



DOTTORATO DI RICERCA IN  
DIRITTO ED ECONOMIA  
XXVI CICLO

Coordinatore Chiar.mo Prof. Marcello Clarich

**LE OPERAZIONI DI VENTURE CAPITAL**

Dottorando

**Dott. Giovanni Spedicato**

Tutor

**Char.mo Prof. Cesare Pozzi**

ANNO ACCADEMICO 2013/2014

## SINTESI DELLA TESI DI DOTTORATO

Lo scopo del presente lavoro è di analizzare le varie fasi in cui gli investimenti di *venture capital* si suddividono e gli strumenti contrattuali sottesi, cercando di leggere il *venture capital* sulla base degli scritti di Schumpeter, con particolare riferimento ai lavori che studiano i rapporti tra finanziatore ed imprenditore (*Entrepreneur*).

Più in dettaglio il lavoro muove dal tentativo di fornire una definizione di *venture capital* ed, a tal fine si procederà ad una rapida individuazione delle varie fasi che attraversa l'impresa nel corso del suo ciclo vitale, soffermandosi sulle diverse necessità economico/finanziarie che caratterizzano ciascuna di tali fasi. Si analizzano, quindi, le differenze tra il *private equity* ed il *venture capital*, derivanti dalle differenti fasi del ciclo dell'impresa in cui tali operatori inseriscono la loro attività. Alla luce di tale differenziazione si giunge, pertanto, ad individuare una definizione di *venture capital* secondo la quale il *venture capitalist* fornisce capitale di rischio alle imprese che si trovano nella loro fase embrionale (*early stage*) di una business idea, ovvero nella fase di avviamento del business (*start up*). Chiarito questo primo aspetto terminologico, ci si sofferma sulla funzione di finanziamento delle imprese svolta dal *venture capitalist* e sull'ottica con cui lo stesso effettua i propri investimenti, concludendo che il *venture capitalist* investe in attività imprenditoriali che si trovano nella loro fase iniziale al fine di supportarne la crescita e di cedere la propria partecipazione una volta che tale impresa si sia sviluppata, ottenendo un profitto pari alla differenza tra la somma investita ed il ricavo della cessione.

Successivamente, si procederà all'analisi delle diverse fasi in cui viene comunemente suddiviso il ciclo di business del *venture capital*. In particolare, soffermandosi sulle seguenti fasi:

- (a) **Raccolta dei fondi:** si analizzeranno le modalità con le quali i *venture capitalist* si strutturano attraverso diversi veicoli (*e.g.* società di gestione del risparmio), si individueranno i soggetti cui i *venture capitalist* si rivolgono per la raccolta dei fondi e si cercherà di verificare la possibilità per

gli stessi di ricorrere al debito per finanziare il fondo e le iniziative di business che intendono perseguire.

- (b) **Investimento:** si analizzerà la fase di scelta e di valutazione dell'impresa che il *venture capitalist* decide di finanziare; si individuano le modalità con le quali si realizzano le operazioni di investimento ed i relativi strumenti contrattuali.
- (c) **Gestione dell'impresa:** si analizzeranno le modalità con le quali il *venture capitalist* indirizza l'attività dell'impresa finanziata e contribuisce alla stessa apportando le proprie competenze manageriali. Ci si soffermerà, inoltre, sui rapporti tra *venture capitalist* e socio imprenditore individuando gli strumenti contrattuali mediante i quali tali soggetti regolano i loro rapporti (quali, a titolo esemplificativo, patti parasociali, diritti statutari, materie riservate).
- (d) **Exit:** si analizzeranno le diverse modalità con le quali il *venture capitalist* dismette la propria partecipazione nell'impresa nella quale ha investito. In tal senso, ci si soffermerà sull'importanza delle clausole contrattuali che regolano al momento dell'investimento le modalità di uscita dallo stesso.

