



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

Ringraziamenti

Desidero ringraziare il mio supervisore, il Professor Cesare Pozzi, per avermi sostenuto e supportato nel percorso dottorale, nonché per la sua grande disponibilità e infinita pazienza.

Ringrazio tutti i miei colleghi di dottorato ed in particolare Federico Raffaele e Alessandro Massolo per avermi aiutato ed essermi stati vicini durante il triennio del dottorato. Il mio ringraziamento va anche ai miei colleghi di lavoro, i quali mi hanno trasmesso ed insegnato molto.

Dedico la tesi ai miei genitori, Cesare e Patrizia, nonché a Laura.

INDICE

	Pagina
INTRODUZIONE.....	5
PARTE 1	
CAPITOLO 1.....	8
1.1 BREVI CENNI INTRODUTTIVI SUL <i>PRIVATE EQUITY</i> E SULLA SUA ORIGINE – DEFINIZIONE DI <i>VENTURE CAPITAL</i>	8
1.2 LE FASI DEL CICLO DI BUSINESS DI UN'IMPRESA	10
1.3 I DIVERSI TIPI D'INVESTIMENTO DI <i>PRIVATE EQUITY</i> E <i>VENTURE CAPITAL</i>.....	16
CAPITOLO 2	31
2.1 CENNI INTRODUTTIVI SULL'ATTIVITÀ DI <i>VENTURE CAPITAL</i> – IL <i>VENTURE CAPITAL CYCLE</i>	31
CAPITOLO 3.....	39
3.1 RACCOLTA DEI FONDI (<i>FUNDRAISING</i>).....	39
3.2 I FONDI DI INVESTIMENTO MOBILIARE CHIUSI.....	45
3.3 I FONDI D'INVESTIMENTO CHIUSI NELLE ESPERIENZE STRANIERE	45
3.4 I FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO MOBILIARE CHIUSI DI DIRITTO ITALIANO	48
CAPITOLO 4.....	54
4.1 IL PROCESSO DI INVESTIMENTO	54
4.2 L'INDIVIDUAZIONE DELLE OPPORTUNITÀ DI INVESTIMENTO	56
4.3 SCELTA DELL'IMPRESA NELLA QUALE INVESTIRE	58
4.4 LA FASE DI VALUTAZIONE DELL'IMPRESA – <i>DUE DILIGENCE</i>	59
4.5 DETERMINAZIONE DEL PREZZO - CRITERI	64
4.6 AGGIUSTAMENTI DEL PREZZO E GLI ACCORDI DI <i>EARN-OUT</i>.....	69
4.7 GLI ASPETTI LEGALI.....	72
4.8 GLI ASPETTI LEGALI – LA LETTERA DI INTENTI	74
4.9 GLI ASPETTI LEGALI – L'IMPEGNO DI CONFIDENZIALITÀ E L'ESCLUSIVA	77
4.10 GLI ASPETTI LEGALI – IL CONTRATTO DI COMPRAVENDITA	79
4.11 GLI ASPETTI LEGALI – LE DICHIARAZIONI E GARANZIE	82
4.12 NOTE CONCLUSIVE E RINVIO AI CAPITOLI SUCCESSIVI	87
CAPITOLO 5.....	89
5.1 LA CONVIVENZA TRA <i>VENTURE CAPITALIST</i> E SOCIO “IMPRENDITORE”	89
5.2 LA GESTIONE DELL'INVESTIMENTO.....	89
5.3 COSA APPORTA IL <i>VENTURE CAPITALIST</i>? LA CREAZIONE DEL VALORE AGGIUNTO.....	94

5.4	IL RAPPORTO TRA SOCIO IMPRENDITORE E <i>VENTURE CAPITALIST</i>	109
5.5	ASPETTI GENERALI SULLA DISCIPLINA DEI PATTI PARASOCIALI	111
5.6	PREVISIONI PARASOCIALI RELATIVE ALLA GESTIONE E AL CONTROLLO DELL'ATTIVITÀ SOCIETARIA	115
5.7	MECCANISMI DI <i>ENFORCEMENT</i> DEL PATTO PARASOCIALE	119
5.8	LE CLASSI DI AZIONI E MODELLI DIRITTI AMMINISTRATIVI	122
5.9	DEADLOCK	127
5.10	LIMITI AL TRASFERIMENTO DELLE PARTECIPAZIONI	130
5.11	OSSERVAZIONI CONCLUSIVE	134
CAPITOLO 6		135
6.1	L'IMPORTANZA DELLA FASE DI USCITA DALL'INVESTIMENTO	135
6.2	COME SCEGLIERE LA <i>WAY OUT</i>	137
6.3	QUOTAZIONE	141
6.4	<i>TRADE SALE</i>	144
6.5	<i>SECONDARY BUY OUT</i>	148
6.6	IL WRITE OFF E LE ALTRE <i>WAY OUT</i>	149
6.7	OPZIONI <i>PUT</i>	151
6.8	OPZIONI <i>CALL</i>	152
6.9	L'OBBLIGO DI CO-VENDITA – <i>DRAG ALONG</i>	153
6.10	IL DIRITTO DI CO-VENDITA – <i>TAG ALONG</i>	155
6.11	OSSERVAZIONI FINALI	156
PARTE 2		
CAPITOLO 1		158
1.1	INTRODUZIONE ALLA TEORIA DI SCHUMPETER	158
1.2	LA TEORIA DELLO SVILUPPO ECONOMICO – LA “DISTRUZIONE CREATRICE”	160
1.3	L'IMPRENDITORE SECONDO SCHUMPETER ED IL RUOLO DEL “<i>BANCHIERE</i>”	171
CAPITOLO 2		175
2.1	<i>VENTURE CAPITALIST</i> E SOCIO IMPRENDITORE: UNA RELAZIONE COMPLICATA?	175
2.2	IL RAPPORTO TRA INVESTITORE E IMPRENDITORE: CAUSA DEL SUCCESSO O DELL'INSUCCESSO DI UN INVESTIMENTO	179
2.3	PROPOSTE PER LO SVILUPPO DEL <i>VENTURE CAPITAL</i>	183
CAPITOLO 3		189
3.1	CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE	189
BIBLIOGRAFIA		191

INTRODUZIONE

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 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 capital* 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 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, *in primis*, 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 condizioni favorevoli rispetto alla fase di dismissione dell'investimento.

CAPITOLO 1

Che cosa è il *venture capital*?

1.1 Brevi cenni introduttivi sul *private equity* e sulla sua origine – Definizione di *venture capital*

L'attività di *private equity* si sostanzia, in generale, nell'acquisizione da parte di un investitore di partecipazioni, di maggioranza o di minoranza, in iniziative imprenditoriali, al fine di supportarne la crescita di valore e di cedere (dopo un periodo medio-lungo) la relativa quota di partecipazione una volta che il valore dell'impresa oggetto dell'investimento sia incrementato, ottenendo un profitto pari alla differenza tra la somma investita ed il ricavo della cessione¹.

All'interno del più ampio *genus* degli investimenti di *private equity*, si individua la *species* degli investimenti di *venture capital*. Una definizione di *venture capital* accolta e generalmente accettata in tutto il mondo non esiste. Si può ritenere, in linea generale, che l'attività di *venture capital* consista in investimenti (con un elevato profilo di rischio) di capitale in imprese che si trovano nella fase embrionale o iniziale della propria attività, nonché nella gestione della stessa impresa al fine di creare valore e, conseguentemente, ricavare un profitto al momento della cessione della relativa partecipazione nell'impresa stessa.

La definizione sopra riportata, sebbene di ampia portata e generalmente accettata dalle diverse associazioni di *venture capitalist* e di *private equity* (i.e. EVCA², NVCA³, BVCA⁴ e AIFI⁵), viene comunque adattata a seconda della nazione di riferimento e delle caratteristiche del relativo sistema economico/finanziario. Per tale ragione, diverse definizioni sono ancora individuabili.

La definizione "statunitense" considera il *venture capital* come una forma di *private equity* che si concentra negli investimenti in nuove imprese. Pertanto, secondo tale definizione, i *venture capitalist*

¹ Definizione adottata dall'AIFI - Associazione Italiana del Private Equity e del Venture Capital, come da delibera del consiglio direttivo di tale associazione nel luglio 2004.

² *European Venture Capital Association*.

³ *National Venture Capital Association*.

⁴ *British Venture Capital Association*.

⁵ *AIFI - Associazione Italiana del Private Equity e del Venture Capital*.

sono quei soggetti che finanziano le imprese durante la loro fase iniziale (fasi di Sviluppo e *Start up*), nonché nella fase di sviluppo ed espansione del business delle imprese (Crescita iniziale o *Early growth* e Crescita rapida o *Rapid growth*), mentre il *private equity* si concentrerebbe in investimenti che intervengono in fasi in cui l'impresa è più matura e più stabile.

La definizione "europea" separa, invece, gli investimenti di *private equity* da quelli di *venture capital* a seconda della fase del ciclo di vita dell'impresa in cui l'investimento in capitale di rischio viene posto in essere. Il *venture capitalist* concentrerebbe, in tal senso, la propria attività nella fase di Sviluppo (*Development*) o Start up dell'impresa, mentre gli investitori di *private equity* concentrerebbero la propria attività nelle successive fasi di vita dell'impresa. A differenza dalla versione statunitense, la definizione europea considera come investimenti di *venture capital* solo i c.d. "Investimenti iniziali (*Seed financing*)", "Investimenti start up (*Start up financing*)" e "Investimenti per la crescita iniziale (*Early stage financing*)", mentre i c.d. "Investimenti per l'espansione" (*Expansion Financing*) e quelli che intervengono in fasi successive sarebbero, invece, riconducibili alla più ampia attività di *private equity*.

Le prime forme di investimento strutturato in attività imprenditoriali mediante l'apporto di capitale di rischio si rinvencono sin dai tempi dell'antica Roma. Tuttavia, è nel periodo rinascimentale che tali forme di finanziamento si sviluppano e si radicano, con la creazione da parte delle istituzioni inglesi di strutture volte ad espandere ed incrementare il commercio con le colonie⁶.

In tempi meno risalenti, le moderne figure di *private equity*, prima, e di *venture capital* poi, emergono solo dalla fine della seconda guerra mondiale. In particolare, la prima società dedita all'investimento professionale nel capitale di rischio venne creata nel 1946 negli Stati Uniti d'America con il nome di American Research & Development Corporation (ARDC). L'attività di tale società si focalizzò, sin dalla sua costituzione, sull'acquisizione di partecipazioni in società ed imprese particolarmente innovative, le quali si erano sviluppate sulla scia dell'attività dell'industria bellica della seconda guerra mondiale.

Le prime società e istituzioni più propriamente riconducibili alla figura dei *venture capitalist* nacquero sempre negli Stati Uniti d'America a partire dal 1958, anno in cui entrò in vigore lo "Small Business

⁶ Gervasoni, Bollazzi, Del Giudice, Sartori, *Venture Capital e sviluppo economico*, Milano, 2006, pp. 14 e ss.; Metrik, Yasuda, *Venture Capital & the Finance Innovation*, USA, 2011, pp. 10 e ss.; Caselli, *Private Equity and Venture Capital In Europe*, UK, 2010, pp. 3 e ss.; Levin, *Structuring Venture Capital, Private Equity and Entrepreneurial Transactions*, New York, 2004. Secondo alcuni autori la stessa scoperta dell'America da parte di Cristoforo Colombo costituirebbe un esempio *ante litteram* di investimento di *private equity*, si veda in tal senso De Maria, *Introduction to private equity*, UK, 2011.

