteggiamento ottimista e resiliente, orientato verso il lungo periodo. Adottano un approccio scientifico che si manifesta attraverso un processo decisionale fondato su dati e logica, questo modello meritocratico promuove l'emergere di giovani talenti, come

evidenziato dalle rapide carriere di numerosi *Spooners* che, in breve tempo, assumono ruoli di responsabilità manageriale. Bending Spoons si caratterizza per la sua natura aperta e inclusiva, implementando strategie che combinano politiche e iniziative pratiche, supportate da analisi comparative delle retribuzioni al fine di assicurare l'equità salariale. Queste misure sono accompagnate da processi di reclutamento gestiti da comitati, composti da una decina di persone, mirati a minimizzare i rischi di discriminazione. L'azienda, infine, riconosce di possedere uno spirito di comunità caratterizzato dall'empatia, da un forte senso di collaborazione e dalla capacità di fare affidamento sull'altro. Il CEO, Luca Ferrari, sostiene che fin dall'inizio l'azienda ha mirato a una rigorosa selezione delle proprie risorse umane, raggiungendo così uno status di eccellenza italiana, simile a quello di Olivetti in passato. Questa attenzione alla qualità del capitale umano è stata trasformata in un vantaggio competitivo strategico. Attualmente, l'azienda si distingue come uno dei migliori ambienti lavorativi, caratterizzato da processi di selezione estremamente rigorosi, gestiti da un *team* di circa 20 professionisti, con l'intento di attrarre e integrare i talenti più promettenti. Bending Spoons è riconosciuta come uno dei migliori posti di lavoro in Italia. Secondo il Great Place to Work Institute, Bending Spoons è il miglior posto di lavoro in Italia per la categoria 150-499 dipendenti e il secondo posto tra i Best Workplaces for Millennials.⁵⁰ Questo riconoscimento sottolinea la dedizione dell'azienda nel costruire un ambiente di lavoro positivo e innovativo. L'ampia offerta di *benefit*, la cura per la *work-life balance* e le numerose opportunità di formazione rendono Bending Spoons una delle realtà più attrattive per i giovani talenti.

3.1.3 Il Portafoglio prodotti

Bending Spoons possiede un portafoglio di prodotti ampiamente diversificato, sia a livello geografico, con una presenza che si estende dall'Europa al Nord America e all'Asia, dove ha una sede operativa a Tokyo, sia a livello settoriale, posizionandosi principalmente nel mercato *tech* attraverso servizi prevalentemente digitali. Tra i prodotti offerti, l'azienda propone servizi dedicati alla produttività e alla creatività, come Evernote, un'applicazione progettata per la scrittura di appunti, la creazione di liste e l'inserimento di immagini. Evernote è stata acquisita nel 2022, dopo aver raggiunto in meno di dieci anni una valutazione di un miliardo di dollari; tuttavia, negli anni successivi ha

⁵⁰ <https://www.greatplacetowork.it/>

attraversato una fase di declino, caratterizzata dalla perdita di una quota significativa della propria base utenti. Diversamente, Remini rappresenta una delle prime applicazioni storiche sviluppate da Bending Spoons, azienda fondata nel 2013 a Copenaghen e trasferitasi pochi mesi dopo a Milano, dove ha consolidato la propria crescita. Remini utilizza l'intelligenza artificiale per generare, migliorare e modificare immagini, consentendo anche l'applicazione di effetti e stili. Nel 2024 ha superato i 120 milioni di *download* e ha raggiunto circa 70 milioni di utenti attivi mensili, affermandosi come uno dei principali successi internazionali dell'azienda. Infine, per questa categoria di prodotto troviamo Splice, già introdotta in precedenza, un'applicazione dedicata al *video editing*. Splice è stata creata nel 2013 da GoPro e successivamente acquisita da Bending Spoons nel 2016. Il *core business* dell'app Splice consiste nell'*editing* di video direttamente da *smartphone*, con un focus particolare sulla pubblicazione di contenuti su piattaforme *social* quali Instagram, TikTok e Facebook. Attualmente, Splice registra oltre cinque milioni di *download* su Google Play. Per quanto riguarda l'ambito sport e salute, Bending Spoons ha sviluppato nel 2018 uno dei suoi maggiori successi internazionali: 30 Day Fitness. Quest'app, divenuta particolarmente popolare negli Stati Uniti e nel resto del mondo, ha generato ricavi pari a 45 milioni di euro durante la pandemia ed è stata riconosciuta da Apple come "App of the Day". 30 Day Fitness offre programmi di allenamento personalizzati della durata di 30 giorni, ideati per migliorare la forma fisica, senza la necessità di attrezzi o di accesso a una palestra, tramite *video tutorial*, piani progressivi con intensità crescente e strumenti per il monitoraggio dei progressi individuali. Infine, abbiamo l'app Komoot acquisita nel marzo 2025, utilizzata per chi pratica *running* o *trail running* per pianificare il percorso di allenamento. Per quanto concerne i servizi di *streaming*, Bending Spoons ha recentemente ampliato il proprio portafoglio di prodotti B2B attraverso l'acquisizione di due realtà di rilievo internazionale: Brightcove e StreamYard. Brightcove, un'azienda statunitense fondata nel 2004 e quotata al Nasdaq dal 2012, è stata acquisita da Bending Spoons nel febbraio 2025 per un valore di circa 233 milioni di dollari, a seguito di un accordo definitivo siglato nel novembre 2024. Brightcove si distingue come una delle principali piattaforme globali per la gestione, distribuzione e monetizzazione di contenuti video *online*. I suoi servizi sono principalmente indirizzati a imprese, *media*, *broadcaster* e organizzazioni che necessitano di tecnologie avanzate per lo *streaming* e il *video marketing*. Nel corso dei

