

# GUIDA AL VENTURE CAPITAL

Come finanziare lo startup dell'impresa



**AIFI**

## Sommario

L'INVESTIMENTO IN CAPITALE DI RISCHIO.....	2
Le principali differenze tra capitale di rischio e capitale di debito .....	2
Le principali definizioni .....	2
Chi offre venture capital.....	4
IL RUOLO DEL VENTURE CAPITALIST .....	7
Il contributo dell'operatore di venture capital .....	7
L'impatto economico del venture capital in Italia .....	8
QUALI IMPRESE CERCANO GLI OPERATORI.....	9
Le principali caratteristiche ricercate dagli operatori .....	9
Cosa chiede l'investitore all'impresa .....	10
COME PRESENTARSI ALL'INVESTITORE .....	11
I presupposti del progetto.....	11
Il business plan come biglietto di presentazione all'investitore .....	11
Se l'interlocutore è un investitore nel capitale di rischio .....	12
La scelta dell'operatore e le fasi che portano all'investimento .....	13
Quante possibilità di successo ci sono .....	14
Le criticità di una startup.....	15
Le domande chiave tipiche del venture capitalist.....	15
LA VITA CON L'INVESTITORE E IL DISINVESTIMENTO.....	17
La creazione di valore.....	17
Il disinvestimento .....	18

## L'INVESTIMENTO IN CAPITALE DI RISCHIO

Con il termine "investimento istituzionale nel capitale di rischio" si intende l'apporto di risorse finanziarie da parte di operatori specializzati, sotto forma di partecipazione al capitale azionario (sia di maggioranza che di minoranza) o di sottoscrizione di titoli obbligazionari convertibili in azioni, per un arco temporale medio-lungo, prevalentemente in aziende non quotate.

Le aziende target sono normalmente caratterizzate da prospettive di crescita e redditività elevate, grazie alle quali esiste la concreta possibilità che in futuro il valore intrinseco dell'impresa possa aumentare. Questa tipologia di attività di investimento a livello internazionale viene definita attività di private equity e venture capital.

### Le principali differenze tra capitale di rischio e capitale di debito

Il capitale di rischio viene utilizzato per finanziamenti a medio lungo termine. Non prevede scadenze di rimborso ed il disinvestimento avviene di norma con cessione al mercato o a terzi, senza gravare sull'impresa. La remunerazione per gli investitori, dunque, diventando questi partner dell'impresa, dipende dalla creazione di valore nell'azienda stessa. Ciò significa anche che questa forma di finanziamento non richiede il pagamento di interessi e il rimborso del capitale ad una determinata scadenza, come nel caso del capitale di debito.

CAPITALE DI RISCHIO	CAPITALE DI DEBITO
➤ Finanziamento a medio e lungo termine	➤ Finanziamento a breve, medio e lungo termine
➤ Non prevede scadenze di rimborso ed il disinvestimento avviene di norma con cessione al mercato o a terzi, senza gravare l'impresa	➤ Prevede precise scadenze di rimborso a prescindere dall'andamento dell'impresa e nel caso di finanziamento a breve è revocabile a vista
➤ È una fonte flessibile di capitali, utile per finanziare processi di crescita	➤ È una fonte rigida di finanziamento, la cui possibilità di accesso è vincolata alla presenza di garanzie e alla generazione di cash flow
➤ La remunerazione del capitale dipende dalla crescita di valore dell'impresa e dal suo successo	➤ Il debito richiede il pagamento regolare di interessi a prescindere dall'andamento dell'azienda ed è garantito dal mantenimento del valore degli attivi
➤ L'investitore nel capitale di rischio rappresenta un partner che può fornire consulenza strategica e finanziaria	➤ L'assistenza fornita è di tipo accessorio al finanziamento

### Le principali definizioni

Il private equity è definito come "l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto dell'investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine<sup>1</sup>". L'attività di venture capital rappresenta una particolare componente del private equity utilizzata per avviare nuove imprese e per sviluppare imprese già esistenti. Il venture capital, dunque, si concentra in investimenti nelle prime fasi del ciclo imprenditoriale, particolarmente delicate e rischiose.

<sup>1</sup> Definizione da delibera Consiglio Direttivo AIFI del 22 luglio 2004

## Venture capital e ciclo di vita dell'impresa<sup>2</sup>

VENTURE CAPITAL				
Stadi del ciclo di vita dell'impresa	Stadio iniziale		Sviluppo	Espansione
	Seed financing	Start-up financing		
	Elaborazione del prodotto	Costituzione dell'azienda	Inizio della produzione	<b>Utile</b> Costituzione e ampliamento dei canali di vendita
	Analisi e valutazione dell'idea	Sviluppo del prodotto	Introduzione sul mercato	
	Piano aziendale	Industrializzazione	Penetrazione e affermazione presso i clienti	
Analisi di mercato	Piano di marketing dettagliato			
Problemi ricorrenti	Difficoltà nella valutazione dell'idea	<b>Perdita</b> Ricerca del management adatto	Ricerca del personale adatto	Competizione più accesa e difficoltà di affermare un'immagine propria presso il pubblico

A seconda delle fasi del ciclo di vita dell'azienda, si distinguono:

- **Seed financing:** finanziamento dell'idea, qualora l'investitore in capitale di rischio intervenga già nella fase di sperimentazione, quando ancora non esiste un prodotto, bensì un'idea o un'invenzione. La validità tecnica del prodotto/servizio che si finanzia è ancora da dimostrare e quasi mai l'investitore ha a che fare con un imprenditore già formato, ma, più spesso, con un singolo inventore, una famiglia o un gruppo di amici. Generalmente non esiste un business plan adeguatamente strutturato e tali operazioni vengono effettuate, nella maggior parte dei casi, da operatori altamente specializzati nei vari settori industriali in questione. Le competenze necessarie sono quindi, oltre che manageriali, soprattutto tecniche e scientifiche. Il taglio medio di un investimento in seed capital è tra i 100.000 e i 150.000 Euro.
- **Startup financing:** intervento nella fase di avvio dell'attività produttiva, quando ancora deve essere dimostrata la validità commerciale del prodotto/servizio. Anche in questo caso, le problematiche sono essenzialmente di natura tecnica e specifica, mentre le caratteristiche degli operatori non si discostano sostanzialmente da quelle del caso precedente. Rispetto al seed financing, tuttavia, è stata superata la fase di sperimentazione e il prodotto è già stato sviluppato e verificato, seppure a livello di prototipo; spesso sono state completate le fasi relative alla sua ingegnerizzazione e brevettazione. Esistono quindi già le premesse per avviare un'impresa: formalmente la società esiste, con un management già costituito che ha avviato test sul prodotto e opportune ricerche di mercato. In questa fase sono richieste anche le risorse finanziarie utili per supportare lo sviluppo dell'attività produttiva e delle diverse funzioni aziendali. Come nel caso di interventi di seed capital, anche le operazioni di startup sono particolarmente delicate per le future possibilità di sviluppo dell'impresa, in quanto saranno necessarie operazioni come, per esempio, il lancio di nuovi prodotti e attività di marketing utili per farsi conoscere sui mercati dai consumatori. Gli investimenti in startup generalmente non superano i 700.000/1.000.000 di Euro.