Investment Act”, il quale favorì, mediante incentivi fiscali, il diffondersi del modello del *venture capital* quale strumento di investimento e finanziamento di iniziative imprenditoriali⁷.

Nella classificazione tradizionalmente adottata dalla letteratura economica e giuridica, le diverse necessità finanziarie di un'impresa vengono suddivise in funzione delle diverse fasi del ciclo di business che la stessa si trova a dover affrontare⁸. L'attività d'investimento di *private equity* si può inserire in ciascuna di tali fasi, mentre il *venture capital* si caratterizzerebbe per guardare esclusivamente ad alcune fasi del ciclo di business di un'impresa, contraddistinte da una forte incertezza sia in termini di validità della *business idea* sottostante, sia in termini di *profitability* dell'investimento.

Al fine di riuscire a comprendere pienamente la portata degli investimenti di *venture capital* e per dare concretezza alla definizione dell'attività di *venture capital*, che altrimenti costituirebbe un mero esercizio di stile, occorre soffermarsi sulle caratteristiche di ciascuna fase del ciclo di business di un'impresa e, successivamente, individuare i diversi tipi di investimenti che vengono posti in essere dagli operatori di *private equity* in ognuna di tali fasi.

1.2 Le fasi del ciclo di business di un'impresa

L'analisi delle fasi del ciclo di business di un'impresa è fondamentale, in quanto l'investimento dell'operatore di *private equity* o di *venture capital* si concretizza solo nel momento in cui l'impresa oggetto dell'investimento (o il suo management, ovvero i suoi soci) manifesta la necessità di fonti finanziarie esterne, al fine di supportare la propria crescita dimensionale (sia verticale che orizzontale), ovvero la riorganizzazione della propria attività. In tal senso, gli investimenti di *private equity* o di *venture capital* forniscono il capitale necessario all'impresa finanziata, sia semplicemente al fine di far fronte ad esigenze di liquidità che la stessa si trova a dover soddisfare, sia al fine di supportarne lo sviluppo.

Le fasi del ciclo di business di un'impresa si differenziano in termini di fondi necessari per gli investimenti, *profitability* dell'impresa, flussi di cassa (*cash flow*) ed andamento del fatturato. In particolare si distinguono le seguenti fasi:

⁷ Gompers, Lerner, *Venture Capital Cycle*, Cambridge, 2004, pp. 8 e ss; Gervasoni, Bollazzi, Del Giudice, Sartori, *op.cit.*, Milano, 2006, p. 15.

⁸ Caselli, *op. cit.*, UK, 2010, pp. 15 e ss; Gervasoni, Bollazzi, Del Giudice, Sartori, *op.cit.*, Milano, 2006, p. 16; Metrick, Yasuda, *op. cit.*, p. 15; Zider, *How venture capital works*, Harvard Business Review, 1998, pp. 131 e ss.; Cary, *The venture capital report guide to venture capital in the UK & Europe: how and where to raise risk capital*, UK, 1995; Gervasoni, Sattin, *Private equity e Venture Capital*, Milano, 2000.

(i) Sviluppo (*Development*):

In tale fase non c'è ancora una vera e propria impresa, ma solo un embrione di quella che sarà l'impresa una volta sviluppata (si suole parlare di “fase embrionale” di sviluppo dell'impresa). Pertanto, l'impresa “embrione” non ha ancora sviluppato pienamente la relativa *business idea* e la stessa deve essere testata al fine di comprendere le modalità di implementazione della stessa, nonché l'impatto che questa avrà rispetto al mercato di riferimento. In tale fase il fatturato dell'impresa è pressoché inesistente, i flussi di cassa sono negativi, gli investimenti da porre in essere sono ingenti⁹.

(ii) Start up:

La fase di *Start up* si sostanzia nell'implementazione e nell'avvio effettivo dell'attività dell'impresa. La *business idea* è stata sviluppata pienamente, ma non si conoscono le reazioni del mercato di riferimento rispetto all'introduzione della stessa. Il fatturato inizia a crescere, i costi sono ancora ingenti e non sono sostenuti dal fatturato generato dall'impresa, gli investimenti necessari sono notevoli e ricollegati alla necessità di acquisire fattori produttivi¹⁰.

(iii) Crescita iniziale (*Early growth*):

Tale fase interviene immediatamente dopo lo stadio di *Start up* ed in un momento in cui l'impresa è già penetrata nel mercato di riferimento ed inizia ad acquistare una posizione stabile all'interno dello stesso. Il volume degli investimenti diminuisce, ed essi sono finalizzati essenzialmente a far fronte alle necessità di magazzino e di *working capital*. Il fatturato dell'impresa cresce mentre i flussi di cassa, pur se negativi, continuano a crescere¹¹.

⁹ Lewis, Churchill, *The five stages of small business growth*, Harvard Business Review, 1993; Caselli, *op. cit.*, UK, 2010, pp. 8 e ss.

¹⁰ Gorman, Sahlman, *What do venture capitalists do?*, Journal of business venturing, 1989; Cooper, *Strategic management: new ventures and small business*, Long Range Planning, 1981; Caselli, *op. cit.*, UK, 2010, pp. 8 e ss; Romanelli, *Environments and strategies of organization start-up: effects on survival*, Administrative Science Quarterly, 1989.

¹¹ Garnsey, *A theory of the early growth of the firm*, Industrial and Corporate Change, 1998; Lewis, Churchill, *op.cit.*, Harvard Business Review, 1993; Caselli, *op. cit.*, UK, 2010, pp. 8 e ss; Fischer, Reuber, *Support for rapid-growth firms: a comparison of the views of founders, government, policymakers, and private sector resource providers*, Journal of Small Business Management, 2003;

(iv) Crescita rapida (*Rapid growth*):

L'impresa cresce rapidamente nel mercato di riferimento e si espande anche in mercati contigui (sia verticalmente, che orizzontalmente). Gli investimenti necessari, in tale fase, si riferiscono al magazzino ed al *working capital*, ma anche a sostenere lo sviluppo e la crescita dell'impresa. Il fatturato cresce, ma con un andamento decrescente, mentre i flussi di cassa e la *profitability* crescono in maniera sempre maggiore¹².

(v) Maturità (*Maturity age*):

Il periodo di maturità di un'impresa è immediatamente successivo alla fase di crescita rapida della stessa. In tale fase, si assiste ad un'inversione nell'andamento del fatturato e dei flussi di cassa, i quali iniziano a diminuire. Gli investimenti sono diretti non solo a far fronte alle necessità di inventario e di *working capital*, ma sono diretti anche a sostituire gli *asset* più obsoleti ed a rinnovare le linee di produzione dell'impresa¹³.

(vi) Crisi/declino:

In tale fase, l'impresa si trova a dover affrontare una crisi che erode la posizione di mercato e non le consente di competere con le altre imprese. Il fatturato, la *profitability*, ed i flussi di cassa crollano, l'impresa tenta di rinegoziare il proprio indebitamento, mentre gli investimenti (qualora posti in essere) sono essenzialmente diretti a superare la fase di crisi¹⁴.

Di seguito si sintetizzano in una tabella le diverse necessità finanziarie tipiche di ciascuna fase del ciclo di business:

¹² Fombrun, Wally, *Structuring small firms for rapid growth*, Journal of Business Venturing, 1989; Upton, Teal, Felan, *Strategic and business planning practices of fast growth family firms*, Journal of Business Venturing, 2002; Caselli, *op. cit.*, UK, 2010, pp. 8 e ss, Bracker, Keats, Pearson, *Planning and financial performance among small firms in a growth industry*, Strategic Management Journal, 2006.

¹³ Covin, Slevin, *New venture strategic posture, structure, and performance: an industry life cycle analysis*, Journal of Business Venturing, 1990; Caselli, *op. cit.*, UK, 2010; Gray, Ariss, *Politics and strategic change across organizational life cycles*, Academy of Management Review, 1985; Holland, Light, *A stage maturity model for enterprise resource planning systems use*, ACM SIGMIS, 2001; McCann, *Patterns of growth, competitive technology, and financial strategies in young ventures*, Journal of Business Venturing, 1991.

¹⁴ Gray, Ariss, *op.cit.*, 1985; Kucher, Meitner, *Private equity for distressed companies in Germany*, The Journal of Private Equity, 2004; Caselli, *op. cit.*, UK, 2010; De Vance, *Financing the Turnaround*, Corporate Restructuring, 2010.

	Investimenti	Profitability	Flussi di cassa	Fatturato
Sviluppo <i>(Development)</i>	Investimenti ingenti diretti a sviluppare la <i>business idea</i> .	Negativa.	Negativi.	Non ancora disponibile.
Start up	Investimenti ingenti diretti ad acquisire i fattori produttivi ed avviare l'attività.	Negativa.	Negativi.	In crescita.
Crescita iniziale <i>(Early growth)</i>	Investimenti diretti a rifornire l'inventario e per far fronte alle necessità di <i>working capital</i> .	In crescita.	Crescenti.	Positivo ed in crescita in misura sempre maggiore.
Crescita rapida <i>(Rapid growth)</i>	Investimenti diretti a rifornire l'inventario e per far fronte alle necessità di <i>working capital</i> , nonché allo sviluppo verticale ed orizzontale dell'impresa.	Positiva ed in crescita.	Positivi ed in crescita.	Positivo ed in crescita in misura decrescente.
Maturità <i>(Maturity age)</i>	Investimenti diretti al rinnovo degli asset dell'impresa.	Positiva ma la crescita si arresta.	Positivi ma la crescita si arresta.	In diminuzione.
Crisi/declino	Investimenti (se posti in essere) finalizzati al superamento della crisi.	Decrescente.	Diminuzione sensibile.	Negativo.

Le fasi del ciclo di business sopra descritte si basano sull'analisi delle necessità finanziarie che un'impresa si trova a dover affrontare. La domanda delle risorse finanziarie che caratterizza ciascuna fase viene soddisfatta da diversi operatori (inclusi gli operatori di *venture capital* e di *private equity*) mediante capitale di rischio, capitale di debito, ovvero strumenti ibridi.

Gli operatori di *venture capital* e di *private equity* costituiscono, pertanto, solo uno dei diversi soggetti del sistema finanziario, e rappresentano una tra le varie opzioni a disposizione dell'impresa (del suo management e/o dei suoi proprietari) per finanziare la propria attività. In particolare, gli investitori che possono essere presi in considerazione sono: (a) i soci o i titolari; (b) partner industriali; (c) operatori di *private equity* o i *venture capitalist*; (d) le banche; (e) intermediari finanziari; e (f) il mercato dei capitali¹⁵.