suoi vent'anni di attività, Brightcove si è affermata come pioniere e innovatore nel settore. L'acquisizione da parte di Bending Spoons è stata guidata dall'intento di rafforzare la posizione di Brightcove come *leader* globale nelle soluzioni video e di offrire un valore aggiunto alla sua ampia clientela internazionale. In parallelo, Bending Spoons ha concluso un accordo per acquisire StreamYard, società nota per la sua piattaforma di *live streaming* e registrazione, utilizzata da milioni di utenti a livello globale. StreamYard si è affermata come *leader* nel settore delle soluzioni per la trasmissione di eventi in diretta e la registrazione di contenuti digitali, consentendo la trasmissione simultanea su più piattaforme, tra cui YouTube, Twitch, Instagram e TikTok, operando direttamente tramite *browser*. Il successo è dovuto alla sua facilità d'uso, all'affidabilità del servizio e alla capacità di soddisfare le esigenze di *creator* e aziende che desiderano raggiungere il proprio pubblico in modo efficace e professionale. L'acquisizione da parte di Bending Spoons, nel 2024, rappresenta un ulteriore passo per consolidare la propria presenza nel mercato, attraverso anche il rafforzamento del portafoglio con investimenti che hanno portato anche all'acquisizione di servizi come Meetup e WeTransfer. La prima, con la sua piattaforma dedicata alla creazione e gestione di eventi comunitari, ha permesso a Bending Spoons di entrare nel settore del *social networking*, integrando algoritmi di intelligenza artificiale per migliorare l'*engagement* e la partecipazione degli utenti. WeTransfer, invece, è un noto servizio di *file sharing* con una vasta base di utenti globali, ha ampliato la presenza dell'unicorno milanese nel settore delle tecnologie di condivisione digitale. Queste acquisizioni evidenziano la strategia di crescita di Bending Spoons, orientata a creare sinergie trasversali, un esempio è rappresentato da Brightcove, utilizzato per ottimizzare WeTransfer e ridurre i costi operativi. Un ulteriore caso di sinergia si riscontra nell'adattamento dei modelli di AI, inizialmente sviluppati per Remini e successivamente applicati a Meetup. Questo riutilizzo delle competenze e delle soluzioni tecnologiche è favorito dalla centralizzazione delle microaziende a Milano, nella sede centrale dell'azienda. Questo facilita la diffusione delle *best practice* e la rapida implementazione di innovazioni su scala aziendale.

3.2 Modello di Business

Bending Spoons basa il proprio *business* su una strategia di diversificazione che si distingue per la sua capacità di guardare oltre il singolo prodotto, puntando invece su un portafoglio ampio e in continua evoluzione. L'azienda ha scelto di non legare il proprio

successo a una sola applicazione o servizio, ma di costruire una gamma di prodotti digitali che viene costantemente arricchita attraverso lo sviluppo interno e tramite acquisizioni strategiche. Questa filosofia permette a Bending Spoons di intercettare le esigenze di mercati differenti e di adattarsi rapidamente ai cambiamenti del settore tecnologico, riducendo il rischio idiosincratico. Ogni prodotto acquisito viene completamente ristrutturato, pur beneficiando di una base di utenti già consolidata e con significative potenzialità di crescita. L'approccio adottato dal *team*, come sottolineato da Matteo Danieli, Chief Product Officer dell'azienda, è quello di investire in modo mirato le risorse in prodotti con potenzialità latenti per essere rilanciati e potenziati, i prodotti in fase di sviluppo sono accompagnati verso la maturazione, mentre le soluzioni che hanno raggiunto il proprio limite vengono gestite con attenzione per mantenere la propria redditività. Questa strategia consente a Bending Spoons di scalare rapidamente, adattando il proprio portafoglio alle dinamiche di mercato e alle nuove tendenze tecnologiche. La redditività dell'azienda deriva quindi dalla capacità di massimizzare il valore dei prodotti nel portafoglio, ottimizzando i processi e sfruttando le sinergie tra le diverse *business unit*.

3.2.1 Strategia di acquisizione

Bending Spoons si distingue nel panorama tecnologico internazionale per una strategia di acquisizione orientata al lungo termine, come più volte sottolineato dai suoi *founder*. Questa visione ha consentito all'azienda milanese di costruire un portafoglio di prodotti digitali adottando un approccio che privilegia l'acquisizione di società già consolidate, rispetto al rischio più elevato associato a *start-up* in fase embrionale. L'obiettivo è individuare realtà che possano beneficiare delle competenze, delle tecnologie e delle risorse di Bending Spoons, spesso aziende con potenzialità ancora inesprese o in una fase di difficoltà nel proprio ciclo di sviluppo, da rilanciare attraverso una profonda ristrutturazione interna e l'applicazione delle proprie *best practice*. Questa filosofia si traduce in un approccio volto a rendere le aziende acquisite competitive e di successo nel lungo periodo, anche quando ciò comporta cambiamenti strutturali significativi, come la riduzione dei costi, l'ottimizzazione delle risorse e la riorganizzazione operativa. Esempi emblematici sono rappresentati dalle acquisizioni di Evernote, Meetup e WeTransfer, dove, nella maggior parte dei casi, una quota consistente dei dipendenti viene licenziata nei primi mesi e le operazioni vengono trasferite in Europa, presso la sede centrale di