<sup>2</sup> Fonte: R. Del Giudice, A. Gervasoni, "Finanziarsi con il venture capital", ETAS, 2002

- **Expansion financing:** operazione volta allo sviluppo di società che hanno già raggiunto un certo grado di maturità, operative e con la produzione già avviata, attraverso l'aumento o la diversificazione diretta della capacità produttiva (sviluppo per vie interne), l'acquisizione di altre aziende o rami di azienda (sviluppo per vie esterne), oppure l'integrazione con altre attività imprenditoriali.

### Chi offre venture capital

A seconda della fase di vita dell'impresa e delle sue caratteristiche, ci sono differenti tipologie di operatori che investono in capitale di rischio. Nelle primissime fasi di avvio di una nuova impresa intervengono figure appositamente specializzate nel sostegno finanziario e manageriale ai promotori del progetto imprenditoriale:

- I **business angel** sono investitori privati informali, tipicamente persone fisiche che apportano capitale di rischio a piccole imprese in fase di avviamento o di primissimo sviluppo. I business angel sono in genere ex imprenditori, manager in attività o in pensione, liberi professionisti, dotati di un discreto patrimonio personale. Nella maggioranza dei casi questo tipo di investitori acquisisce una partecipazione di minoranza e investe in settori in cui ha operato e di cui, quindi, conosce caratteristiche e opportunità, oltre che in settori ad elevato potenziale di crescita, offrendo non solo capitali, ma anche competenze gestionali, conoscenze tecnico-operative, e una consolidata e diffusa rete di relazioni con il mondo economico-finanziario.
- Gli **incubatori** si presentano in linea generale come uno spazio fisico all'interno del quale le startup possono trovare tutte le attrezzature e l'assistenza necessaria per far decollare la propria idea di business. L'esplosione poi della new economy ha spostato l'identificazione di tali operatori dal piano "fisico" a quello "virtuale", che offre tutti gli ingredienti necessari per creare nuovi business: spazi, consulenza, network, risorse finanziarie e competenze professionali.

Nella successiva fase di startup, caratterizzata anche da un fabbisogno finanziario più elevato, i protagonisti delle operazioni sono i **venture capitalist** che, rispetto alle due categorie citate in precedenza, rappresentano quella classe di operatori il cui scopo è fornire capitale di rischio a imprese nuove o in fase di sviluppo attraverso strutture giuridiche riconoscibili e definite (investitori formali).

Esistono diverse tipologie di operatori di venture capital:

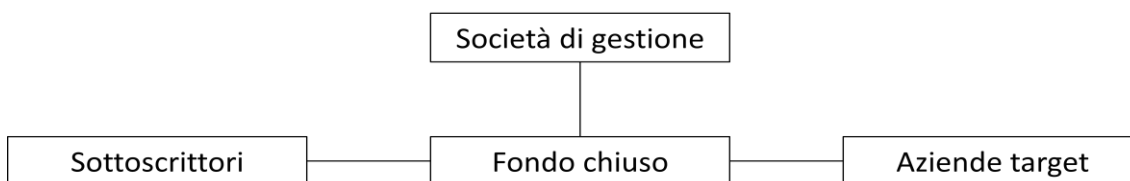
#### ➤ **Fondi di venture capital e altri operatori indipendenti**

Indipendentemente dalle caratteristiche normative proprie di ogni singolo paese, questi operatori operano attraverso lo strumento del fondo di investimento mobiliare chiuso (normalmente definito fondo chiuso), promosso da una società di gestione. L'obiettivo alla base della costituzione di un fondo è quello di raccogliere capitali presso investitori istituzionali o privati per investirli in società non quotate ad alto potenziale di sviluppo. Il fondo viene definito chiuso in quanto non è concesso ai sottoscrittori riscattare le quote in qualsiasi momento, ma a una scadenza predefinita, né è consentito a nuovi sottoscrittori di entrare nello stesso una volta che la raccolta del capitale programmata sia stata completata<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Capitolo tratto da R. Del Giudice, A. Gervasoni, "Finanziarsi con il venture capital", ETAS, 2002

## Struttura di un fondo chiuso



Dal punto di vista dell'imprenditore che vuole proporre la propria idea di business a un fondo chiuso, è necessario tenere presente che l'esistenza di una scadenza temporale predefinita della vita del fondo vincola la società di gestione a porre una particolare attenzione verso le concrete possibilità di disinvestimento dell'impresa partecipata, entro i termini individuati.

Le fasi che normalmente vengono affrontate da soggetti che operano attraverso un fondo chiuso sono 3:

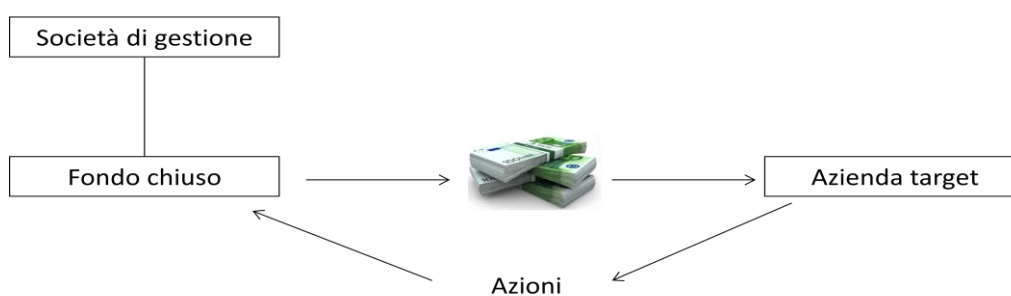
1. Nella fase di **fundraising** la società di gestione grazie allo strumento rappresentato dal fondo chiuso raccoglie capitali tramite i sottoscrittori, a cui attribuisce quote del fondo chiuso a fronte dell'apporto di denaro elargito.