L'impresa dovrà, per ciascuna fase, individuare il soggetto che meglio è in grado di sostenere le proprie necessità finanziarie. Tale scelta viene fatta in funzione dell'ammontare delle risorse economico/finanziarie necessarie, della necessità o meno di investimenti di capitale di rischio, e/o delle modalità di restituzione o remunerazione dell'investimento. Infatti, a ciascun potenziale investitore corrisponde un diverso profilo di rischio, un diverso approccio rispetto ad investimenti in capitale di rischio o di debito, e/o la capacità di sostenere investimenti di durata medio-lunga¹⁶. In generale, gli operatori di *private equity* ed i *venture capitalist*, in ragione della loro propensione al rischio, sono tra i soli investitori in grado di supportare l'impresa pressoché in tutte le sue fasi, ancorché gli investimenti dei *venture capitalist* si concentrino nelle fasi di *Start up* e crescita e quelli degli operatori di *private equity* nella fase di espansione e crescita dell'impresa, mentre sono più rari nelle altre fasi. Allo stesso tempo, è bene tenere a mente che gli operatori di *private equity* ed i *venture capitalist* non sono i soli investitori cui l'impresa si può rivolgere. Infatti, i soci o i titolari dell'impresa giocano un ruolo fondamentale nelle fasi di sviluppo e *Start up* dell'impresa, mentre la loro capacità di far fronte alle esigenze finanziarie dell'impresa diminuisce al crescere dell'impresa stessa, specialmente in ragione dell'ammontare spesso ingente delle risorse finanziarie necessarie in tali fasi successive¹⁷. Per contro, i mercati finanziari, specie in economie banco-centriche come quella italiana, diventano un'opzione concretamente percorribile solo in un momento in cui l'impresa è più stabile e da più tempo sul mercato¹⁸. Il ricorso a finanziamenti da parte del ceto bancario è possibile, in ragione delle garanzie e dei *covenants* richiesti dalle banche, solo

¹⁵ Caselli, *op. cit.*, UK, 2010, pp. 15 e ss; Gervasoni, Bollazzi, Del Giudice, Sartori, *op.cit.*, Milano, 2006.

¹⁶ Shane, Cable, *Network ties, reputation, and the financing of new ventures*, Management Science, 2002; Caselli, *op. cit.*, UK, 2010; Zider, *op.cit.*, 1998; Huntsman, Hoban, *Investment in new enterprise: some empirical observations on risk, return, and market structure*, 1980.

¹⁷ Zahra, *Entrepreneurial risk taking in family firms*, Family Business Review, 2005; Caselli, *op. cit.*, UK, 2010; Eckhardt, Shane, Delmar, *Multistage selection and the financing of new ventures*, Management Science, 2006; Hsu, *Experienced entrepreneurial founders, organizational capital, and venture capital funding*, Research Policy, 2007; Colombo, Grilli, *Crescita d'impresa nei settori high-tech: uno studio sul capitale umano dei fondatori e sull'accesso a finanziamenti di venture capital*, L'Industria, 2008;.

¹⁸ Davila, Foster, Gupta, *Venture capital financing and the growth of start-up firms*, Journal of Business Venturing, 2003; Caselli, *op. cit.*, UK, 2010; Kannianen, Keuschnigg, *Start-up investment with scarce venture capital support*, Journal of Banking & Finance, 2004; Eglén, Licht, Steil, *Firm foundation and the role of financial constraints*, Small Business Economics, 1997.

successivamente alle fasi di sviluppo e *Start up*, ed in particolare in un momento in cui le banche sono nelle condizioni di operare un corretto e diligente *assessment* sul merito creditizio dell'impresa finanziata¹⁹. I partner industriali costituiscono una valida opzione per l'impresa nella sua fase di sviluppo e start up, in quanto questi, oltre ad apportare capitale e liquidi, sono in grado di supportare l'impresa attraverso la conoscenza del mercato ed il *know-how* da loro sviluppato.

Di seguito una tabella riassuntiva che mette in relazione le fasi del ciclo di business di un'impresa ed i potenziali finanziatori/investitori, evidenziando (in giallo) in quale fase ciascun tipo di investitore è più adatto e/o propenso ad investire nell'impresa.

	Socio/Titolari	Partner industriali	Private equity/venture capitalist	Banche	Intermediari finanziari	Mercati finanziari
Sviluppo (<i>Development</i>)	Sostegno finanziario significativo.	Sostegno finanziario in misura non significativa (occasione di joint-venture).	Sostegno finanziario significativo.	Impossibilità di valutare il merito creditizio – rischio eccessivo.	Impossibilità di valutare il merito creditizio – rischio eccessivo.	Impossibilità di valutare l'impresa – investimento non appetibile.
Start up	Sostegno finanziario significativo.	Sostegno finanziario in misura non significativa (occasione di joint-venture).	Sostegno finanziario significativo.	Impossibilità di valutare il merito creditizio – rischio eccessivo.	Impossibilità di valutare il merito creditizio – rischio eccessivo.	Impossibilità di valutare l'impresa – investimento non appetibile.
Crescita iniziale (<i>Early growth</i>)	Risorse necessarie eccessive – ricorso a investitori esterni.	Risorse necessarie eccessive – investimento troppo oneroso.	Sostegno finanziario significativo.	Sostegno finanziario significativo (finanziamenti e mutui).	Sostegno finanziario significativo (finanziamenti e mutui).	Impresa instabile – investimento poco appetibile.

¹⁹ Cassar, *The financing of business start-ups*, Journal of Business Venturing, 2004; De Bettignies, Brander, *Financing Entrepreneurship: Bank finance versus venture capital*, Journal of Business Venturing, 2007; Caselli, *op. cit.*, UK, 2010; Florio, *Il finanziamento alle imprese innovative. Quale ruolo per il sistema bancario?*, working paper, Dipartimento di Ingegneria Gestionale Politecnico di Milano, 2003.

Crescita rapida (<i>Rapid growth</i>)	Risorse necessarie eccessive – ricorso a investitori esterni.	Risorse necessarie eccessive – investimento troppo oneroso.	Sostegno finanziario significativo (occasione di buy-outs).	Sostegno finanziario significativo (finanziamenti e mutui).	Sostegno finanziario significativo (finanziamenti e mutui).	Sostegno finanziario significativo (capitale di rischio e debito con obbligazioni).
Maturità (<i>Maturity age</i>)	Risorse necessarie eccessive – ricorso a investitori esterni.	Risorse necessarie eccessive – investimento troppo oneroso.	Sostegno finanziario significativo (occasione di buy-outs).	Sostegno finanziario significativo (concessione di nuova finanza).	Sostegno finanziario significativo (concessione di nuova finanza).	Sostegno finanziario significativo (capitale di rischio e debito con obbligazioni).
Crisi/declino	Sostegno finanziario in misura non significativa (rischio eccessivo).	Sostegno finanziario in misura non significativa (occasione di buy-outs).	Sostegno finanziario significativo (occasione di buy-outs).	Impresa insolvente – rischio eccessivo.	Impresa insolvente – rischio eccessivo.	Impresa insolvente – rischio eccessivo.

Dalla breve panoramica, volta a mettere in relazione i tipi di investitori presenti sul mercato (unitamente al rispettivo profilo di attitudine al rischio) e le differenti fasi del ciclo di business di un'impresa, sostanzialmente emerge che in ciascuno di tali *stages* l'impresa è in grado, in situazioni di mercato del credito e degli investimenti normali e non turbolente, di individuare investitori in grado di far fronte alle proprie necessità finanziarie. Parimenti, gli investitori sono nelle condizioni di sostenere e supportare l'impresa in ciascuna delle sue fasi, attraverso l'apporto di capitali.

Il supporto fornito dagli investitori all'impresa si atteggia in modalità differenti a seconda della fase in cui tale sostegno economico/finanziario viene fornito. L'analisi dei diversi tipi d'investimento posti in essere da parte degli operatori di *private equity* e dei *venture capitalist*, a seconda delle diverse fasi di vita di un'impresa, è utile al fine di cogliere al meglio le caratteristiche del *venture capital* e le sue peculiarità rispetto al più ampio *genus* degli investimenti di *private equity*.

1.3 I diversi tipi d'investimento di *private equity* e *venture capital*

Gli investimenti in capitale di rischio posti in essere da operatori di *private equity* (tra i quali vanno ricompresi i *venture capitalist*) vengono tradizionalmente classificati e suddivisi in base alla fase di

sviluppo e alle relative necessità economico/finanziarie che l'impresa finanziata si trova ad affrontare. Alla base di tale segmentazione vi è il riconoscimento della circostanza che in ogni diversa fase del proprio ciclo di vita l'impresa ha diverse necessità di natura finanziaria e/o organizzativa²⁰. Seguendo tale impostazione, gli investimenti nel capitale di rischio si possono suddividere in:

- (a) Investimenti iniziali (*Seed financings*);
- (b) Investimenti start up (*Start up financings*);
- (c) Investimenti per la crescita iniziale (*Early stage financings*);
- (d) Investimenti per l'espansione (*Expansion financings*);
- (e) Investimenti per il cambiamento (*Replacement financings*); e
- (f) Investimenti per la ristrutturazione (*Vulture financings*).

Ciascun tipo di finanziamento/investimento si differenzia dagli altri in ragione del relativo profilo di rischio, il quale è sostanzialmente connesso alla fase di del ciclo di business dell'impresa finanziata e, pertanto, ai fondi necessari per gli investimenti, alla *profitability* dell'impresa stessa, ai relativi flussi di cassa (*cash flow*), all'andamento del fatturato, nonché ai ritorni attesi derivanti dall'investimento (normalmente misurato dall'indice IRR o "internal rate of return"²¹). Per ciascuno di tali investimenti si possono individuare (i) le ragioni per le quali l'impresa si finanzia ricorrendo ad iniezioni di capitale di rischio da parte di investitori esterni; (ii) le necessità di natura organizzativa della struttura dell'impresa, per il cui soddisfacimento viene coinvolto anche l'investitore; e (iii) le criticità dell'investimento connesse, in sostanza, alle peculiarità della fase del ciclo di business dell'impresa in cui tale apporto di capitale viene posto in essere.

Di seguito viene riportata una breve analisi delle peculiarità di ciascuno dei tipi d'investimento in capitale di rischio che vengono posti in essere da operatori di *private equity* (tra i quali vanno ricompresi i *venture capitalist*).

²⁰ Levin, *op. cit.*; Gervasoni, Bollazzi, Del Giudice, Sartori, *op.cit.*, pp. 16 e ss; Caselli, *op.cit.*, pp. 8 e ss; Haislip, *Essentials of Venture Capital*, United States of America, 2011, pp. 3 e ss; Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza – Il private equity in Italia*, www.bancaditalia.it, Febbraio 2009.

²¹ L'IRR è il tasso di attualizzazione che rende nullo il valore attuale di un investimento ed è dato dalla sommatoria $(Ct/(1+IRR)^t) = 0$ dove Ct = Flusso di cassa netto nel periodo t; IRR = tasso di rendimento interno. E' detto anche Internal Rate of Return. E' utilizzato per la valutazione di attività finanziarie e reali. Il tasso di rendimento interno eguaglia il valore attuale dei flussi di cassa attesi in uscita al valore attuale dei flussi di cassa attesi in ingresso. Esso è pertanto quel tasso che rende il valore attuale netto (o Net Present Value, NPV) uguale a 0.

Investimenti iniziali (*Seed financings*)

Gli investimenti iniziali (*Seed financings*)²² intervengono nella fase di Sviluppo (*Development*) dell'impresa. Come detto in precedenza, in tale fase l'impresa si trova ad uno stadio embrionale e la relativa *business idea* non è ancora sviluppata pienamente, gli investimenti sono essenzialmente diretti a creare *ex novo* una nuova impresa. In particolare, le risorse economico/finanziarie vengono dirette a dare concretezza e a sperimentare la *business idea*, nonché a predisporre il *business plan* ed il piano di sviluppo dell'impresa. In questa fase, l'impresa non ha un vero prodotto o servizio da immettere sul mercato e non ha alcun fatturato, i costi derivano principalmente dall'attività di ricerca e sviluppo e sono diretti a trasformare i progetti elaborati dall'impresa in attività economiche in grado di generare profitti.