Milano, per integrare i prodotti e le competenze con il *team* di Bending Spoons. Questa strategia, seppur percepita come aggressiva da alcuni osservatori, ha portato a una significativa espansione dei margini operativi e a una maggiore efficienza, come confermato dagli analisti di S&P Global, che prevedono un aumento del *gross margin* fino all'80% nel 2025, rispetto al 77% del 2024⁵¹. L'azienda giustifica queste scelte con la necessità di razionalizzare i costi, eliminare inefficienze e adattare la struttura organizzativa a standard più snelli, grazie ai *debt financing* come quello di 600 milioni di dollari destinato poi all'acquisizione di Brightcove e Komoot, con una parte destinata per ulteriori acquisizioni. Bending Spoons prevede di mantenere la leva finanziaria tra 4,0x e 5,0x, con una riduzione attesa a circa 4,3x nel 2025, in linea con una strategia che presuppone investimenti continui in nuove acquisizioni. S&P ha assegnato un *rating* B+ all'azienda, riflettendo la capacità di monetizzare efficacemente il portafoglio prodotti e di generare solidi profitti e flussi di cassa, pur in un contesto di forte concorrenza e con margini di crescita principalmente legati a ulteriori acquisizioni. La struttura dei ricavi di Bending Spoons si basa per circa il 90% su abbonamenti, elemento che garantisce stabilità e prevedibilità degli utili⁵². L'azienda ha inoltre dimostrato una notevole capacità di integrare i prodotti acquisiti e di migliorarne la monetizzazione, come evidenziato dalle *performance* post-acquisizione di Evernote e WeTransfer. Nonostante una valutazione superiore ai 2,5 miliardi di dollari e una crescita rapida, Bending Spoons resta di dimensioni inferiori rispetto ai principali *player* globali come Meta o Microsoft, con un portafoglio concentrato su un numero limitato di prodotti e quindi esposto alle dinamiche di un settore altamente competitivo e in rapida evoluzione. Secondo S&P Global, la crescita prevista per l'azienda si attesta tra l'1% e il 3% annuo, con un *focus* sul mantenimento di una base di oltre 300 milioni di utenti attivi mensili, mentre la capacità di convertire ulteriormente utenti appare limitata dalla forte concorrenza. I costi di acquisizione, integrazione e ristrutturazione raggiungeranno il picco nel 2025, per poi diminuire gradualmente dal 2026, a meno di nuove operazioni straordinarie. Il *rating* potrebbe essere rivisto al ribasso se la leva finanziaria non dovesse diminuire come previsto, mentre un miglioramento sarebbe possibile in presenza di una crescita superiore alle attese⁵³. Un aspetto distintivo della strategia di Bending Spoons riguarda l'accurata

⁵¹ <https://disclosure.spglobal.com/ratings/es/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3322468>

⁵² <https://sifted.eu/articles/baillie-gifford-markup-bending-spoons-news>

⁵³ <https://disclosure.spglobal.com/ratings/es/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3322468>

selezione delle società *target*, basata sull'analisi del potenziale di crescita, sulle prospettive di fidelizzazione della clientela e su un orientamento alla redditività di lungo periodo. Il *team*, composto prevalentemente da profili tecnici, consente una rapida integrazione delle competenze e interventi diretti sui prodotti, favorendo così il rilancio e la valorizzazione delle aziende acquisite secondo la visione di lungo termine propria di Bending Spoons. Nel panorama internazionale si possono individuare alcuni *player* che adottano approcci simili a quello di Bending Spoons, pur con differenze sostanziali nei modelli di integrazione e gestione post-acquisizione. Un esempio emblematico è rappresentato da Thrasio, società statunitense nota per aver creato un modello di *business* basato sull'acquisizione rapida di aziende di successo, aggregata ad Amazon. Thrasio si focalizza su marchi che hanno già dimostrato solidi ricavi ma che risultano gestiti in modo subottimale, puntando a migliorarne le *performance* attraverso la standardizzazione delle *supply chain* e l'ottimizzazione del *marketing*, senza però una reale integrazione tecnologica tra le aziende acquisite. Nonostante una valutazione che aveva raggiunto i 10 miliardi di dollari nel 2021, Thrasio ha accumulato debiti eccessivi e un EBITDA negativo, fino a dichiarare bancarotta nel 2024, evidenziando i rischi di un'espansione troppo rapida e di un modello di *leverage* eccessivo. Un altro caso è quello di IAC Holding, società che adotta una strategia di crescita attraverso l'acquisizione e lo sviluppo di controllate che operano in modo autonomo. Il modello di IAC si basa spesso sulla quotazione in borsa delle realtà più mature, con l'obiettivo di raccogliere capitale e generare valore per gli azionisti. A differenza di Bending Spoons, che tende a integrare le società acquisite all'interno del proprio ecosistema con un controllo diretto e una forte centralizzazione delle funzioni strategiche e tecniche, IAC privilegia invece un'ampia autonomia per le proprie controllate, favorendo un modello organizzativo decentralizzato. Questi esempi mostrano come, pur partendo da presupposti simili di acquisizione, le modalità di gestione e valorizzazione possono variare sensibilmente, con impatti diversi in termini di rischio, sostenibilità finanziaria e capacità di generare valore nel lungo periodo.