### FASE 1: Raccolta



2. Nella seconda fase, vale a dire il momento dell'**investimento**, la società di gestione, sempre tramite il fondo chiuso, investe denaro nella società target, che corrisponde al fondo una parte di azioni della società stessa alle quali il più delle volte sono legati diritti operativi, strategici e decisionali.

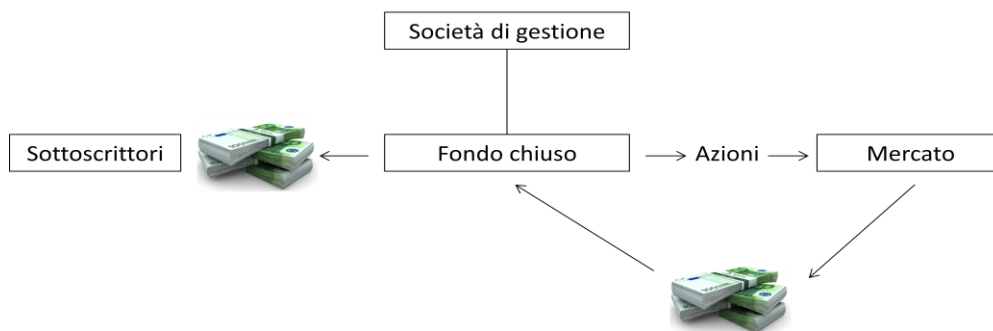
### FASE 2: Investimento



3. L'ultima fase è rappresentata dal **disinvestimento**, tramite il quale la società di gestione rivende le azioni della target al mercato o le restituisce all'impresa stessa dietro corrispettivo in denaro, che può risultare maggiorato dal capital gain ottenuto dall'attività d'investimento. Lo step finale è rappresentato dalla restituzione, a scadenza, del denaro

fornito dai sottoscrittori maggiorato del possibile ritorno in proporzione alle quote detenute da ciascun soggetto.

### FASE 3: Disinvestimento



L'alternativa ai fondi chiusi sono le finanziarie di partecipazione, soggetti che svolgono l'attività di venture capital tramite un veicolo societario in cui investono direttamente il capitale d'impresa. Sono i così detti operatori indipendenti, poiché non devono sottostare a logiche strategiche o industriali di gruppo.

#### ➤ **Operatori bancari**

Rispetto ad altri operatori, le banche hanno un profilo di rischio minore poiché utilizzano denaro investendo nel mercato del private equity più in generale per diversificare gli investimenti, facendo comunque attenzione che il rapporto rischio/rendimento non sia troppo elevato. L'intervento si sostanzia normalmente in acquisizione di quote di minoranza di società in fase di sviluppo che presentano progetti interessanti e potenzialmente validi. Non è assolutamente escluso che le banche possano finanziare startup o società nelle prime fasi di vita, ma generalmente si concentrano su progetti di sviluppo. La grande differenza rispetto agli operatori descritti in precedenza è l'assenza di una scadenza predeterminata. Questo fa sì che il disinvestimento venga fatto solo quando le condizioni risultano favorevoli. Spesso, comunque, questi operatori promuovono la creazione di fondi chiusi per poter operare nel reparto del venture capital in maniera separata dalla casa madre.

#### ➤ **Operatori pubblici**

Gli operatori di emanazione pubblica operano sul territorio per dare sostegno ad aree geografiche depresse o settori industriali svantaggiati, con il fine di favorire la ripresa economica e l'incremento occupazionale. Tali obiettivi risultano vincolati a logiche di carattere politico, generalmente molto burocratizzate, che ne impediscono la completa autonomia strategica. Il raggiungimento di elevati livelli di performance non risulta essere tra le principali priorità, pur essendo utilizzate metodologie operative tipiche di un'attività di stampo "privatistico". Oggi, all'aumentare del grado di maturità del venture capital, gli operatori pubblici tendono ad investire in maniera complementare rispetto a quelli privati, richiedendone spesso il coinvestimento.

## IL RUOLO DEL VENTURE CAPITALIST

### Il contributo dell'operatore di venture capital

Numerosi studi, anche internazionali, dimostrano come il supporto dell'operatore non si esaurisce nella mera fornitura di capitale di rischio ma si concretizza attivamente nella condivisione continua di conoscenze, management e aiuto per la concretizzazione degli obiettivi aziendali.

Le risorse che vengono fornite da un partner di venture capital, oltre a quelle economiche, sono:

- competenze tecnico manageriali;
- competenze finanziarie;
- competenze di marketing;
- collaborazione attiva e condivisione del rischio d'impresa;
- miglioramento dell'immagine nei confronti del mercato e delle banche;
- trasparenza e contributo alla netta distinzione tra interessi personali e aziendali;
- reputazione e maggiore credibilità;
- creazione di network (acquisizioni, accordi, contatti internazionali);
- pianificazione fiscale;
- contatti con altri investitori e/o istituzioni finanziarie.

Altri importanti contributi apportati dall'investitore all'impresa target riguardano il supporto per la pianificazione fiscale e il miglioramento dei sistemi di controllo di gestione, che possono snellire le procedure e favorire la creazione di valore interna alla società.

Nel dettaglio, oltre all'apporto strettamente finanziario, alcuni specifici vantaggi possono essere ricondotti alla partnership imprenditore-operatore:

- collaborazione nel tracciare le linee strategiche d'impresa e nel perseguirle, sfruttando la possibilità di porre in essere acquisizioni, fusioni, joint venture o altri rapporti che possano essere vagliati in alternativa alla crescita interna;
- maggiore funzionalità della struttura societaria e patrimoniale, che può facilitare l'eventuale liquidazione dei soci non più interessati a partecipare all'impresa;
- contributo alla realizzazione di una gestione professionale e manageriale, anche attenuando gli eventuali condizionamenti che provengono dalla sfera degli interessi personali dell'imprenditore;
- crescita del potere contrattuale e di mercato dell'impresa;
- miglioramento dell'immagine dell'impresa nei confronti del mercato finanziario e delle banche, grazie al quale sarà più agevole il reperimento di capitale;
- maggiore possibilità di attrarre un management più capace ed esperto.