Stante la fase embrionale in cui l'impresa si trova, gli investitori non sono nelle condizioni di valutare pienamente i rischi connessi al proprio investimento; tale incertezza è per lo più ricondotta alle difficoltà che l'impresa potrà incontrare nella trasformazione dei progetti elaborati nella fase di ricerca e sviluppo in una vera e propria *business idea* e, conseguentemente, in attività economiche in grado di ripagare gli investimenti posti in essere. Pertanto, gli investitori non hanno elementi sufficienti per effettuare un calcolo attendibile sui ritorni attesi (IRR) dell'investimento. Tali caratteristiche rendono preferibile per l'impresa ricorrere al finanziamento sotto forma di capitale di rischio fornito da parte di investitori esterni. Il ricorso all'indebitamento, infatti, sarebbe da un lato troppo costoso per via dell'elevato rischio che il finanziatore deve sopportare, e dall'altro, i finanziamenti in capitale di debito da parte di banche o intermediari finanziari sarebbero molto difficili da ottenere, stante l'impossibilità per tali operatori di valutare il merito creditizio dell'impresa e di ottenere dall'impresa garanzie reali o *covenants* stringenti.

Dal punto di vista dell'organizzazione e della gestione dell'impresa, è bene notare che in tale fase l'attività dell'impresa è essenzialmente diretta a sviluppare la *business idea* e a valutare la sua idoneità ad essere introdotta nel mercato di riferimento. Pertanto, il supporto organizzativo e gestionale che verrà dall'investitore, sebbene limitato, non è di scarsa importanza traducendosi nell'elaborazione del *business plan*, ed essendo diretto a supportare l'attività di ricerca e sviluppo, a definire la *business idea* in modo da tradurla in un processo produttivo ed un prodotto e/o servizio da commercializzare, a facilitare la

²² Vesper, *New ventures mechanisms*, Englewood Cliffs, 1993; Benjamin, Margulis, *Hot to raise Early stage private equity financing*, Wiley, 2005; Gervasoni, Bollazzi, Del Giudice, Sartori, *op.cit.*, pp. 18 e ss.; Caselli, *op.cit.*, pp. 18 e ss.; Venturino, *Performance e rischio delle operazioni di buy-out e venture capital in Italia*, Economia e Diritto del Terziario, 2009; Bonini, Zullo, *Venture Capital ed Imprenditorialità*, Ente Einaudi – Quaderno di Ricerca, 2002; Whitehead, *Early stage and seed financing for biotechnology start-ups: a UK perspective*, Journal of commercial biotechnology, 2003; Lam, *Venture capital financing: a conceptual framework*, Journal of Business Finance & Accounting, 1991.

selezione del personale dell'impresa, nonché a monitorare la gestione della fase di sviluppo dell'impresa in modo da evitare che la stessa possa morire anzitempo.

Di seguito viene riportata una tabella riassuntiva delle principali caratteristiche dei finanziamenti iniziali e del ruolo che l'investitore ricopre nella relativa fase del ciclo di business dell'impresa finanziata.

Investimenti iniziali (<i>Seed financings</i>)	
Finalità dell'investimento	<ul style="list-style-type: none"> • Investimenti diretti a creare <i>ex novo</i> una <i>business idea</i> a partire dai risultati dell'attività di ricerca e sviluppo. • Risorse economico/finanziarie dirette allo sviluppo della <i>business idea</i>, nonché alla predisposizione del <i>business plan</i> e del piano di sviluppo dell'impresa.
Rischi	<ul style="list-style-type: none"> • Rischi connessi all'investimento elevati a causa dell'incertezza circa la capacità dell'impresa di ripagare gli investimenti posti in essere. • Impossibilità di realizzare previsioni economico/finanziarie attendibile circa lo sviluppo dell'impresa. • IRR non calcolabile con sufficiente attendibilità.
Necessità organizzative e sostegno dell'investitore	<ul style="list-style-type: none"> • Supporto nell'attività di ricerca e sviluppo al fine individuare la <i>business idea</i> a partire dalla attività di ricerca e sviluppo. • Sostegno all'attività di selezione del personale. • Attività di monitoraggio della fase di sviluppo.

Investimenti start up (*Start up financings*)

Da quanto sopra emerge che gli investimenti iniziali (*Seed financings*) sono volti a consentire, partendo dai risultati della attività di ricerca e sviluppo, la definizione della *business idea* ed alla individuazione dei prodotti o servizi da introdurre nel mercato, nonché a costituire il primo embrione dell'impresa. Con gli investimenti start up (*Start up financings*)²³, la *business idea* viene implementata, l'impresa diviene operativa e si affaccia, con i suoi prodotti e/o servizi, sul mercato di riferimento. Tali investimenti sono, quindi, diretti ad avviare la produzione dell'impresa, nonché ad acquisire o mettere comunque a

²³ Gorman, Sahlman, *op. cit.*, 1989; Tyebjee, Bruno, *A model of venture capitalist investment activity*, Management Science; 1984; Davila, Foster, Gupta, *op. cit.*, 2003; Ruhnka, Young, *Some hypotheses about risk in venture capital investing*, Journal of Business Venturing, 1991; Caselli, *op. cit.*, UK, 2010; Gervasoni, Bollazzi, Del Giudice, Sartori, *op.cit.*, pp. 20 e ss.; Kaplan, Strömberg, *Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses*, The Journal of Finance, 2005; Berlin, *That thing venture capitalist do*, Business Review, 1998.

disposizione dell'impresa i macchinari, le materie prime, gli impianti e a far fronte a qualsiasi necessità operativa dell'impresa.

Gli investimenti concernenti la fase di *Start up* presentano un elevato profilo di rischio per gli investitori, i quali, pur coscienti della validità in termini generali della *business idea* elaborata dall'impresa, non sono nelle condizioni di identificare con certezza le reazioni del mercato rispetto all'introduzione nello stesso della *business idea*; più in particolare, gli investitori non hanno previsioni affidabili circa la effettiva capacità della *business idea* di trasformarsi e concretizzarsi in un prodotto e/o servizio profittevole, rendendo difficoltoso il calcolo dell'IRR. Il rischio relativo agli investimenti posti in essere nella fase di start up è alto, non solo sotto il profilo dell'incertezza circa la validità o meno della *business idea*, ma anche sotto il profilo dei costi e/o del gap competitivo che potrebbe verificarsi nel caso in cui vi sia un ritardo, o addirittura un naufragio, nella fase di implementazione della *business idea*.

Nella fase di start up il supporto organizzativo fornito dagli investitori non è limitato, come nella fase embrionale relativa ai finanziamenti iniziali (*Seed financings*), al solo sostegno nella ricerca e sviluppo e nella fase preliminare di gestione aziendale, ma si concretizza in un'attività di gestione sempre più penetrante dell'impresa attraverso la definizione delle strategie aziendali che l'impresa dovrà seguire al fine di riuscire ad imporsi ed a penetrare nel mercato di riferimento. L'apporto organizzativo e gestionale degli investitori diviene, pertanto, decisivo per lo sviluppo dell'impresa. Per tale ragione, gli investimenti di *private equity* o i *venture capitalist* sono accompagnati dall'acquisto della maggioranza delle azioni, consentendo agli investitori di curare la gestione in maniera continua e stringente.

Di seguito viene riportata una tabella riassuntiva delle principali caratteristiche dei finanziamenti *Start up* e del ruolo che l'investitore ricopre nella relativa fase del ciclo di business dell'impresa finanziata.

Investimenti start up (<i>Start up financings</i>)	
Finalità dell'investimento	<ul style="list-style-type: none"> • Investimenti diretti a sviluppare un'impresa a partire da una <i>business idea</i>. • Risorse economico/finanziarie dirette a supportare la creazione dell'impresa, e ad acquistare i beni e/o i servizi necessari per avviare l'attività e rendere l'impresa operativa (e.g. acquisto di macchinari, impianti, materia prime, scorte).
Rischi	<ul style="list-style-type: none"> • Rischi connessi all'investimento elevati a causa dell'incertezza circa la capacità dell'impresa di ripagare gli investimenti posti in essere. • Impossibilità di realizzare previsioni circa l'IRR.
Necessità organizzative	<ul style="list-style-type: none"> • Supporto decisivo nell'organizzazione dell'impresa. • Offre capacità di comprensione del mercato di riferimento.

Sostegno dell'investitore	<ul style="list-style-type: none">• Definisce le strategie che l'impresa dovrà porre in essere.
----------------------------------	---

Investimenti per la crescita iniziale (*Early stage financings*)

Gli investimenti e i finanziamenti per la crescita iniziale dell'impresa (*Early stage financings*)²⁴ sono cruciali per l'impresa al fine di favorire il passaggio dalla una fase di avvio della relativa attività ad una fase di pieno sviluppo del business e di crescita dell'impresa stessa. Nella relativa fase del ciclo di business in cui tali investimenti vengono posti in essere (*i.e.* Crescita iniziale o *Early growth*), come detto, il fatturato dell'impresa, nonché il suo valore, crescono.

L'obiettivo primario che gli investimenti ed i finanziamenti per la crescita iniziale dell'impresa intendono perseguire è quello di supportare lo sviluppo ed il consolidamento dell'impresa, in modo che la stessa possa divenire una stabile e forte protagonista del mercato di riferimento. In tale fase, infatti, le problematiche relative alla ricerca, alla definizione e alla implementazione della *business idea*, nonché al lancio dei prodotti e/o servizi dell'impresa nel mercato di riferito, sono stati superati, e l'impresa si presenta come una realtà emergente che ha la necessità di consolidare la propria presenza sul mercato.

Le risorse finanziarie apportate per il tramite di tale tipo di investimenti sono dirette essenzialmente a sostenere le necessità cui l'impresa deve far fronte, relativamente al consolidamento della propria posizione e al sostegno del proprio sviluppo in termini dimensionali e di produzione.

I rischi connessi a tali investimenti sono di natura sostanzialmente differente dai rischi relativi agli investimenti start up (*Start up financings*) ed agli investimenti iniziali (*Seed financings*). Infatti, mentre i rischi relativi agli investimenti intervenuti nelle due fasi precedenti sono sostanzialmente connessi all'incertezza circa la possibilità di sviluppare ed implementare la *business idea*, il rischio connesso agli investimenti per la crescita iniziale (*Early stage financings*) deriva principalmente dalla incertezza circa la possibilità per l'impresa di mantenere la propria posizione sul mercato e di sostenere in maniera adeguata il proprio sviluppo.

²⁴ Giovannini, *La gestione del venture capital e dell'early stage financing*, Roma, 2004; Inderst, Mueller, *Early-stage financing and firm growth in new industries*, Journal of Financial Economics, 2009; Caselli, *op. cit.*, UK, 2010; Gervasoni, Bollazzi, Del Giudice, Sartori, *op.cit.*, pp. 20 e ss.; Noura, Klofsten, Lindholm-Dahlstrand, Åsa, *The logic of the entrepreneur: Implications of the entrepreneur's perception of early-stage financing*, The International Journal of Entrepreneurship and Innovation, 2005;

A tali finanziamenti si accompagna un'intensa attività di supporto prestata dagli investitori in termini di organizzazione e struttura gestionale dell'impresa, ed in ragione di ciò la partecipazione nel capitale sociale dell'impresa finanziata è di maggioranza o comunque tale da permettere un controllo sull'impresa stessa. In particolare, gli investitori si inseriscono in misura rilevante nella pianificazione strategica dell'impresa finanziata attraverso la revisione, ovvero il rafforzamento, del *business plan*. L'attività di supporto organizzativo fornita dagli investitori si estende anche alla verifica della validità dei dati e delle assunzioni poste a base della pianificazione strategica e del *business plan*, al supporto nell'attività di comunicazione e *marketing*, nonché ad un sostegno effettivo e rilevante all'interno del processo decisionale dell'impresa. Pertanto, in tale fase più che nelle altre, il coinvolgimento dell'investitore nella gestione, organizzazione e pianificazione dell'impresa finanziata è importante e decisivo ai fini di indirizzare l'attività dell'impresa verso uno sviluppo duraturo e stabile.