3.2.2 L'uso integrato dell'AI

Luca Ferrari, CEO di Bending Spoons, ha più volte sottolineato come l'intelligenza artificiale rappresenti un vero e proprio punto di svolta destinato a trasformare radicalmente il modo di lavorare e l'organizzazione delle imprese. Secondo Ferrari, la sua

azienda si trova in una posizione particolarmente favorevole per trarre vantaggio da questa transizione, grazie a una struttura estremamente agile e flessibile, che consente di apprendere, sviluppare e applicare rapidamente nuove tecnologie. Questa capacità di adattamento, unita a una cultura aziendale orientata all'innovazione continua, permette a Bending Spoons di integrare soluzioni di intelligenza artificiale sia nei processi interni sia nei prodotti destinati agli utenti finali. Tuttavia, Ferrari riconosce anche i rischi e le sfide che l'adozione dell'AI comporta, in particolare dal punto di vista regolamentare e sociale. L'entrata in vigore dell'Artificial Intelligence Act in Europa, infatti, segna un passaggio cruciale verso una disciplina armonizzata dell'uso dell'intelligenza artificiale, con l'obiettivo di garantire un utilizzo sicuro, affidabile ed etico di queste tecnologie. Il regolamento europeo adotta un approccio basato sul rischio, suddividendo i sistemi di AI in diverse categorie e prevedendo specifiche misure di mitigazione e requisiti di conformità, responsabilità dei fornitori, *governance* dei dati e obblighi di trasparenza verso utenti e autorità di vigilanza. Bending Spoons ha fatto dell'intelligenza artificiale uno dei pilastri della propria strategia di crescita. Già nel 2019 l'azienda ha investito nella creazione di Minerva, una piattaforma dedicata all'analisi predittiva, utile per stimare il valore a lungo termine degli utenti e automatizzare le decisioni di prodotto e *marketing* attraverso tecniche di *machine learning*. L'integrazione di strumenti AI in prodotti come Remini e Splice ha contribuito a raggiungere risultati di rilievo, tra cui una base di 300 milioni di utenti attivi mensili su tutte le *app*. Anche con Evernote è stata sviluppata una funzionalità mirata a migliorare la qualità delle note. Questa funzione permette di ottimizzare informazioni disordinate o scritte in modo affrettato, intervenendo sulla formattazione del testo. Inoltre, è stata introdotta un'innovazione chiamata AI Search, che amplifica le capacità di ricerca intelligente all'interno dell'applicazione. L'impegno in questo ambito si è ulteriormente consolidato con l'acquisizione di Brightcove e il lancio della Brightcove AI Content Suite, un insieme di strumenti avanzati per l'automazione nella creazione e gestione di contenuti *video*, volto a favorire una maggiore produttività e una diffusione più ampia dei contenuti digitali.

3.2.3 Struttura delle fonti di finanziamento

La strategia di crescita progressiva adottata da Bending Spoons si fonda su un modello di espansione che privilegia l'acquisizione continua di nuove imprese, con l'obiettivo di ampliare costantemente il proprio bacino di utenti e rafforzare la posizione competitiva

nel mercato globale delle tecnologie digitali. Questa strategia è supportata da un approccio finanziario mirato, che prevede l'utilizzo di finanziamenti provenienti da debito, una scelta che consente all'azienda di preservare le quote di controllo e la *governance* interna senza diluire la proprietà attraverso l'emissione di nuove azioni. Sin dalle prime fasi, Bending Spoons ha potuto contare su un portafoglio di prodotti capaci di generare valore economico significativo, garantendo così la sostenibilità del debito contratto per finanziare le acquisizioni. Questo modello ha permesso all'azienda di mantenere un equilibrio tra crescita aggressiva e stabilità finanziaria, sfruttando la capacità dei prodotti di produrre flussi di cassa costanti e prevedibili. L'utilizzo del debito come leva finanziaria è stato calcolato attentamente per non compromettere la solidità economica dell'azienda, consentendo al contempo di cogliere opportunità di mercato e di integrare rapidamente le nuove realtà acquisite all'interno dell'ecosistema Bending Spoons. L'attuale obiettivo è quello di ridurre la leva finanziaria a 4,3x, rispetto ai livelli di 5x-6x registrati negli ultimi due anni. Questa strategia si basa su una visione in cui ogni acquisizione è analizzata non solo per il suo potenziale immediato, ma anche per la sua capacità di generare sinergie tecnologiche e di mitigare il rischio idiosincratico. Inoltre, questo approccio di finanziamento ha consentito un maggiore controllo sulle decisioni strategiche e operative, evitando la dispersione del potere decisionale che spesso caratterizza le operazioni di *equity financing*. Di conseguenza, la *governance* di Bending Spoons rimane saldamente nelle mani del *management* e dei fondatori, i quali possono dirigere l'azienda secondo una visione coerente.