Prendendo le mosse dal carattere innovativo che caratterizza le attività imprenditoriali che il *venture capitalist* finanzia nonché dal particolare rapporto che si instaura tra il *venture capitalist* e il socio imprenditore, si analizzerà la teoria dell'imprenditore sviluppata da Schumpeter nei suoi scritti. In particolare, facendo riferimento all'opera più significativa intitolata "*Teoria dello Sviluppo Economico*" nonché ad altri scritti sull'imprenditore, si ricostruirà il ruolo che Schumpeter attribuisce all'imprenditore all'interno del ciclo economico. Si giungerà, quindi, a definire l'imprenditore come quel soggetto che, attraverso l'innovazione nel processo produttivo o nel prodotto riesce a scardinare l'equilibrio del mercato e consentire una evoluzione dello stesso. La capacità e la forza innovativa dell'imprenditore delineato da Schumpeter non sarebbero in grado di produrre il cambiamento all'interno del mercato se non attraverso i finanziamenti che pervengono da operatori specializzati (in particolare dal banchiere). Introdotta la figura

del finanziatore nell'ambito della teoria di Schumpeter, se ne esamineranno le caratteristiche ed il ruolo che questo ricopre all'interno del ciclo di sviluppo economico nonché il sostegno che fornisce nell'implementazione delle idee sviluppate dall'imprenditore. Alla luce di tale ricostruzione, si attribuirà al banchiere non solo il ruolo di mero finanziatore di idee innovative, ma lo si riterrà un protagonista, insieme all'imprenditore, dello sviluppo economico attraverso l'attenta valutazione e scelta delle attività imprenditoriali da finanziare che lo stesso pone in essere.

Illustrati i fondamentali della teoria dell'imprenditore e del banchiere all'interno della più ampia teoria dello sviluppo economico elaborata da Schumpeter, si metteranno in relazione da un lato la figura del *venture capitalist* con quella del banchiere e, dall'altro lato, la figura dell'imprenditore di Schumpeter e quella del soggetto che riceve finanziamenti da parte del *venture capitalist*. Da tale confronto emergerà che la figura del banchiere e quella dell'imprenditore elaborate da Schumpeter sono assimilabili, in quanto a funzione e ruolo che ontologicamente ricoprono nello sviluppo e nell'implementazione di un'idea imprenditoriale, rispettivamente, alla figura del *venture capitalist* e del socio imprenditore. Si concluderà, tuttavia, evidenziando come il rapporto che si instaura tra il *venture capitalist* ed il socio imprenditore sia sostanzialmente differente dal rapporto che lega il banchiere e l'imprenditore nella teoria di Schumpeter. Infatti, la relazione tra *venture capitalist* e l'imprenditore si caratterizza, come evidenziato nell'analisi della fase del ciclo di business del *venture capital* di "gestione dell'impresa", per il fatto che il *venture capitalist* assume e riveste un ruolo fondamentale all'interno dell'impresa dallo stesso finanziata, arrivando a definirne gli indirizzi strategici ed introducendo nuovi modelli di gestione. Tale attività non viene assolutamente svolta dal banchiere all'interno della teoria di Schumpeter, il quale attribuisce al banchiere un ruolo di selezionatore delle idee da finanziare ma non gli assegna alcuna concreta funzione di indirizzo dello sviluppo dell'impresa finanziata. Ciò posto, ci si sofferma sull'importanza della relazione tra il socio imprenditore ed il *venture capitalist* ai fini del successo o dell'insuccesso dell'operazione di investimento. Da tale analisi emergerà la centralità di tale rapporto e l'esigenza di regolarlo contrattualmente cercando di bilanciare gli opposti interessi.

Il lavoro prosegue mettendo in evidenza la circostanza per cui, sebbene esistano delle differenze di fondo con il modello immaginato da Schumpeter, il *venture capital* rappresenta sicuramente uno strumento in grado di sostenere la crescita e lo sviluppo di attività imprenditoriali innovative, dovendosi comunque prestare particolare attenzione alla definizione dei rapporti tra socio imprenditore e *venture capitalist* mediante la creazione e l'implementazione di una struttura di *corporate governance* al fine di bilanciare i diversi interessi in gioco ed evitare che i contrasti tra questi protagonisti della crescita dell'impresa possano, invece, provocarne il declino.

Nell'ultima parte dell'analisi, si tenterà di individuare gli ambiti nei quali il legislatore potrà intervenire al fine di favorire lo sviluppo del mercato di *venture capital* in Italia, arrivando a sostenere come le politiche legislative debbano principalmente indirizzarsi alla creazione delle condizioni per gli investimenti stessi, quali la diffusione di una cultura della ricerca e dell'innovazione che favorisca il sorgere imprese innovative che potranno essere finanziate dai *venture capitalist*, un sistema fiscale premiante, e lo sviluppo di condizioni favorevoli rispetto alla fase di dismissione dell'investimento.