Di seguito viene riportata una tabella riassuntiva delle principali caratteristiche dei finanziamenti per la crescita iniziale e del ruolo che l'investitore ricopre nella relativa fase del ciclo di business dell'impresa finanziata:

Investimenti per la crescita iniziale (<i>Early stage financings</i>)	
Finalità dell'investimento	<ul style="list-style-type: none"> • Investimenti diretti a supportare il consolidamento e lo sviluppo dell'impresa. • I fondi messi a disposizione sono finalizzati a far fronte alle necessità di <i>working capital</i> e di cash flow.
Rischi	<ul style="list-style-type: none"> • Rischio ancora elevato data l'incertezza circa i futuri sviluppi dell'impresa e la capacità di consolidare la propria posizione. • Diventa possibile calcolare l'IRR ed eventualmente rivedere ed aggiornare il <i>business plan</i>.
Necessità organizzative e sostegno dell'investitore	<ul style="list-style-type: none"> • Supporto decisivo nell'organizzazione e dell'impresa. • Supporto nella revisione e nella valutazione degli assunti e delle previsioni alla base del <i>business plan</i>. • Decisivo il supporto che gli investitori forniscono nella definizione delle strategie e nella conseguente implementazione.

Investimenti per l'espansione (*Expansion financings*)

I finanziamenti e/o gli investimenti per l'espansione (*Expansion financings*)²⁵ sono destinati a imprese che intendono crescere dimensionalmente sia nel proprio mercato di riferimento, sia in altri mercati più o meno contigui a quello cui il proprio *core business* si riferisce. Se le condizioni di mercato sono favorevoli, la crescita dimensionale dell'impresa può rappresentare un'opportunità per acquisire vantaggi competitivi derivanti:

- (a) dal conseguimento di economie di scala;
- (b) dallo sfruttamento di economie di scopo;
- (c) dall'integrazione verticale; e/o
- (d) dall'integrazione orizzontale.

La crescita dell'impresa può, quindi, alternativamente seguire i percorsi di seguito indicati²⁶:

- (i) Crescita interna (*in-house growth*)²⁷ - in cui la crescita deriva da piani di sviluppo del fatturato, piuttosto che dall'espansione della capacità produttiva. In tale percorso gli operatori di *private equity* (o i *venture capitalist*) forniscono un supporto finalizzato all'attivazione di meccanismi e procedure consone per un'espansione di capacità produttiva. In tale fase permangono, da parte dell'impresa, dei margini di sviluppo ancora non esplorati, e quindi l'investitore potrà fornire, accanto alla componente finanziaria, delle specifiche competenze di natura prevalentemente tecnica e di consulenza. Infatti, l'investitore istituzionale può supportare, a livello strategico, il management aziendale nella scelta relativa al tipo di diversificazione geografica e/o produttiva da implementare, e può fornire una consulenza sulla riorganizzazione dei processi produttivi e sulla loro ottimizzazione.

²⁵ Sakar, *Expansion financing and capital structure*, disponibile su papers.ssrn.com, Manson, Hattison, *Barriers to investment in the informal venture capital sector*, Entrepreneurship & Regional Development; Gervasoni, 2002, pp. 271 e ss.; Sattin, *op. cit.*, 2004; Caselli, *op. cit.*, UK, 2010; Del Giudice, *Finanziamenti di aziende*, Milano, 1999; Maier, Walker, *The role of venture capital in financing small business*, Journal of Business Venturing, 1987; Hackbarth, Miao, Morellec, *Capital structure, credit risk, and macroeconomic conditions*, Journal of International Marketing, 1994.

²⁶ Morroni, *L'impresa competitiva. Conoscenza e sviluppo in condizioni di incertezza*, Roma, 2010; Ferrucci, *Strategie competitive e processi di crescita dell'impresa*, Milano 2001; Caselli, *op. cit.*, UK, 2010, Gervasoni, Bollazzi, Del Giudice, Sartori, *op.cit.*, pp. 22 e ss.; Cotta Ramusino, Onetti, *Strategia d'Impresa*, Milano, 2009.

²⁷ Morroni, *op. cit.*, pp. 148 e ss.; Caselli, *op. cit.*, UK, 2010, Gervasoni, Bollazzi, Del Giudice, Sartori, *op.cit.*, pp. 22 e ss.; Pearce, Robbins, Robinson, *The impact of grand strategy and planning formality on financial performance*; Strategic Management Journal; 2006; Cotta Ramusino, Onetti, *op. cit.*, pp. 89 e ss.

- (ii) Crescita esterna (*external growth*)²⁸ – la crescita avviene mediante operazioni di M&A. In tale percorso gli operatori di *private equity* (o i *venture capitalist*) forniscono un supporto importante in termini di individuazione dei *partner* industriali e/o dell'impresa oggetto dell'acquisizione. La conoscenza del mercato e la capacità di tali operatori di strutturare operazioni complesse diviene un elemento centrale per garantire la riuscita dell'integrazione tra la struttura dell'impresa acquirente e dell'impresa acquisita. Risulta, infatti, di fondamentale importanza la scelta del *partner* o dell'impresa target in termini di potenziali sinergie di costo e/o di produzione da poter sfruttare, consentendo all'impresa di acquisire vantaggi competitivi.
- (iii) Crescita a rete (*network growth*)²⁹ – la crescita avviene mediante l'integrazione con altre realtà imprenditoriali attraverso la partecipazione ad un network o distretto industriale. In tal caso il supporto fornito dall'operatore di *private equity* (o dal *venture capitalist*) è fondamentale per lo sviluppo e/o la creazione della rete, che avviene spesso attraverso lo sfruttamento delle conoscenze sviluppate dall'investitore sul mercato di riferimento.

Nella fase di espansione dell'impresa, gli investimenti sono diretti a supportare la crescita dell'impresa finanziata in modo che la stessa possa incrementare il proprio volume di fatturato, la propria dimensione, conquistare quote nel mercato di riferimento, ovvero espandersi in mercati più o meno contigui a quello di riferimento. Pertanto gli investimenti saranno, da un lato diretti a far fronte alle necessità “ordinarie” dell'impresa in termini di *working capital* e, dall'altro saranno finalizzati allo sviluppo degli impianti produttivi, del marketing, di nuove linee di prodotto o tecnologie nuove, ovvero per migliorare i prodotti esistenti e già commercializzate.

Il rischio collegato a tali tipi di investimenti è sicuramente minore rispetto a quello relativo ai finanziamenti/investimenti intervenuti nelle fasi anteriori³⁰. Infatti, il rischio non è più strettamente legato

²⁸ Penrose, *The theory of the growth of the firm*, UK, 1995; Gervasoni, Bollazzi, Del Giudice, Sartori, *op.cit.*, pp. 22 e ss.; Napolitano, *La gestione dei processi di acquisizione di imprese*, Milano, 2003, pp. 99 e ss.; Santesso, *Lezioni di economia aziendale*, Torino, 2010, pp. 196 e ss..

²⁹ Riccaboni, Pammolli, *On firm growth in networks*, Research Policy, 2002; Pironti, Pisano, Remondino, *Strategie d'impresa e network collaborativi: un modello di simulazione*, Padova, 2012, pp. 13 e ss.; Gervasoni, Bollazzi, Del Giudice, Sartori, *op.cit.*, pp. 22 e ss.; Mauriello, *Filiere produttive e network imprenditoriali: e cambiamenti nelle strategie organizzative alla luce del nuovo scenario economico*; Analisi Giuridica dell'Economia, 2011; Di Battista, *La rete d'impresa: nuove opportunità per le P.M.I.*, disponibile su www.altalex.com; Hite, Hesterly, *The evolution of firm networks: from emergence to early growth of the firm*, Strategic Management Journal, 2001; Freeman, Edwards, Schroder, *How smaller born-global firms use networks and alliances to overcome constraints to rapid internationalization*, Journal of International Marketing, 2006.

³⁰ Wang, Shou, *Staged financing in venture capital: moral hazard and risks*; Journal of Corporate Finance, 2004; Lam, *op. cit.*, 1991; Caselli, *op. cit.*, UK, 2010, Gervasoni, Bollazzi, Del Giudice, Sartori, *op.cit.*, pp. 22 e ss.; Christofididis, Debande, *Financing innovative firms through venture capital*, EIB Sector Papers, 2001.

all'impresa in sé considerata, ma deriva principalmente dal mercato in cui tale impresa si trova a dover operare e dai rischi relativi al proprio settore di riferimento. I fondi sono utilizzati per sostenere la crescita di un'impresa già presente sul mercato e, pertanto, i rischi legati all'incertezza sulla capacità dell'impresa di operare sul mercato diminuiscono, riducendosi di conseguenza anche i costi relativi al finanziamento dell'impresa stessa. Pertanto, l'investitore si trova a finanziare realtà imprenditoriali già sviluppate e con un buon grado di maturità, con un profilo di rischio relativo al proprio investimento minore rispetto ad investimenti intervenuti in fasi precedenti. Tuttavia, tali investimenti risultano per l'operatore più complessi rispetto a quelli intervenuti nelle fasi precedenti e richiedono sforzi maggiori in termini di analisi del business, la quale dovrà riguardare tutti gli aspetti e tutte le vicende prodottasi nel corso della storia aziendale, non tralasciando alcun aspetto e concretizzandosi in un'analisi sulla congruità del valore dell'impresa, sulla capacità di generare flussi di cassa e sulla situazione economico/patrimoniale.

Nonostante l'impresa sia già avviata e operi sul mercato in maniera stabile, il supporto organizzativo fornito dagli investitori rimane ancora decisivo. Pertanto, anche tali investimenti presuppongono una partecipazione rilevante degli investitori nel capitale sociale dell'impresa, in modo da garantire a tali operatori la possibilità di incidere sulle scelte strategiche dell'impresa orientandone il percorso di crescita. Gli investitori saranno, quindi, chiamati a sviluppare veri e propri piani di crescita ed espansione curandone, altresì, l'implementazione.

Investimenti per l'espansione (<i>Expansion financings</i>)	
Finalità dell'investimento	<ul style="list-style-type: none"> • Investimenti diretti a sostenere la crescita dell'impresa. • I fondi messi a disposizione sono anche finalizzati a far fronte alle necessità di <i>working capital</i> e di <i>cash flow</i>.
Rischi	<ul style="list-style-type: none"> • Fondi diretti a finanziare un'impresa già presente sul mercato stabilmente. • Rischio moderato in quanto l'andamento dell'impresa può essere desunto dai precedenti storici. • Possibile fare previsioni sull'IRR.
Necessità organizzative e sostegno dell'investitore	<ul style="list-style-type: none"> • Supporto decisivo nel determinare i percorsi di crescita e nella fase di implementazione degli stessi.

Investimenti per il cambiamento (*Replacement financing*)

L'impresa a seguito della fase di espansione diviene più stabile e matura. Nella fase di maturità, le priorità dell'impresa derivano essenzialmente dalla necessità di mantenere stabile il fatturato e di consolidare le dimensioni raggiunte. In tale fase, le maggiori criticità dell'impresa sono dovute alla *corporate governance* e alla *corporate finance*.