📅 Announced Date	Transaction Name	Number of Investors	Money Raised	Lead Investors
Mar 10, 2025	📄 Debt Financing - Bending Spoo...	1	\$600M	Silver Point Capital, L.P.
Jan 26, 2024	📄 Venture Round - Bending Spoo...	6	€144.4M	Durable Capital Partners
Dec 29, 2023	📄 Venture Round - Bending Spoo...	—	\$30.4M	—
Aug 3, 2023	📄 Venture Round - Bending Spoo...	5	€100M	—
May 23, 2023	📄 Debt Financing - Bending Spoo...	1	€70M	Intesa Sanpaolo
Sep 27, 2022	📄 Debt Financing - Bending Spoo...	3	\$340M	—
Jul 4, 2019	📄 Venture Round - Bending Spoo...	3	—	—

Attraverso Crunchbase, possiamo elencare i principali finanziamenti ricevuti per investire nel *business*, che, in linea con la strategia precedentemente descritta, includono finanziamenti tramite debito, come nel caso dei 70 milioni forniti da Intesa Sanpaolo nel 2023, supportati da SACE. Questi fondi erano destinati all'espansione internazionale dell'azienda e sono stati presentati da Enrica Delgrosso, regional director Nord Ovest di SACE, come la prima operazione in un settore innovativo per l'azienda. Oltre ad Intesa, l'alleanza tra Bending Spoons e Tamburi Investment Partners, gruppo di investimento focalizzato su aziende italiane di medie dimensioni, rappresenta un caso emblematico di collaborazione tra innovazione tecnologica e strategia finanziaria. Dal 2019, anno del primo investimento di Tamburi Investment Partners in Bending Spoons, il rapporto tra le due realtà si è evoluto in un sodalizio che ha contribuito a trasformare la *start-up* in un *player* globale. Nel luglio 2019 attraverso il veicolo di investimento StarTIP, è stata acquisita una quota complessiva del 5,7% della società, insieme a H14 e Nuo Capital⁵⁴. Sebbene l'operazione non abbia modificato il controllo gestionale, ha segnato un punto di svolta per Bending Spoons, già *leader* europeo nello sviluppo di *app* con ricavi di 45 milioni di euro nel 2018. Per Tamburi Investment Partners, l'investimento rispondeva a una logica duplice: da un lato, la volontà di sostenere un'azienda con un alto potenziale di crescita, dall'altro, l'intento di contribuire alla creazione di una grande *tech* italiana in un mercato tradizionalmente dominato da aziende statunitensi e asiatiche. Il contributo di Tamburi Investment Partners non si è limitato ad un'iniezione di risorse finanziarie. La *partnership* ha attivato sinergie operative, sfruttando la rete internazionale degli investitori, ha facilitato connessioni con il mercato asiatico. La presenza di Tamburi nel capitale ha inoltre rafforzato la credibilità di Bending Spoons nei negoziati, come evidenziato dal *round* da 144.4 milioni del febbraio 2024, guidato da Durable Capital Partners e sostenuto da Tamburi, per il supporto di nuove acquisizioni, tra cui Meetup e Mosaic Group. Nel marzo 2025, invece, assistiamo al finanziamento pari a 600 milioni di dollari da un pool di finanziatori guidato da Silver Point e, secondo quanto risulta a BeBeez, anche Blackstone, grazie ai quali ha chiuso l'acquisizione di Brightcove.⁵⁶

⁵⁴ <https://www.crunchbase.com/organization/bending-spoons>

⁵⁵ https://www.tipspa.it/Allegati/news/ita/04_07_2019_Marketinsight_it_Tamburi_investe_in_Bending_Spoons_04072019162030.pdf

⁵⁶ <https://bebeez.it/venture-capital/bending-spoons-incassa-600-mln-di-finanziamenti-da-silver-point-e-chiude-lacquisizione-di-brightcove-per-233-mln/>

Acquiree Name	Announced Date	Price	Transaction Name
 komoot	Mar 20, 2025	—	 komoot acquired by Bending Spoons
 Brightcove	Nov 25, 2024	\$233M	 Brightcove acquired by Bending Spoons
 WeTransfer	Jul 31, 2024	—	 WeTransfer acquired by Bending Spoons
 Issuu	Jul 19, 2024	—	 Issuu acquired by Bending Spoons
 StreamYard	Apr 9, 2024	—	 StreamYard acquired by Bending Spoons
 Mosaic Group	Jan 10, 2024	—	 Mosaic Group acquired by Bending Spoons
 Meetup	Jan 8, 2024	—	 Meetup acquired by Bending Spoons
 Evernote	Nov 16, 2022	—	 Evernote acquired by Bending Spoons

57

Una delle mosse più attese riguarda il potenziale IPO di Bending Spoons, che, come riportato da Investing.com, potrebbe avvenire sia in Italia che negli Stati Uniti. Le aziende *tech* spesso cercano di quotarsi oltreoceano per ottenere valutazioni più elevate. Un'IPO italiana avrebbe un valore simbolico enorme, dimostrando che è possibile costruire un gigante *tech* globale partendo dal territorio italiano⁵⁸.