Nel caso specifico delle startup l'apporto maggiore da parte dell'operatore di venture capital è dato nella fase di delineazione e implementazione del business plan, le cui criticità principali sono riconducibili al design d'impresa, alla tecnologia, al marketing, allo sviluppo commerciale e alla logistica. Inoltre, l'operatore può fornire il proprio supporto in ambito legale e fiscale e nel campo amministrativo e delle risorse umane.



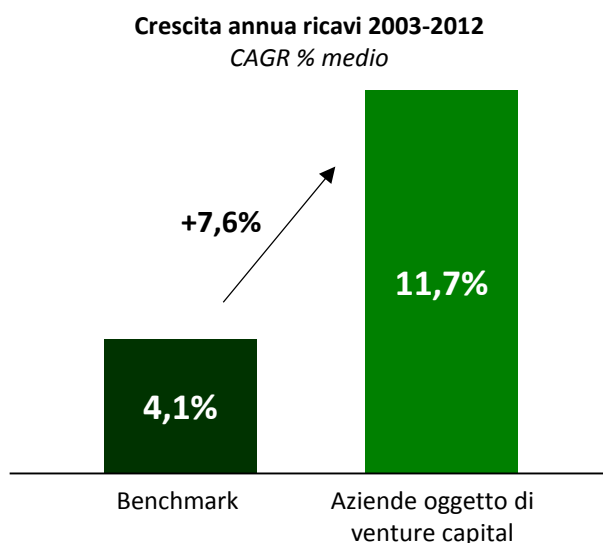
## L'impatto economico del venture capital in Italia

Lo studio "L'impatto economico del Private Equity e Venture Capital in Italia", realizzato da PricewaterhouseCoopers nel marzo 2014, dimostra che le aziende partecipate da fondi di private equity o venture capital hanno registrato performance migliori rispetto alle altre aziende italiane in termini di ricavi delle vendite e delle prestazioni, EBITDA e occupazione. Tale ricerca ha tenuto conto di un campione di 393 disinvestimenti, di cui 210 di venture capital (early stage ed expansion) e 183 di buy out, realizzati in Italia dal 2003 al 2012.

L'analisi ha rilevato che, complessivamente, le imprese partecipate dai fondi di private equity e venture capital sono state caratterizzate da una crescita annua dei ricavi pari al 9,2%, oltre il doppio rispetto a quella delle aziende italiane prese come benchmark (crescita del 3,9%). Per quanto riguarda il tasso occupazionale, a differenza del decremento pari allo 0,2% registrato nel campione di riferimento, le società partecipate da operatori di private equity o venture capital hanno registrato un aumento annuale del 5,0%.

Nel dettaglio, analizzando le sole operazioni di venture capital, dai dati emerge che le società oggetto di investimento sono state caratterizzate da un tasso di crescita dei ricavi pari all'11,7%, contro il 4,1% del campione di riferimento.

### Impatto economico del venture capital



*Fonte: AIFI e analisi PwC*

## **QUALI IMPRESE CERCANO GLI OPERATORI**

### **Le principali caratteristiche ricercate dagli operatori**

L'investitore istituzionale concentra la propria attenzione sui progetti caratterizzati da un elevato potenziale di sviluppo, cioè su iniziative per le quali l'apporto di capitale e di competenza professionale possa accelerare il processo di creazione di valore.

L'investitore, in particolare, tenderà a privilegiare imprese:

- ✓ con un valido progetto di sviluppo e con prospettive di crescita, sia dimensionale, che reddituale. Si tratta quindi di imprese con un prodotto/servizio di successo, caratterizzato da scarsa imitabilità e bassa sostituibilità rispetto ai prodotti concorrenti, che gode di un effettivo vantaggio competitivo e il cui mercato di riferimento presenti ancora elevate potenzialità di espansione e un forte tasso di crescita;
- ✓ guidate da un imprenditore valido, che si dimostri determinato, ambizioso e corretto nella realizzazione del progetto di sviluppo. L'imprenditore deve, quindi, perseguire obiettivi di sviluppo dell'impresa e di affermazione personale impegnativi, ma realistici, tali da suscitare fiducia nell'investitore. Inoltre, deve essere disposto a condividere le proprie linee strategiche con shareholders terzi;
- ✓ con un buon management, formato da persone con consolidata esperienza e con conoscenza specifica del settore;
- ✓ per le quali sia possibile prevedere in prospettiva una modalità di disinvestimento, che consenta di facilitare la realizzazione del capital gain.

### **1) L'elemento imprenditoriale**

L'elemento imprenditoriale è di gran lunga, a detta di tutti i venture capitalist, il più importante. Pur non esistendo una figura ideale di imprenditore, alcuni aspetti legati alla sua personalità e al suo carattere possono portare o meno al successo. Gli aspetti più importanti ricercati dagli operatori in un imprenditore riguardano:

- credibilità;
- know how maturato nel settore in cui intende operare;
- capacità di leadership;
- determinazione nel perseguire gli obiettivi;
- lealtà, trasparenza e apertura verso il socio investitore;
- determinazione, motivazione e consapevolezza dei rischi connessi all'attività.

### **2) L'elemento manageriale**

Per creare una nuova impresa o per svilupparne una esistente è fondamentale che l'imprenditore si competente, proattivo e determinato. Altrettanto importante è però che sia in grado di costruire un team manageriale coeso, valido, affiatato e competente che lo affianchi. Il team non solo deve saper affrontare i problemi, ma deve sapere perché vengono affrontati in un determinato modo piuttosto che in un altro. I componenti del team devono essere competenti, adeguatamente formati, disponibili a lavorare in gruppo e soprattutto aver avuto esperienza nel settore in cui opereranno. La scelta del corretto team agli occhi dell'investitore è cruciale poiché delinea le aspettative e può essere il motivo di successo o insuccesso dell'intera operazione.

### **3) L'elemento "innovazione"**

L'elemento innovazione è un altro aspetto importantissimo che gli operatori valutano prima di investire. Con innovazione si fa riferimento a tutto ciò che comporti un nuovo modo di pensare, agire o organizzare ed è spesso il fattore che spinge un investitore a prediligere una società rispetto ad un'altra. Riuscire a fare ciò comporta l'anticipare i cambiamenti e cogliere opportunità, esattamente le fonti di profitto ricercate dagli operatori di venture capital.