Gli investimenti per il cambiamento³¹ – la tipica forma di supporto finanziario degli operatori di *private equity* per le imprese che si trovano in tale fase – sono diretti ad imprese che hanno necessità relative alla propria *governance* interna, ma anche di natura più strettamente finanziaria. Tali tipi di investimenti possono realizzarsi tramite:

- (i) la quotazione in un mercato regolamentato;
- (ii) le operazioni di *buy-out*; e
- (iii) la sostituzione degli azionisti (*replacement capital*).

Le motivazioni che spingono un'impresa a modificare gli assetti proprietari derivano, generalmente, dall'emergere di alcune situazioni di stallo blocco operativo e finanziario, riconducibili a motivazioni di tipo anagrafico, patrimoniale e/o strategico.

La quotazione in un mercato appare la soluzione che maggiormente favorisce il cambiamento della struttura non solo azionaria dell'impresa, ma anche organizzativa. Infatti, tramite la quotazione, nuovi e numerosi azionisti entrano nella compagine sociale trasformando l'impresa da chiusa a pubblica. Tale cambiamento implica la necessità di adottare nuovi modelli organizzativi che favoriscano l'*accountability* e la trasparenza nella gestione dell'impresa, imponendo una vera e propria rivoluzione nella struttura organizzativa dell'impresa stessa³².

Le operazioni di *buy-out* rappresentano gli strumenti tipici di cambiamento della struttura della proprietà dell'impresa. Tale esigenza può nascere per vari motivi, fra cui la volontà da parte del gruppo degli azionisti di maggioranza di liquidare l'attività o un ramo di essa. Nelle operazioni di *buy-out* l'obiettivo principale dell'investitore è di supportare finanziariamente il cambiamento degli assetti proprietari

³¹ Shaorong, *The ownership change and the economic growth and upgrading of factors efficiency*, Economic Research Journal, 2001; Astebro, *Start-up financing, owner characteristics, and survival*, Journal of Economics and business, 2003; Caselli, *op. cit.*, UK, 2010, Gervasoni, Bollazzi, Del Giudice, Sartori, *op.cit.*, pp. 22 e ss..

³² Sugli effetti positivi e sulla struttura organizzativa dell'impresa a seguito di una quotazione si veda: Bancel, Mittoo, *Why do European firms go public?*, European Financial Management, 2009; Biscaro, *La quotazione di una PMI: costi, benefici, ed effetti sulla struttura economico – finanziaria*, L'Industria, 1999. Per un confronto tra i benefici e gli effetti negativi della quotazione in borsa si veda: Bonaccorsi di Patti, *Fa bene quotarsi? Un confronto tra società quotate e non quotate*, Banca Impresa Società, 1999.

sostenendo nuovi soci nell'acquisizione dell'attività/società ceduta. In genere, l'attività di *buy-out* è una tipologia finanziaria caratterizzata da un elevato grado di complessità e strutturazione sotto il profilo finanziario³³. All'interno della categoria dei *buy-out* si individuano diversi sottospecie in virtù delle caratteristiche riscontrabili nella nuova proprietà ed in base alla struttura finanziaria predisposta per l'operazione, ed in particolare:

- (a) *management buy-out* – operazioni in cui il gruppo di manager acquista il controllo dell'impresa dall'interno dell'impresa stessa³⁴; e
- (b) *management buy-in* – operazioni in cui il gruppo di manager acquista il controllo dell'impresa dall'esterno dell'impresa stessa³⁵.

L'operazione di *buy-out* potrà essere condotta anche principalmente mediante il ricorso al capitale di debito, ed in tal caso si parla di *leveraged buy-out*³⁶.

³³ Per gli aspetti generali relativi alle operazioni di *buy out* si veda: Goossens, Manigart, Meuleman, *The change in ownership after a buyout: impact on performance*, The Journal of Private Equity, 2008; Venturino, *Performance e rischio delle operazioni di buy – out e venture capital in Italia*, Economia e Diritto del Terziario, 2009; Coyle, *Venture Capital and buyouts*, USA, 1998.

³⁴ Per una panoramica delle caratteristiche fondamentali delle operazioni di *management buy-out* si veda: Amihud, *Leveraged Management Buyouts: Causes and Consequences*, USA 1989; Lowenstein, *Management buyouts*, Columbia Law Review, 1985; Paci, *Aspetti proprietari e governo d'impresa. Il management buy-out*, Pistoia, 1990; Pesaro, *Guida al management buyout*, Milano, 1994.

³⁵ Per un quadro generale sulle operazioni di *management buy-in* si veda: Robbie, Wright, *Managerial ownership succession and corporate restructuring: the case of management buyins*, Journal of Management Studies, 1995; Scholes, Westhead, Burrows, *Family firm succession: the management buy-out and buy-in routes*, Journal of Small Business and Enterprise Development, 2008; Wright, Robbie, *Management Buy-ins: entrepreneurship, Active Investors and corporate restructuring*, Manchester, 1996.

³⁶ Con il termine *leveraged buy-out* si indica generalmente qualsiasi operazione finanziaria mediante la quale un'azienda viene acquisita da un investitore che finanzia l'acquisizione mediante indebitamento. Il *leverage buy-out* prevede normalmente la creazione di newco o società veicolo nella quale vengono convogliate le risorse finanziarie dell'offerente sia sotto forma di capitale di rischio sia sotto forma di capitale di debito. Nella fase successiva la newco conferisce gli asset nella società acquisita, ricevendo partecipazioni della stessa, oppure può procedere ad una fusione per incorporazione con la società target (evento più frequente) risultando in genere la società incorporata (*merger leveraged buy-out*). Il debito contratto viene poi ripagato o con i flussi di cassa generati dalla società acquisita o vendendo rami dell'azienda o asset non strategici. In Italia, prima della riforma del diritto societario operata con il D.lgs. 6/2003, in dottrina si è affermato che la fattispecie rientrerebbe nell'art. 2358 c.c. che vietava *in toto* la concessione di prestiti e garanzie sulle proprie azioni, ciò perché il debito contratto per finanziare l'operazione verrebbe di fatto traslato sul patrimonio della target, la quale finirebbe nella sostanza per rimborsare il debito contratto per l'acquisto delle proprie azioni. L'illegittimità di tali operazioni era stata ipotizzata anche per una pretesa violazione dell'art. 1344 c.c. (negozio in frode alla legge); asserendo che con tali operazioni veniva elusa l'applicazione di una norma imperativa quale l'art. 2358 c.c., con la conseguenza che il negozio in questione sarebbe nullo. Tali operazioni sono adesso ritenute pienamente lecite in ragione delle previsioni dell'articolo 2501 – *bis* c.c., avente ad oggetto la disciplina delle fusioni a seguito di acquisizione con indebitamento. In tal senso, emblematica risulta la legge delega 366/2001 alla riforma societaria, la quale prevedeva espressamente che le fusioni tra società, una delle quali abbia acquisito il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto di acquisto e

Le operazioni volte alla sostituzione degli azionisti di minoranza sono essenzialmente dirette a favorire l'avvicendamento dei soci di minoranza che non sono più interessati al prosieguo dell'attività d'impresa. In questo caso, l'esigenza di cambiamento nasce dalla volontà di un socio di minoranza di liquidare la propria partecipazione. Trattandosi di azionisti di minoranza la loro uscita dal capitale sociale non comporta grandi cambiamenti nella struttura proprietaria dell'impresa. Tali operazioni forniscono, inoltre, un'efficace via d'uscita nel caso in cui alcuni soci non condividano le strategie di sviluppo adottate dall'impresa, ovvero laddove il ricambio generazionale generi problemi di omogeneità di intenti fra i successori.

Gli investimenti per il cambiamento sono generalmente meno rischiosi per gli investitori in quanto:

- il modello di business dell'impresa è stabile, conosciuto e di successo;
- la struttura organizzativa dell'impresa, sebbene la *governance* della stessa si trovi in una fase di cambiamento, è comunque ben definita; e
- generalmente i vecchi azionisti di controllo rimangono all'interno dell'organigramma aziendale e continuano a supportare lo sviluppo dell'impresa.

Il rischio dell'investimento, pertanto, dipende essenzialmente dal rischio generale insito nel settore/mercato in cui l'impresa opera, nonché dalle caratteristiche e dai rischi insiti in ogni operazione di *buy-out* e dai conseguenti sconvolgimenti che l'impresa può subire a seguito di un cambiamento dell'assetto proprietario della stessa.

Il coinvolgimento degli investitori è rilevante, e gli stessi acquistano la maggioranza delle partecipazioni nella impresa target. Il loro supporto organizzativo diviene decisivo per gestire la fase di cambiamento e di passaggio dalla vecchia alla nuova proprietà.

sottoscrizione di azioni proprie, di cui rispettivamente agli artt. 2357 e 2357 *quater* c.c., e del divieto di accordare prestiti e garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'art. 2358 c.c.. In dottrina si veda, *ex multis*, Salafia, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501 – bis c.c.*, Le Società, 2009; Morano, *Il merger leveraged buy-out alla luce del nuovo art. 2501 bis*, Le società, 2003; Campobasso, *Diritto Commerciale 2*, Diritto delle società, Torino, 2007.

Investimenti per il cambiamento (<i>Replacement financings</i>)	
Finalità dell'investimento	<ul style="list-style-type: none"> • Investimenti per imprese mature che devono affrontare decisioni strategiche relative alla <i>corporate governance</i> ovvero alla <i>corporate finance</i>. • I fondi utilizzati per realizzare l'acquisizione.
Rischi	<ul style="list-style-type: none"> • Rischio moderato e relativo alle caratteristiche dell'operazione. • Possibile fare previsioni ragionevolmente attendibili sull'IRR.
Necessità organizzative e sostegno dell'investitore	<ul style="list-style-type: none"> • Fondamentale nella definizione dell'operazione di acquisizione e nelle fasi successive. • Coinvolgimento nella gestione del business per gestire la fase di passaggio tra la vecchia e la nuova proprietà.

Investimenti per la ristrutturazione (*Vulture o turnaround financings*)

Gli operatori di *private equity* sono partner importanti per l'impresa anche nel momento in cui questa si trova in una fase di crisi o declino. Quando un'impresa si trova, infatti, in una situazione di *distress* finanziario gli investitori possono fornire all'impresa stessa investimenti volti a promuoverne la ristrutturazione. Tali investimenti sono diretti a consentire all'impresa di risollevarsi dalla propria situazione di crisi, di migliorare le proprie performance finanziarie, di sfruttare nuove opportunità strategiche, e riacquistare credibilità sul mercato e verso i creditori. In situazioni particolarmente critiche, una ristrutturazione finanziaria efficace ed efficiente può effettivamente fare la differenza tra la sopravvivenza ed il fallimento di un'impresa³⁷.

Le operazioni di investimento per la ristrutturazione vengono, quindi, effettuate quando nasce l'esigenza, per evitare il fallimento, di un cambiamento radicale dell'azienda nel suo complesso, ovvero nella struttura finanziaria, strategica, produttiva e manageriale. Nell'ambito di una società industrializzata, tale tipologia di investimenti è essenziale perché consente di agevolare di risanare situazioni di pre-fallimento, e recuperare patrimoni e *know-how* aziendali che altrimenti andrebbero persi.