3.3 Differenze strategiche con un fondo VC o di PE

Dopo aver analizzato il modello e i risultati finanziari di Bending Spoons, risulta evidente che l'azienda costituisce un caso quasi unico nel contesto nazionale, europeo e internazionale. L'impressionante crescita degli ultimi anni, unita a una strategia di acquisizioni estremamente mirata e a una gestione operativa focalizzata sull'ottimizzazione, distingue Bending Spoons dai tradizionali fondi Venture Capital e dai grandi gruppi di *Private Equity* affermati.

3.3.1 Le difformità

Bending Spoons si presenta come un modello di crescita orientato all'espansione della propria base di utenti attraverso l'acquisizione e l'ottimizzazione di prodotti digitali già

⁵⁷ <https://www.crunchbase.com/organization/bending-spoons>

⁵⁸ <https://it.investing.com/news/stock-market-news/bending-spoons-guarda-a-stati-uniti-per-potenziale-ipo-2546681>

affermati, integrandoli nel proprio portafoglio. Non si tratta di un veicolo d'investimento, ma di un'azienda che genera ricavi diretti tramite abbonamenti e vendite, senza pianificare possibili uscite nel lungo termine. Al contrario, un fondo di *venture capital* ha come obiettivo la raccolta di capitale per investire in *start-up* in fase iniziale, mirando a opportunità di *exit* per generare ritorni nel lungo periodo. Questa strategia è simile a quella di un fondo di *private equity*, che si concentra sull'acquisizione di aziende private consolidate, in linea con le prospettive di Bending Spoons, ma con l'intento di realizzare plusvalenze attraverso IPO o operazioni di fusione e acquisizione nel lungo termine. Per quanto riguarda la strategia di investimento, Bending Spoons tende ad acquisire la maggioranza di aziende mature con una base utenti solida ma che stanno sottoperformando, spesso in difficoltà, concentrandosi sull'ottimizzazione operativa, riduzione dei costi e integrazione tecnologica. I fondi VC, invece, investono in *start-up* in fase embrionale, caratterizzate da un alto potenziale di crescita e un elevato rischio, per ottenere partecipazioni di minoranza. I fondi di PE adottano strategie di crescita tramite debito, simili a quelle di Bending Spoons, e tramite *equity*, ristrutturando aziende in difficoltà per rivenderle e realizzare un *capital gain*. La struttura finanziaria dell'unicorno milanese prevede l'uso di capitale derivante da debito e capitale proprio, evitando così la diluizione del controllo. I fondi VC si finanziano attraverso la raccolta da *Limited Partners*, e lo stesso fanno i fondi PE, che includono con una componente di debito derivante dalle banche. La *governance* di Bending Spoons è centralizzata, con decisioni operative gestite internamente. A differenza dei fondi PE, dove anche qui abbiamo un controllo centralizzato, i fondi VC offrono un supporto strategico minore. Il modello di ricavi è completamente diverso: mentre Bending Spoons basa i propri guadagni su abbonamenti e progetti, i fondi VC e PE puntano a una futura *exit* in un orizzonte temporale a lungo termine. Per quanto riguarda i rischi, Bending Spoons è esposta a rischi operativi e di integrazione, prestando attenzione a non eccedere nella leva finanziaria, mentre i fondi VC e PE affrontano rischi legati al fallimento delle *start-up* e alla volatilità dei mercati.

3.3.2 Il caso WeTransfer

WeTransfer, fondata nei Paesi Bassi nel 2009, si è affermata come una delle principali piattaforme per la condivisione di *file* di grandi dimensioni, grazie a un'interfaccia *user-friendly* e a servizi progettati per soddisfare le esigenze di professionisti e utenti. Nel

corso degli anni, l'azienda ha consolidato la propria espansione internazionale, raggiungendo nel 2021 circa 80 milioni di utenti attivi e generando ricavi pari a 100 milioni di euro. La crescita costante e la presenza di uffici operativi ad Amsterdam, Los Angeles e Londra hanno contribuito a rafforzare l'immagine di WeTransfer. Nel 2022, l'azienda ha tentato di quotarsi in Borsa ad Amsterdam, mirando a una valutazione compresa tra 700 e 800 milioni di euro, tuttavia, l'operazione è stata annullata a causa dell'elevata volatilità dei mercati finanziari, lasciando l'azienda in una posizione di forza ma priva di nuovi capitali per sostenere ulteriormente l'espansione. Su questa valutazione si è inserita Bending Spoons, che nel 2024 ha deciso di acquisire WeTransfer per una cifra compresa tra 700 e 800 milioni di euro. A differenza di molte acquisizioni che riguardano aziende in difficoltà, WeTransfer si trovava in una fase di solidità operativa e di crescita. L'operazione è stata finanziata attraverso un *pool* bancario guidato da Intesa Sanpaolo, BNP Paribas e Banco BPM, facendo leva su un modello di *debt financing* che ha confermato il ruolo centrale del sistema creditizio nel sostenere l'espansione della realtà milanese.⁵⁹ La gestione post-acquisizione da parte di Bending Spoons ha seguito un approccio consolidato dal gruppo nelle precedenti operazioni: l'obiettivo principale è stato quello di ottimizzare i processi operativi, ridurre le spese e aumentare l'efficienza complessiva. In quest'ottica, è stato avviato un significativo ridimensionamento dell'organico, con il trasferimento della sede principale a Milano e la riduzione del 75% della forza lavoro originaria, pari a circa 263 dipendenti. Questa scelta, motivata dalla volontà di creare una struttura più agile e specializzata, rispecchia la filosofia di Bending Spoons di puntare su *team* ristretti e altamente qualificati, capaci di accelerare i processi di integrazione e sviluppo. Parallelamente, sono stati mantenuti alcuni elementi distintivi di WeTransfer, come la destinazione di una quota rilevante dello spazio pubblicitario a iniziative sociali e culturali, e l'integrazione tecnologica con altre piattaforme del gruppo, al fine di sfruttare sinergie e rafforzare la posizione competitiva sul mercato. A differenza di quanto avviene tipicamente nei fondi di *private equity*, dove l'obiettivo è la massimizzazione del valore in vista di una futura *exit*, la strategia di Bending Spoons si concentra sulla crescita a lungo termine e sulla generazione diretta di ricavi attraverso l'innovazione e l'ampliamento della base utenti. L'acquisizione di WeTransfer rappresenta quindi un esempio di come l'integrazione di *asset* maturi e performanti possa contribuire