#### **Cosa chiede l'investitore all'impresa**

L'apertura del capitale di un'impresa a un socio istituzionale determina importanti cambiamenti nell'azienda oggetto di investimento. Per raggiungere il suo obiettivo, infatti, l'investitore eserciterà un'azione tendente a elevare la trasparenza e la qualità nella comunicazione dell'impresa, a professionalizzare la gestione e l'organizzazione, a far introdurre o evolvere sistemi di pianificazione e di monitoraggio dei risultati aziendali.

Nel dettaglio, l'operatore di venture capital:

- ✓ partecipa alle scelte strategiche dell'azienda, limitando il suo intervento alle decisioni che possono modificare la combinazione prodotto/mercato/tecnologia su cui si basa l'azienda e alle decisioni di investimento più significative;
- ✓ solitamente propende per la trasformazione dell'azienda in S.p.A.;
- ✓ lascia al socio imprenditore e/o al gruppo dirigente piena autonomia nella gestione operativa quotidiana dell'azienda;
- ✓ una volta acquisita la partecipazione, pretende che gli siano forniti tutti i dati necessari per tenere sotto controllo l'andamento della società, al fine di individuare tempestivamente eventuali problemi;
- ✓ richiede una prova dell'affidabilità della funzione amministrativa ed eventualmente la certificazione del bilancio;
- ✓ nel rapporto con l'imprenditore, vuole la disponibilità ad un colloquio leale, aperto e costruttivo, ed una totale trasparenza, nell'interesse dello sviluppo aziendale.

## **COME PRESENTARSI ALL'INVESTITORE**

### **I presupposti del progetto**

Avere una buona idea non vuol dire fare impresa. Innanzitutto non tutte le buone idee si possono trasformare in prodotti o servizi che il mercato recepisce. Inoltre, avviare un'attività imprenditoriale può sembrare relativamente semplice in un'ottica di breve periodo, mentre permanere sul mercato è molto più impegnativo. Molte volte aspiranti imprenditori confondono invenzioni o tecnologie innovative con idee di business: un'idea deve poter generare profitti, altrimenti viene meno, fin dall'inizio, la possibilità di trasformarla in un'attività imprenditoriale. Inoltre, tale idea di business si deve concretizzare in un processo di produzione di un bene o un servizio, che abbia degli acquirenti e che soprattutto consenta di cogliere un'opportunità di mercato. Soprattutto nei casi di imprese con prodotti/processi ad alto contenuto tecnologico, infine, l'idea deve essere tutelata, o attraverso un tecnologia talmente sofisticata da essere difficilmente imitabile, oppure ricorrendo alla tutela legale, attraverso la procedura di brevettazione.

### **Il business plan come biglietto di presentazione all'investitore**

Il business plan è il piano nel quale il progetto viene sviluppato in termini di linguaggio aziendale. Esso è la base per la richiesta del capitale di rischio e quindi, spesso, per l'imprenditore è il primo strumento di contatto con l'investitore istituzionale. È quindi necessario dedicare cure e attenzione all'elaborazione di questo documento, che rappresenta il biglietto di presentazione dell'imprenditore, dell'impresa e del progetto.

Il processo di preparazione del business plan deve coinvolgere tutta l'azienda e deve esplicitare, in termini quantitativi, gli obiettivi da raggiungere e la loro compatibilità con le risorse (finanziarie, tecnologiche, conoscitive e umane) di cui l'impresa dispone o vorrebbe disporre, tenendo conto delle caratteristiche dell'ambiente competitivo in cui l'impresa si misura e del mercato al quale si rivolge.

Utilizzando la terminologia propria della direzione strategica, il business plan deve porsi i seguenti obiettivi:

- ✓ descrivere qual è la visione strategica e l'obiettivo imprenditoriale unificante;
- ✓ identificare la missione aziendale, cioè i singoli obiettivi da raggiungere per realizzare la visione strategica e i mezzi da utilizzare;
- ✓ rappresentare in modo organico ed efficace l'attività d'impresa;
- ✓ creare un benchmark per confrontare i risultati raggiunti;
- ✓ descrivere la situazione attuale, offrendo anche una sintesi dei dati economico-finanziari storici, relativi agli ultimi tre anni, e prospettici, mediante l'utilizzo di rendiconti finanziari, conti economici, stati patrimoniali e indici di analisi finanziaria;
- ✓ configurarsi come un documento di gestione e pianificazione aziendale per i soggetti interni (imprenditore e management) e di comunicazione per i soggetti esterni (finanziatori e investitori istituzionali).

Relativamente all'orizzonte temporale da prendere a riferimento per il business plan, esso varia a seconda che si tratti di un progetto o di un'impresa. Mentre nel primo caso il periodo

temporale di riferimento può coprire l'intera vita del progetto, nel secondo caso generalmente varia da tre a cinque anni, con un grado di analisi molto dettagliato per il primo anno e un approccio più generalizzato per gli anni successivi.

#### **Opportunità, limiti e cosa evitare nella stesura del business plan**

È necessario fare alcune considerazioni in merito ai limiti e alle opportunità riconducibili al processo di elaborazione del business plan.

##### **Opportunità**

- ✓ stimola a rapportarsi al futuro;
- ✓ spinge a ripensare la formula imprenditoriale e, quindi, anche la strategia;
- ✓ stimola la comunicazione e il confronto;
- ✓ induce a pensare in termini di valore creato.

##### **Limiti**

- ✓ non può sostituire l'imprenditorialità;
- ✓ è semplicemente un modo attraverso cui l'imprenditorialità si estrinseca.

##### **Cosa evitare:**

Non attribuire al business plan infallibili capacità di predire il futuro: il business plan deve prontamente essere riformulato qualora mutino le variabili e gli assunti sui quali è stato pensato.

### **Se l'interlocutore è un investitore nel capitale di rischio**

La realizzazione di un business plan da sottoporre a investitori istituzionali nel capitale di rischio, necessita di una particolare attenzione, perché:

- ✓ sulla base delle informazioni contenute nel business plan, l'interlocutore deciderà se andare a fondo nell'esame del progetto o se scartarlo;
- ✓ coloro che andranno a discutere il business plan si troveranno di fronte ad attenti e preparati interlocutori, che cercheranno di individuare i punti di debolezza o le eventuali incoerenze presenti nel documento.

Nella stesura del business plan il management dovrà quindi considerare che i potenziali finanziatori giudicheranno il lavoro svolto con criteri diversi rispetto a quelli utilizzati dalla direzione aziendale. L'enfasi sarà infatti sulla capacità del business plan di creare valore per l'investitore e di facilitare la sua successiva uscita dall'investimento.