Tali tipi di investimenti presentano un elevato profilo di rischio, essendovi notevole incertezza circa le effettive possibilità di rivitalizzare l'impresa attraverso le strategie che l'investitore intende porre in

³⁷ Sottoriva, *Crisi e declino dell'impresa. Interventi di turnaround e modelli previsionali*, Torino, 2012; Caselli, *op. cit.*, UK, 2010; Gervasoni, Bollazzi, Del Giudice, Sartori, *op.cit.*, pp. 22 e ss.; Vance, *Corporate Restructuring: from cause analysis to execution*, USA, 2009; Rosenberg, *The vulture investors*, USA, 2000; Bartlett, *Equity finance: Venture Capital, Buyouts, Restructuring and Reorganization*, USA, 1995.

essere. Il rischio dipende, tuttavia, dalla gravità e dal tipo di crisi che interessa l'impresa. Infatti, una crisi che colpisce il business è sicuramente diversa e presenta rischi diversi da una crisi meramente finanziaria e/o di liquidità, ovvero da una crisi che sia derivante principalmente da fattori macroeconomici e non da una gestione inefficiente dell'impresa e delle sue finanze.

Gli investitori, nell'ambito di tali operazioni, acquistano normalmente la maggioranza delle partecipazioni nel capitale dell'impresa oggetto di ristrutturazione consentendo ai propri rappresentanti di sedere nel consiglio di amministrazione. Da tale posizione l'investitore è nelle condizioni di proporre e curare l'implementazione del piano di risanamento, ed eventualmente occuparsi della fase di crescita dell'impresa una volta che questa sia stata risanata.

Sul piano organizzativo/gestionale, il ruolo dell'investitore è fondamentale al fine di supportare le decisioni manageriali strategiche, nonché al fine di gestire l'intera operazione di ristrutturazione. Questo coinvolgimento permette all'impresa di beneficiare del *know-how* dell'investitore in termini di conoscenza dell'industria, di gestione delle criticità relative alla *corporate governance*, nonché di strutturazione e realizzazione di operazioni di *corporate finance*.

Investimenti per la ristrutturazione (<i>Vulture financings</i>)	
Finalità dell'investimento	<ul style="list-style-type: none"> • Investimenti per risanare imprese in crisi. • I fondi utilizzati per sostenere l'implementazione del piano di ristrutturazione.
Rischi	<ul style="list-style-type: none"> • Rischio elevato e relativo all'incertezza circa gli esiti del piano di ristrutturazione. • Difficili fare previsioni ragionevolmente attendibili sull'IRR.
Necessità organizzative e sostegno dell'investitore	<ul style="list-style-type: none"> • Fondamentale nella definizione dell'operazione del piano di risanamento e nella implementazione dello stesso. • Coinvolgimento fondamentale in termini di conoscenza dell'industria, di gestione delle criticità relative alla <i>corporate governance</i>, nonché di strutturazione e realizzazione di operazioni di <i>corporate finance</i>.

CAPITOLO 2

Il *Venture Capital Cycle*

2.1 Cenni introduttivi sull'attività di *Venture Capital* – il *Venture Capital Cycle*

L'approccio generalmente adottato in letteratura per descrivere l'attività di investimento di *venture capital* è quello proposto da Gompers e Lerner nella loro opera "*Venture Capital Cycle*". In particolare, l'impostazione proposta da tali Autori è quella di osservare e analizzare l'attività di *venture capital* da un'ottica "finanziaria", descrivendola come un processo di investimento che si avvia con la raccolta dei fondi da parte del *venture capitalist*, prosegue con la realizzazione dell'investimento nelle imprese selezionate ed il monitoraggio dell'attività poste in essere dalle imprese finanziate, e si conclude con le dismissioni delle partecipazioni acquisite mediante l'investimento in capitale di rischio nelle imprese (c.d. *exit*)³⁸.

Una diversa ricostruzione del fenomeno del *venture capital* e del relativo processo di investimento prende le mosse dalla *agency theory*. Secondo tale impostazione l'imprenditore la cui impresa viene finanziata tramite dal *venture capitalist* è l'*agent*, mentre l'investitore assumerebbe il ruolo di *principal*. In particolare, tale approccio sottolinea le differenti tipologie di rischio relative all'attività di *venture capital*, e specifica le ragioni e le determinanti che conducono alla realizzazione di un investimento da parte del *venture capitalist* in base alla teoria di *agency*³⁹.

Tuttavia, è bene sottolineare come l'approccio suggerito da Gompers e Lerner sia, in letteratura, ritenuto quello che meglio consente di spiegare e rappresentare chiaramente l'attività del *venture capitalist*. Infatti, seguendo tale impostazione, il fenomeno del *venture capital* viene suddiviso in fasi, consentendo all'interprete di studiare il fenomeno a livello generale, prescindendo, quindi, dalle caratteristiche specifiche del singolo investitore e della singola impresa che viene finanziata.

³⁸ Gompers, Lerner, *Venture Capital Cycle*, Cambridge, 2004.

³⁹ Reid, Smith, *Risk management in venture capital investor? investee relations*, The European Journal of Finance, 1997, pp. 27 e ss.; Van Osnabrugge, *A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: and agency – theory based analysis*, An International Journal of Entrepreneurial Finance, 2000, pp. 91 e ss; Reid, Smith, *Venture Capital and risk in high-technology enterprises*, International Journal of Business and Economics, 2003.

Le fasi del *venture capital cycle* che vengono così individuate sono:

- (a) raccolta dei fondi (*fundraising*);
- (b) investimento, che a sua volta viene suddivisa nelle fasi di:
 - (i) investimento vero e proprio (scelta dell'impresa nella quale investire e realizzazione dell'operazione),
 - (ii) monitoraggio e gestione dell'impresa nella quale si è investito; e
- (c) dismissione dell'investimento (*exit*).

La fase di raccolta dei fondi costituisce un'attività, oltre che estremamente delicata, molto impegnativa dal punto di vista delle risorse e del tempo. In tale fase il *venture capitalist*, da un lato identifica il mercato presso il quale intende promuovere la raccolta dei fondi, dall'altro seleziona i primi investitori cui rivolgersi⁴⁰. Una volta avviati i contatti e definito il mercato al quale rivolgersi, l'operatore di *venture capital* procede a strutturare il veicolo (*e.g.* fondo e/o società) attraverso il quale la raccolta verrà effettivamente promossa e nel quale i fondi verranno convogliati. Tali attività risultano propedeutiche e finalizzate alle negoziazioni tra l'operatore di *venture capital* ed i potenziali investitori, nelle quali questi ultimi valuteranno se proseguire nell'operazione ovvero interromperla, nel caso non siano soddisfatti da quanto offerto/proposto, ovvero non vi siano sufficienti informazioni che gli consentano una piena valutazione della bontà della proposta di investimento. Terminata la fase di negoziazione con la predisposizione della documentazione legale funzionale al perfezionamento dell'operazione di investimento, e avvenuto il versamento delle somme da parte degli investitori, l'attività di *fund raising* da parte del *venture capitalist* può ritenersi conclusa. Vale la pena sottolineare che i principali soggetti investitori di capitale nel settore del *venture capital* sono per la maggior parte altri investitori istituzionali; tale circostanza si spiega in ragione del profilo di rischio che presentano gli investimenti dei *venture capitalist* e della durata medio-lunga dell'impegno finanziario assunto. In particolare i maggiori finanziatori ed investitori nel settore del *venture capital* sono fondi pensione (specialmente nel mercato nordamericano e nel mercato britannico) e istituzioni bancarie/assicurative/finanziarie (con particolare riferimento ai mercati europei), i quali sono, da un lato impossibilitati per ragioni regolamentari e/o strategiche a svolgere direttamente o in misura rilevante tale attività e, dall'altro lato, sono comunque

⁴⁰ Gompers, Lerner, *What drives venture capital fundraising?*, Brookings Papers on Economic Activity: Macroeconomics, 1998, pp. 149 e ss.; Gervasoni, Sattin, *Private Equity e Venture Capital*, Milano, 2008, pp. 483 e ss.; Caselli, *op. cit.*, p. 117 e ss.; Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza – Il private equity in Italia*, www.bancaditalia.it, Febbraio 2009.

interessati ai ritorni economici nel medio-lungo periodo⁴¹. Merita menzione la circostanza che negli ultimi anni un ruolo via via crescente all'interno del panorama degli investitori che finanziano l'attività di *venture capital* viene rivestito dai *c.d.* "fondi di fondi". Questi si caratterizzano per essere dei fondi dotati di un patrimonio notevole (la cui genesi è spesso riconducibile a banche di investimento), i quali invece di investire in imprese, utilizzano le risorse finanziarie/patrimoniali a loro disposizione sottoscrivendo quote di fondi di *venture capital*, i quali a loro volta investiranno le somme così raccolte in partecipazioni in imprese.

Una volta che l'attività di raccolta dei fondi da parte dell'operatore di *venture capital* viene completata, l'attività del *venture capitalist* è diretta ad investire le somme così raccolte in iniziative imprenditoriali. Si entra, quindi, nella *c.d.* fase di investimento⁴². A sua volta la fase di investimento può essere ripartita in due differenti momenti: (i) la fase di investimento propriamente detta, e (ii) la fase di gestione e monitoraggio dell'investimento. In particolare, nella prima parte di tale fase (*i.e.* la fase di investimento propriamente detta) il *venture capitalist* si trova a dover scegliere e attentamente ponderare le diverse opzioni di investimento, trovandosi a dover selezionare l'impresa (o le imprese) nelle quali investire nonché a determinare la struttura attraverso le quali porre in essere l'investimento. In tal senso, i rischi che l'operatore di *venture capital* si trova a dover affrontare sono essenzialmente riconducibili alle asimmetrie informative e nello specifico a problemi di "selezione avversa" (*adverse selection*). Il primo scoglio che, infatti, il *venture capitalist* deve superare consiste nell'individuare con cura le imprese nelle quali investire. Ciascun investimento dovrà porsi in linea con i progetti e gli obiettivi prefissati, tenendo comunque a mente la circostanza che ogni singolo investimento dovrà essere posto in essere considerando anche gli altri (anche futuri) investimenti, garantendo, in tal modo, un portafoglio vario e non concentrato in un settore e/o un'impresa e che, pertanto, consenta di contenere i rischi. Le criticità connesse alle asimmetrie informative rispetto all'impresa nella quale si intende investire, possono essere ridotte attraverso un'efficace e penetrante attività di *due diligence* sull'impresa *target*, volta ad accertare le condizioni in cui si trova tale impresa, non solo da una prospettiva prettamente economica/finanziaria, ma anche legale (*e.g.* *compliance* con la normativa societaria, giuslavoristica ed ambientale/regolamentare),

⁴¹ Si vedano i seguenti *report* elaborati dalle associazioni di settore: EVCA, Yearbook 2012, Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments by Private Equity and Venture Capital Firms in Europe, disponibile sul sito <http://www.evca.eu/>; National Venture Capital Association, Yearbook 2012; disponibile sul sito www.nvca.org; AIFI, Il mercato italiano del private equity e venture capital nel 2012; disponibile sul sito www.aifi.it.