⁵⁹ <https://wetransfer.com/blog/story/bending-spoons-acquires-wetransfer>

a consolidare la *leadership* di un gruppo nel settore tecnologico, promuovendo un modello di sviluppo orientato all'efficienza, alla sostenibilità e alla valorizzazione delle competenze interne.

Conclusione

Il seguente elaborato ha approfondito il ruolo del *venture capital*, in continua crescita in Italia, mettendo in luce come sia uno dei pilastri fondamentali per la crescita e l'innovazione delle imprese. È emerso come sia centrale, da un lato come fonte di capitale, dall'altro come motore di competenze, relazioni e valore aggiunto per le *start-up*.

In questa tesi ho voluto dedicare particolare enfasi al caso Bending Spoons per la sua rilevanza nel panorama italiano e internazionale. Ho scelto di approfondire questa realtà perché rappresenta un esempio virtuoso di come un'azienda italiana possa distinguersi per un modello di *business* innovativo, capace di integrare strategie tipiche sia del *venture capital* che del *private equity*, distinguendosi allo stesso tempo. Bending Spoons, infatti, si muove con agilità tra questi due mondi: da un lato adotta un approccio orientato alla crescita rapida, tipico del mondo VC, dall'altro, applica una filosofia di acquisizione e gestione a lungo termine, più vicina al *private equity* tradizionale. Questa doppia anima rende Bending Spoons un *player* unico, che ritengo capace di rappresentare, negli anni a venire, l'Italia nel mondo, come ha fatto l'azienda Olivetti in passato, per la sua capacità di attrarre talenti ed eccellenze nel Bel Paese.

Bibliografia

A.Berle, G. Means, The Modern Corporation and Private Property, Transaction Publishers, Piscataway (NJ) 1932.

Article - Ming Tham, How venture capital works, Nexea, 2023.

Bain & Company – Venture Capital Scanner (2024).

Bonini, S., Alkan, S. & Salvi, A. 2012, "The Effects of Venture Capitalists on the Governance of Firms", Corporate governance : an international review, vol. 20, no. 1, pp. 21-45.

CB Insight, The 2024 Global CVC Report, 2024

EVCA, The Economic Impact of Venture Capital in Europe, giugno 2002

EY - Venture Capital Barometer – 2024.

Frontier Economics per Invest Europe, Exploring the Impact of Private Equity on Economic Growth in Europe, 2013.

Gallo, S. & Verdoliva, V. 2022, Private Equity and Venture Capital: Theory, Evolution and Valuation, 1st edn, Springer International Publishing AG, Cham.

Gervasoni, A., Sattin, F.L. & Bechi, A. 2020, Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio, Sesta ampliata e aggiornata. edn, Guerini Next, Milano.

Guida al Corporate Venture Capital, AIFI, Milano 2018.

Guide to Corporate Venture Capital, BVCA Guides, 2013.

Hinterhuber, A., Vescovi, T. & Checchinato, F. 2021, "The digital company culture: Interview with Luca Ferrari, CEO, Bending Spoons" in Managing Digital Transformation, eds. A. Hinterhuber, T. Vescovi & F. Checchinato, 1st edn, Routledge, , pp. 133-138.

Invest Europe, Investing in Europe: Private equity activity 2024.

Koseoglu, S.D. 2023, A Practical Guide for Startup Valuation: An Analytic Approach, 1st edn, Springer, Cham.

M. Carlotti, Tecniche di Private Equity. Il Fondo, le SPAC e l'Origination. L'investimento, la gestione e il disinvestimento, Egea, Milano, 2012.

Maraglino Misciagna, M. & Di Palma, E. 2024, Start up e PMI innovative: strategie, incentivi e finanziamenti, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano.

Metrick A. e Yasuda A., Venture Capital and the Finance of Innovation, seconda edizione, John Wiley & Sons, New York 2010.

Moro-Visconti, R. 2025, Startup Valuation: From Strategic Business Planning to Digital Networking, 2nd edn, Palgrave Macmillan, Cham.

Pontoni, G. (05 luglio 2023). Startup, scaleup e unicorni. Persone, Energie, Futuro.