In questo senso, costituiranno punti di forza non indifferenti:

- ✓ l'aver concepito il business plan come sintesi di una analisi di più scenari possibili (ad esempio, ottimistico - medio - pessimistico), a ciascuno dei quali è stata attribuita una probabilità di verificarsi;
- ✓ l'aver coinvolto l'organizzazione aziendale nel processo di business planning e il fatto che sia presente un management motivato, compatto, capace di fare gioco di squadra, con un track record di successo e con competenze riconosciute nel settore.

Dalla lettura del business plan, quindi, l'investitore deve acquisire fiducia nel management, in termini di gestione del business e dei cambiamenti, nel business, come capacità dell'imprenditore di quantificare le previsioni, nella motivazione dell'imprenditore, che dovrà ridurre il suo peso decisionale riconoscendo il ruolo dell'investitore esterno, nel modo in cui verranno investiti i capitali e nella condivisione del rischio.

## La scelta dell'operatore e le fasi che portano all'investimento

Prima di avvicinarsi concretamente ad un operatore di venture capital molte imprese ritengono opportuno utilizzare un metodo di valutazione tramite il quale è possibile confrontare più venture capitalist dando loro dei punteggi in modo da valutare la vicinanza tra quello che l'impresa cerca ed i parametri di investimento standard di ogni operatore. Ad ognuno dei parametri viene dato un voto per affinità con le caratteristiche dell'impresa. Il fondo che ottiene la somma dei punti più alta è il fondo che più si avvicina alle esigenze dell'impresa target.

### Matrice per la selezione di un venture capitalist<sup>4</sup>

	VC 1	VC2	VC3
Geografia	2	2	1
Stadio di sviluppo	2	2	2
Capitale richiesto	1	0	2
Settore	2	0	2
Leadership	0	1	2
<b>TOTALE</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>9</b>

Dopo avere individuato un investitore che potrebbe essere interessato al proprio progetto di sviluppo, l'imprenditore può contattarlo telefonicamente, per lettera o via e-mail (molti siti internet degli operatori sono caratterizzati da sezioni dedicate con form già predisposti per contattare il team d'investimento), inviando il **progetto preliminare** (information memorandum). Tale documento dovrà aver assunto una forma molto incisiva, alla luce dell'elevato numero di proposte che ogni investitore giornalmente riceve, e devono essere individuabili con immediatezza le opportunità derivanti dalla specifica iniziativa.

Se dalla lettura del documento di presentazione dell'iniziativa l'investitore trae il convincimento di trovarsi di fronte ad una buona opportunità, sottopone all'imprenditore una prima serie di quesiti per approfondire alcuni aspetti chiave dell'operazione in esame. Se, poi, da questa successiva fase emerge una concreta possibilità di accordo, si passa alla firma di una **lettera di intenti**, nella quale vengono definiti gli aspetti economici, legali e societari salienti che dovranno essere ripresi e rielaborati in dettaglio nel contratto di investimento. La lettera condiziona la firma del contratto definitivo ad una serie di accertamenti svolti tramite la così detta **due diligence**. Il termine può essere definito come quell'insieme di attività, svolte dall'investitore, necessarie per giungere ad una valutazione finale, analizzare lo stato attuale dell'azienda (compresi i rischi potenziali e le eventuali cause di fallimento dell'operazione o "deal breakers") e le sue potenzialità future. Un buon andamento della due diligence è una garanzia per entrambe le parti di una chiusura della negoziazione in maniera rapida e permette all'investitore di venire in possesso di quelle informazioni necessarie ad effettuare l'investimento in maniera professionale. La due diligence non riguarda solamente l'analisi dei dati economico-finanziari della target (financial due diligence), ma anche il mercato, i concorrenti e il posizionamento strategico (commercial due diligence), gli aspetti legali (legal due diligence) e fiscali (fiscal due diligence), le relazioni tra target e ambiente (due diligence ambientale), l'operatività e le funzioni chiave (operation due diligence), le risorse umane e le problematiche connesse alle coperture assicurative.

<sup>4</sup> Fonte: Pratt's Guide to Private Equity and Venture Capital Sources

Se le analisi effettuate dall'investitore hanno dato esito positivo, si giunge alla firma del **contratto**, che definisce in dettaglio i termini dell'accordo tra la società ed i suoi azionisti da una parte e l'investitore dall'altra.

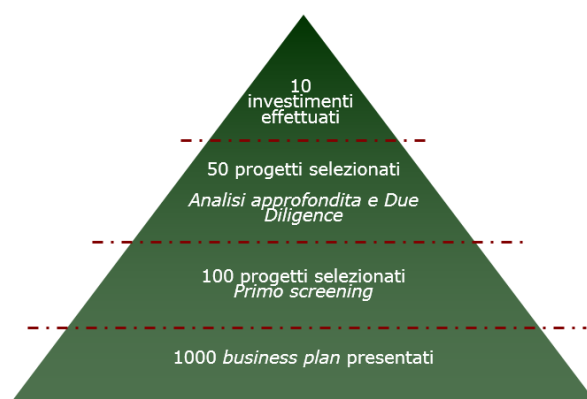
Da questo momento in poi investitore e imprenditore sono a tutti gli effetti soci della stessa iniziativa e devono cominciare a lavorare insieme per massimizzare la creazione di valore.

### Quante possibilità di successo ci sono

Un'analisi realizzata negli Stati Uniti a metà degli anni '80 e pubblicata sul periodico Venture Capital Journal sosteneva che, relativamente agli startup e agli early stage financing, ogni 1.000 imprenditori che presentano un business plan agli investitori istituzionali:

- ✓ 100 business plan vengono ritenuti interessanti per fissare un incontro;
- ✓ 50 business plan vengono ritenuti interessanti per eseguire una due diligence approfondita;
- ✓ 10 investimenti vengono effettuati.