R. Del Giudice, A. Gervasoni, Finanziarsi con il venture capital, ETAS, Milano 2002.

Rosenbaum, J. & Pearl, J. 2022, Investment banking: valuation, LBOs, M&A, and IPOs, 3rd edn, Wiley, Hoboken.

S.N. Kaplan, P. Stromberg, «Leveraged Buyouts and Private Equity», Journal of Economic Perspectives, vol. 23, n. 1, 2009.

Smith, D.G. 2005, "The exit structure of venture capital", *UCLA law review*, vol. 53, no. 2, pp. 315-356.

Steve Blank, B.D. 2020, *The Startup Owner's Manual: The Step-By-Step Guide for Building a Great Company*, 1;1st; edn, Wiley, Newark.

Sitografia

<https://www.nasdaq.com/glossary/p/private-investment-in-public-equity>

<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/11/16/the-economics-of-pipes/>

<https://www.investopedia.com/terms/t/turnaround.asp>

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/limited-partnership/>

<https://www.investopedia.com/terms/v/venturecapitalist.asp>

https://www.cdpventurecapital.it/cdp-venture-capital/it/dettaglio_polo.page?contentId=POL3012

<https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:2012;179>

https://www.borsaitaliana.it/borsa/notizie/teleborsa/economia/venture-capital-in-italia-nel-2024-investiti-15-miliardi-28-in-417-round-31-71_2025-01-27_TLB.html

<https://www.brocardi.it/testo-unico-imposte-redditi/titolo-ii/capo-i/art73.html>

<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2014/03/20/14A02246/sg>

https://www.gazzettaufficiale.it/moduli/DL_181012_179.pdf

<https://www.iban.it/wp-content/uploads/2024/05/Survey-IBAN-2020.pdf>

<https://www.milanofinanza.it/news/bending-spoons-dal-boom-di-ricavi-al-raddoppio-degli-utili-in-cinque-anni-ecco-il-piano-finanziario-fino-202405031916425141#:~:text=I%2520ricavi,%2520che%2520nel%25202023,3%25%2520fino%2520a%2520640%2520milioni.>

<https://adeccogroup.it/bending-spoons-immuni-startup/>

<https://mydesk24.ilsole24ore.com/crui?iddoc=39662291#/showdoc/39662291/bending|spoon|bending|spoons?ref=pullsearch>

<https://www.milanofinanza.it/news/bending-spoons-dal-boom-di-ricavi-al-raddoppio-degli-utili-in-cinque-anni-ecco-il-piano-finanziario-fino-202405031916425141>

<https://www.milanofinanza.it/news/bending-spoons-vara-il-riassetto-e-riorganizza-tutte-le-partecipazioni-202402160123131559>

<https://regnskaber.cvrapi.dk/97459683/ZG9rdW1lbnRsYWdlciovLzAzL2Y5L2QyL2MwLzU5L2Y1YmQtNDgyNi05MDhhLTZhODczZmRkNTBiOA.pdf>

<https://startup-in-europe.com/2024/11/bending-spoons-the-build-up-turning-giants-into-digital-gems/>

<https://sifted.eu/articles/baillie-gifford-markup-bending-spoons-news>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/organismi-di-investimento-collettivo-del-risparmio.html>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:32011L0061>

<https://aifi.it/it/aifi>

https://www.cdpventurecapital.it/cdp-venture-capital/it/dettaglio_polo.page?contentId=POL3012

<https://p101.it/p101-presents-state-of-italian-vca-report-on-the-evolution-of-italian-venture-capital/>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/corporate-governance.html#:~:text=Glossario%20finanziario%20%2D%20Corporate%20Governance&text=Insieme%20di%20strumenti%2C%20regole%20e,sono%20interessati%20alla%20vita%20societaria>

<https://digitalcommons.law.uw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1594&context=faculty-articles>

<https://windhambrannon.com/blog/exit-strategy-considerations-for-venture-capital-investments/>

<https://www.investopedia.com/terms/v/venture-capital-backed-ipo.asp>

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/dividend-recapitalization/>

<https://www.wallstreetprep.com/knowledge/dividend-recap/>

https://www.larksuite.com/en_us/topics/venture-capital-glossary/write-off

<https://www.investopedia.com/terms/n/negotiatedsale.asp>

<https://techcrunch.com/2012/02/24/evertale-a-social-network-for-the-less-proactive-gets-seed-funding-from-mangrove/>

<https://disclosure.spglobal.com/ratings/es/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3322468>

<https://sifted.eu/articles/baillie-gifford-markup-bending-spoons-news>

<https://www.crunchbase.com/organization/bending-spoons>

https://www.tipspa.it/Allegati/news/ita/04_07_2019_Marketinsight_it_Tamburi_in_veste_in_Bending_Spoons_04072019162030.pdf

<https://bebeez.it/venture-capital/bending-spoons-incassa-600-mln-di-finanziamenti-da-silver-point-e-chiude-lacquisizione-di-brightcove-per-233-mln/>

<https://www.crunchbase.com/organization/bending-spoons>

<https://it.investing.com/news/stock-market-news/bending-spoons-guarda-a-stati-uniti-per-potenziiale-ipo-2546681>

<https://wettransfer.com/blog/story/bending-spoons-acquires-wettransfer>

<https://disclosure.spglobal.com/ratings/es/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3322468>