### Il processo di selezione delle idee imprenditoriali<sup>5</sup>



Alcune delle principali cause del mancato investimento sono rappresentate da:

- ✓ scarsa credibilità dell'idea, del progetto o dell'imprenditore, in termini di difficoltà di implementazione e realizzazione del prodotto/servizio, scarso interesse da parte del mercato per il prodotto o il servizio offerto, assenza nell'idea di un vantaggio competitivo che possa in qualche modo garantire la riuscita del progetto;
- ✓ scarsa redditività prospettica dell'investimento, che spesso si verifica in presenza di un progetto dove il costo dell'investimento iniziale risulta sin dal principio troppo elevato o risulta molto difficile la precisa quantificazione delle risorse finanziarie future necessarie al completamento del progetto stesso, oppure quando esistono scarse possibilità di way-out futura;
- ✓ tempistica: l'esistenza di almeno un prototipo (il cui sviluppo ha abitualmente già richiesto un impegno economico da parte dell'imprenditore) spesso dà maggiore sicurezza all'investitore istituzionale. Unitamente allo stadio di sviluppo, l'assenza di un vantaggio temporale specifico (time to market) rispetto al mercato può a volte essere causa del mancato investimento;
- ✓ scarso dinamismo ed esperienza (il cosiddetto track record) da parte del management team, nonché scarsa volontà di assoggettarsi a meccanismi di incentivazione;

---

<sup>5</sup> Fonte: Venture Capital Journal

- ✓ rapporto e stile di management: sensazione di mancanza di chiarezza, lealtà e trasparenza nei rapporti e convinzione che i rapporti tra famiglia e impresa non siano improntati alla necessaria professionalità.

Inoltre, il progetto potrebbe essere scartato anche solamente per il fatto di essersi rivolti ad un operatore che non investe in quel particolare settore o fase del ciclo di vita dell'azienda. A seconda dei casi in cui ci si trova, le azioni successive da intraprendere sono diverse, passando dalla revisione della forma del business plan, alla ricerca di un diverso interlocutore, all'abbandono dell'idea.

### **Le criticità di una startup**

Nel caso di avvio di un'attività imprenditoriale ci sono alcuni elementi di cui tener conto:

- ✓ la valutazione del progetto presenta elevati livelli di incertezza, legati all'accettabilità del prodotto/servizio nel mercato, alla concorrenza ecc. Per tali ragioni può essere utile ricercare operatori con competenze manageriali ampie e diversificate, capaci di aiutare l'imprenditore a costruire un solido business plan;
- ✓ mancando una storia dell'impresa, l'attenzione si concentra soprattutto sul profilo personale dell'imprenditore e del suo team;
- ✓ i capitali sono fondamentali per lo sviluppo del progetto e devono essere utilizzati con accortezza (ad esempio gli investimenti di medio-lungo termine vanno finanziati prevalentemente con mezzi propri, il circolante deve trovare naturale copertura nel credito a breve e l'indebitamento a medio termine deve essere compatibile con la capacità di generare flussi di cassa). Alcuni suggerimenti possono essere a questo proposito utili per l'impresa:
  - minimizzare gli investimenti iniziali, ad esempio utilizzando formule quali il leasing o l'affitto;
  - minimizzare i costi fissi, che assorbono liquidità, ad esempio utilizzando schemi di remunerazione basati su bonus o partecipazione al profitto, entrambi legati ai risultati aziendali;
  - fare analisi qualitative della domanda, dialogando con i potenziali clienti, fornitori, distributori;
  - orientarsi al medio-lungo termine, anziché seguire logiche day-by-day;
  - costruire alleanze chiave con coloro che sono interessati al successo dell'azienda (fornitori, distributori, clienti);
  - mantenere una costante interazione con il cliente.

### **Le domande chiave tipiche del venture capitalist**

Per valutare l'opportunità di investimento, l'investitore tipicamente rivolge all'imprenditore alcune domande:

- 1) Qual è il mercato potenziale per il prodotto/servizio?
- 2) Quali sono i margini di redditività e il tasso di crescita del settore?
- 3) Qual è la struttura competitiva?
- 4) In che cosa consiste l'unicità o la caratteristica distintiva del proprio progetto?
- 5) Il management team è in grado di realizzare il business plan?
- 6) Quali sono i rischi principali?



- 7) Quando si raggiungerà il break even (equilibrio tra costi e ricavi)?
- 8) Quando si prevede di acquisire il primo cliente?
- 9) Quali sono i piani di investimento, con particolare riferimento all'attività di ricerca e sviluppo?
- 10) Quali alleanze chiave si pensa di costruire?
- 11) Come si pensa di far crescere il team?
- 12) Quali sono gli scenari per l'exit?

## LA VITA CON L'INVESTITORE E IL DISINVESTIMENTO

### La creazione di valore

Una volta realizzatosi l'investimento da parte del venture capitalist, comincia il processo di creazione del valore all'interno dell'impresa, finalizzato ad aumentarne il valore nel medio-lungo termine. In termini concreti, come anticipato, le aree e le attività aziendali che maggiormente giovano dell'intervento dell'investitore sono:

- ✓ il sistema di controllo e di gestione, con l'investitore che richiede un continuo aggiornamento dell'andamento aziendale attraverso sistemi di reporting affidabili e formali;
- ✓ la funzione di sviluppo strategico, con piani di crescita esterna, acquisizioni e fusioni, ma anche nuovi prodotti e servizi, tecniche produttive ecc.;
- ✓ l'area finanziaria, intesa come il mix di equity e debito, gestita in modo più professionale e con un miglioramento dello standing creditizio percepito dal sistema finanziario;
- ✓ la gestione delle risorse umane, grazie alla managerializzazione dell'impresa e alla maggiore possibilità di attrarre risorse di valore.

Sotto il profilo delle modalità concrete con cui si aiuta e accelera lo sviluppo dell'azienda, i comportamenti degli operatori possono essere diversi. In particolare, in funzione di alcune variabili (tipologia di investitore, tipologia di operazione, problemi interni all'azienda), l'operatore può assumere un atteggiamento più o meno incisivo nella conduzione aziendale, partecipando in misura maggiore o minore alla vita della stessa.

Approccio hands on	Approccio hands off
<p>L'investitore partecipa attivamente all'attività dell'azienda in cui ha investito.</p> <p>Oltre alla rappresentanza nel Consiglio di Amministrazione, nell'ambito del quale ha spesso diritto di veto nelle decisioni più importanti sull'attività dell'azienda, richiede di essere informato mensilmente sui risultati aziendali, effettua frequenti visite in impresa e, talora, richiede la nomina di suoi manager di fiducia nelle posizioni considerate chiave.</p> <p>L'investitore generalmente impone all'azienda la certificazione dei bilanci, richiede l'adozione di sistemi di budgeting e di reporting moderni, anche in vista dell'obiettivo della quotazione in Borsa, e propone meccanismi di incentivo dei dirigenti chiave.</p>	<p>L'investitore partecipa scarsamente all'attività dell'azienda in cui ha investito, anche se ha comunque una rappresentanza nel Consiglio di Amministrazione.</p> <p>Alcuni investitori preferiscono ricoprire un ruolo meno attivo nella gestione dell'impresa, lasciando le decisioni sia operative che strategiche al management e richiedendo soltanto di ricevere, in modo regolare, le informazioni necessarie per tenere sotto costante monitoraggio l'andamento della società, in modo da individuare tempestivamente eventuali problemi. Le occasioni di ingerenza aumentano nel caso in cui l'andamento della società e del progetto si fanno critici.</p>

Il monitoraggio dell'investimento viene effettuato su gran parte degli aspetti che caratterizzano la vita aziendale, sia attraverso l'analisi costante di alcuni indicatori economico-reddituali, sia attraverso la partecipazione alle riunioni del Consiglio di Amministrazione, alle quali i rappresentanti dell'investitore, di norma, partecipano. È importante ricordare che l'investitore non si sostituisce all'imprenditore e quasi mai pretende di partecipare alle scelte operative del *management*, mentre vuole essere parte attiva nell'ambito delle scelte di

carattere strategico e nella verifica dell'andamento, tramite la presenza nel Consiglio di Amministrazione.

All'interno del contratto di investimento sono normalmente contenuti accordi che regolano i rapporti tra gli azionisti, fondamentali soprattutto nei casi di investimenti di minoranza, e che riguardano i principi di corporate governance, cioè le principali regole relative a:

- ✓ nomina e funzionamento degli organi sociali;
- ✓ meccanismi di controllo di gestione;
- ✓ maggioranze qualificate richieste per atti particolari;
- ✓ processo di disinvestimento (ad esempio diritti d'opzione).

## Il disinvestimento

L'investitore istituzionale nel capitale di rischio rappresenta un socio temporaneo dell'imprenditore, interessato a monetizzare il proprio investimento e a realizzare un guadagno di capitale attraverso la vendita della partecipazione, una volta raggiunti gli obiettivi prefissati. Il disinvestimento consiste, dunque, nella cessione, totale o parziale, della partecipazione detenuta dall'investitore, che, in alcuni casi, può anche decidere di conservare una minima quota di capitale nell'impresa in via più duratura.

Dato che è proprio nella fase di smobilizzo che si realizza il guadagno di capitale, il disinvestimento rappresenta una fase estremamente delicata per l'investitore istituzionale. Gli aspetti di maggiore rilevanza su cui l'investitore e gli eventuali altri azionisti devono essere in accordo sono:

- ✓ l'individuazione del **momento** più opportuno in cui realizzare il disinvestimento: il momento dell'uscita dell'investitore dal capitale dell'impresa non è quasi mai predeterminato, ma è funzione dello sviluppo della società. Sempre più spesso, tuttavia, gli investitori cercano di prevedere, al momento dell'acquisto della partecipazione, gli eventuali canali di uscita ed i tempi di realizzo, al fine di pianificare al meglio anche questa fase finale dell'operazione. Nei casi di successo, si disinveste quando l'azienda ha raggiunto il livello di sviluppo previsto ed il valore della società, e quindi della partecipazione, si è conseguentemente incrementato. Nell'eventualità in cui l'iniziativa fallisca, perché, ad esempio, il nuovo prodotto o la nuova tecnologia non riescono ad affermarsi sul mercato, si disinveste quando matura la convinzione che non è più possibile risolvere la situazione di crisi che si è creata. In entrambe le situazioni, i tempi e le modalità del disinvestimento sono definiti, di norma, con l'accordo di tutti i soci;
- ✓ la definizione del **canale** più adeguato: esistono diverse modalità di disinvestimento, dipendenti dalla tipologia di impresa e di operazione precedentemente posta in essere, dai risultati raggiunti, da elementi congiunturali e da specifiche preferenze di tutti gli azionisti.

I tipici canali utilizzati dagli investitori per cedere le azioni in loro possesso sono:

- **La vendita dei titoli ad un'altra impresa industriale**

Il caso di cessione della partecipazione a un'altra azienda è una delle vie maggiormente seguite. L'offerta di acquisto può presentarsi in modo spontaneo, oppure viene attentamente costruita, cercando potenziali imprese interessate, dall'investitore di comune accordo con l'imprenditore. Sotto il profilo tecnico, in particolare, la cessione della

partecipazione tramite trade sale può avvenire sia a seguito di una trattativa privata che, prassi sempre più diffusa nei mercati più evoluti, tramite un processo di asta.

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

- **La vendita dei titoli ad un altro investitore istituzionale**

In alcuni casi il processo di disinvestimento può essere realizzato attraverso il "passaggio del testimone" da un investitore ad un altro. Ciò si verifica soprattutto quando l'impresa non è ancora pronta ad essere affidata al mercato, ma necessita di ulteriori capitali e conoscenze per proseguire il suo processo di crescita.

- **Il riacquisto delle quote da parte del gruppo imprenditoriale originario**

L'imprenditore può riacquistare la quota ceduta originariamente all'investitore istituzionale nel capitale di rischio. Tale eventualità può essere prevista contrattualmente fin dall'inizio dell'intervento. I casi più frequenti di riacquisto sono riconducibili ad operazioni di sviluppo (expansion) e riguardano partecipazioni di minoranza.

- **La quotazione in Borsa**

Nella maggior parte dei casi la quotazione su un mercato regolamentato rappresenta la più ambita via di dismissione delle partecipazioni. Tale strada consente all'operatore di collocare una minoranza del capitale dell'impresa, mentre l'imprenditore mantiene il controllo della società. Avere come socio un investitore istituzionale, inoltre, vuol dire avere già compiuto un percorso importante di tipo organizzativo e manageriale e quindi limitare di molto gli oneri associati alla quotazione.

È ovviamente da mettere in previsione anche l'ipotesi che l'operazione non vada a buon fine e che, quindi, non si verifichi un vero e proprio disinvestimento, ma un azzeramento parziale o totale del valore della partecipazione, con conseguente riduzione delle quote detenute o uscita definitiva dalla compagine azionaria (c.d. write off). Ciò è più frequente soprattutto nelle operazioni di startup di imprese tecnologiche, caratterizzate da un elevato livello di rischio.