⁴² Gervasoni, Sattin, *Private Equity e Venture Capital*, 2008, pp. 189 e ss.; Caselli, *op. cit.*, pp. 131 e ss.; Long, *Financing the new venture*, Adams media corporation, Holbrook, Massachusetts, 2000; Lake, *Private equity & Venture Capital: a practical guide for investors and practitioners*, Euromoney Books, London, 2000; Reid, *Venture Capital Investment*, London, 1992.

fiscale e contabile⁴³. Conclusa la fase di individuazione dell'impresa nella quale investire, il *venture capitalist* dovrà negoziare con i proprietari dell'impresa *target* la struttura attraverso la quale realizzare l'investimento. Tale momento risulta particolarmente delicato e complesso, traducendosi nella stesura di numerosi accordi contrattuali che sono finalizzati a:

- (a) realizzare l'investimento nell'impresa *target* (e.g. contratto di compravendita di partecipazioni) attraverso l'acquisizione di partecipazioni, di maggioranza o comunque tali da garantire un'influenza notevole, nell'impresa *target*;
- (b) regolare la *corporate governance* ed i rapporti tra il *venture capitalist* ed i soci di minoranza (i quali hanno ceduto parte delle loro partecipazioni al *venture capitalist*) nella gestione dell'impresa *target* (e.g. accordi parasociali); e
- (c) predisporre e regolare ex-ante le strategie di dismissione dell'investimento da parte del *venture capitalist*, nonché disciplinare le relazioni tra quest'ultimo ed i soci di minoranza in tale fase di dismissione (e.g. regolamentazione del procedimento di quotazione, attribuzione di opzioni *put* e/o *call*, previsioni di clausole di *tag along* e *drag along*, e/o previsione del diritto di ottenere il riscatto delle partecipazioni).

La fase di investimento propriamente detta si conclude con la sottoscrizione degli accordi di investimento ed il perfezionamento dell'operazione stessa attraverso l'acquisizione di partecipazioni nell'impresa *target*. Una volta che il *venture capitalist* "entra" nell'impresa *target*, ci si trova nel secondo momento della "fase di investimento", iniziando l'attività di gestione e monitoraggio dell'investimento⁴⁴. Tale fase risulta decisiva per lo sviluppo e la crescita dell'impresa e, quindi, per la valorizzazione dell'investimento. Infatti, l'attività del *venture capitalist* non si limita alla semplice contribuzione di risorse economico/patrimoniali, ma si estende anche alla gestione dell'impresa⁴⁵. In tal senso, il *venture*

⁴³ Sull'importanza della *due diligence* all'interno dei procedimenti d'investimento si veda: Howson, *Due Diligence: the critical stage in mergers and acquisitions*, UK, 2003; Perry. Herd, *Reducing M&A risk through improved due diligence*, Strategy & Leadership, 2004; Camp, *Venture Capital Due Diligence: A guide to making smart investment choices and increasing your portfolio returns*, 2002; Sangiovanni, *Due Diligence, trattative e responsabilità civile*, Danno e Responsabilità, 2011, pp. 801 e ss; Draetta, Monesi, *I contratti di acquisizione di società ed aziende*, 2007; pp. 111 e ss.

⁴⁴ AIFI, *Guida pratica al capitale di rischio*, disponibile sul sito www.aifi.it/; Giovannini, *La gestione del venture capital e dell'early stage financing*, Roma, 2004; Caselli, *op. cit.*, pp. 37 e ss.; Rosenstein, *The board and strategy: venture capital and high technology*, Journal of Business Venturing, 1998; MacMillan, Kulow, Khoylian, *Venture capitalists' involvement in their investments: Extent and performance* Journal of Business Venturing, 1989; Rind, *The role of venture capital in corporate development*, Strategic Management Journal, 2006.

⁴⁵ Sul ruolo del *venture capitalist* nella gestione dell'impresa e sui vantaggi che tale gestione comporta si veda, tra l'altro: Barry, *The role of venture capital in the creation of public companies: evidence from the going public*

capitalist si interessa direttamente e contribuisce in misura rilevante alla gestione dell'impresa, stabilendone le strategie ed indirizzando il percorso di sviluppo. Tale partecipazione nella gestione imprenditoriale consente all'impresa di beneficiare del *know-how* tecnico e del *network* di conoscenze del *venture capitalist*, nonché dei vantaggi reputazionali (anche in termini di *accountability* e correttezza della gestione) derivanti dalla partecipazione nell'impresa da parte di tale investitore. Pertanto, è proprio nella fase di gestione e monitoraggio dell'investimento che il contributo non finanziario del *venture capitalist* diviene decisivo e sostiene la crescita dell'impresa ed il conseguimento da parte di quest'ultima di vantaggi competitivi.

Nella gestione e nel monitoraggio dell'impresa in cui il *venture capitalist* ha investito, particolarmente delicato è il rapporto tra il *venture capital* stesso ed il socio (e/o soci) di minoranza che ha ceduto parte delle proprie partecipazioni al *venture capitalist* e che rappresenta il socio *c.d.* imprenditore, il quale ha avviato l'impresa e/o creato l'idea innovativa alla base dell'impresa stessa⁴⁶. Per gestire tale relazione, in modo da consentire alle due diverse anime dell'impresa (una più imprenditoriale, rappresentata dal socio di minoranza, e l'altra più tecnica e manageriale, rappresentata dal *venture capitalist*) di coesistere e di indirizzarsi verso la definizione di un percorso di sviluppo dell'impresa che risulti, per quanto possibile, condiviso, ruolo fondamentale viene rivestito dagli accordi sottoscritti nella fase di investimento vera e propria, ed in particolare dai *c.d.* patti parasociali. Prescindendo in questa fase da qualsiasi analisi di tipo giuridico (che verrà condotta nel prosieguo del presente lavoro) e guardando alla funzione economico/sociale che tali accordi rivestono, è bene sottolineare come questi strumenti negoziali consentano, attraverso la creazione di un sistema articolato di *corporate governance*, di attribuire a ciascuna delle parti un potere di co-gestione e/o supervisione sulla conduzione dell'attività d'impresa (e.g. previsione di maggioranza qualificate per l'adozione da parte degli organi societari di decisioni strategiche), predisponendo allo stesso tempo soluzioni contrattuali che consentano di superare divergenze di opinioni e/o evitare il verificarsi di situazioni di *dead-lock* nella gestione dell'impresa.

L'ultima fase del *venture capital cycle* è costituita dalla dismissione dell'investimento, la quale costituisce la fase più delicata dell'intero *venture capital cycle*, in cui il *venture capitalist* potrà effettivamente

experience, Journal of Financial Economics, 1990, pp. 447 e ss.; Wright, Thompson, Robbie, *Venture capital and management-led, leveraged buy outs: an European perspective*, Journal of Business Venturing, 1992, pp. 47 e ss.; Zider, *op. cit.*, pp. 131 e ss.; Caselli, *op. cit.*, pp. 147 e ss..

⁴⁶ Caselli, *op. cit.*, pp. 147 e ss.; Hellmann, Puri, *Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence*, The Journal of Finance, 2002; Hsu, *What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation*, The Journal of Finance, 2005; AIFI, *Private Equity e Corporate Governance delle Imprese*, L'impresa. Rivista Italiana di Management, 2005; Bollazzi, *La corporate governance tra imprese, banche e investitori istituzionali nel mercato del private equity*, Economia e diritto del terziario, 2010; Rija, *Il ruolo del venture capital e del private equity nel capitale di rischio delle imprese*, Milano, 2012, pp. 119 e ss.

percepire i profitti derivanti dalla propria attività di investimento nel capitale di rischio⁴⁷. Infatti, come detto, l'attività di investimento del *venture capitalist* si sostanzia nell'acquisto da parte dell'operatore di *venture capital* di partecipazioni in imprese, le quali a loro volta vengono gestite o supportate dall'investitore al fine di promuoverne la crescita di valore, ed è finalizzata alla dismissione, trascorso un periodo medio-lungo, della partecipazione nell'impresa nella quale ha investito, ottenendo un profitto pari alla differenza tra la somma investita ed il ricavo della cessione. L'importanza della fase di dismissione dell'investimento è legata alla circostanza che il *venture capitalist* non investe per acquisire il controllo dell'impresa e gestirla per un periodo di tempo indeterminato (come se fosse una *holding* di partecipazione), ma si propone come un investitore temporaneo il cui obiettivo è, come detto, di ottenere un *capital gain* nel medio-lungo periodo. Le strategie di uscita dall'investimento (*Exit strategies*) che sono normalmente perseguite dal *venture capitalist* si possono schematizzare come segue:

- (i) quotazione della società in un mercato regolamentato, con offerta sul mercato delle azioni di proprietà dell'investitore (*Listing*);
- (ii) cessione delle partecipazioni detenute dal *venture capitalist* ad:
 - (a) un compratore di natura industriale (e.g. concorrente dell'impresa, ovvero ad un'impresa che si trova a monte o a valle della filiera produttiva) (*Trade Sale*), ovvero
 - (b) un operatore di *private equity* o *venture capital* (*Buy out*);
- (iii) acquisto delle partecipazioni detenute dal *venture capitalist* da parte del soggetto che le ha cedute al *venture capitalist* stesso nella fase di investimento (*Buy Back*); e
- (iv) svalutazione in bilancio (fino all'azzeramento) della partecipazione (*Write Off*).

Nella prassi, le modalità attraverso le quali operare il disinvestimento sono spesso negoziate indicativamente *ex ante*, in sede di sottoscrizione degli accordi relativi all'investimento, tra il *venture capitalist* e i soci venditori⁴⁸. Tale definizione anticipata delle "*exit strategies*" consente di evitare criticità

⁴⁷ Smith, *The exit structure of venture capital*, UCLA Law Review, 2005, pp. 315 e ss; Cumming, Atiqah binti Johan, *Planned exit strategies in venture capital*, European Economic Review, 2008, pp. 1209 e ss; Wang, Sim, *Exit strategies of venture capital-backed companies in Singapore*, Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, 2001, pp. 337 e ss.; Cumming, Fleming, Schwiendbacher, *Legality and venture capital exits*; Journal of Corporate Finance, 2006, pp. 214 e ss.

⁴⁸ Il *venture capitalist* ed i soci di minoranza negoziano specifici accordi parasociali attraverso i quali vengono attribuite opzioni *put* e *call*, diritti di trascinamento (*tag along* e *drag along*), nonché particolari regole (es. maggioranze qualificate) per l'assunzione della decisione di quotazione dell'impresa in un mercato regolamentato. Si veda: Proverbio, *I patti parasociali, disciplina, prassi e modelli contrattuali*, Milano, 2010, pp. 207 e ss.;

nei rapporti con i soci che detengono una partecipazione nell'impresa finanziata e, allo stesso tempo, permette all'operatore di *venture capital* di pianificare la tempistica del disinvestimento, elemento che spesso risulta decisivo per massimizzare i profitti dell'investitore.

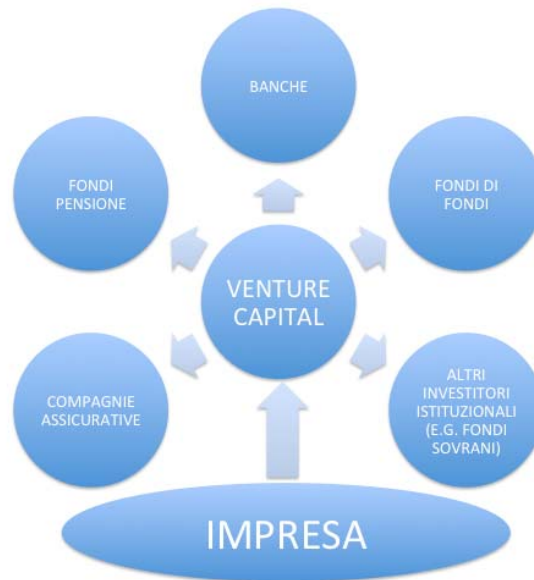
Di seguito viene riportata una rappresentazione schematica del *venture capital cycle*, che permette di sintetizzare il flusso di capitali e le relazioni tra le diverse fasi. Nei prossimi capitoli si approfondirà e descriverà con maggiore dettaglio ciascuna fase, soffermandosi anche sugli strumenti previsti dal diritto italiano a disposizione del *venture capitalist* in ognuna di esse.

Fase di investimento:

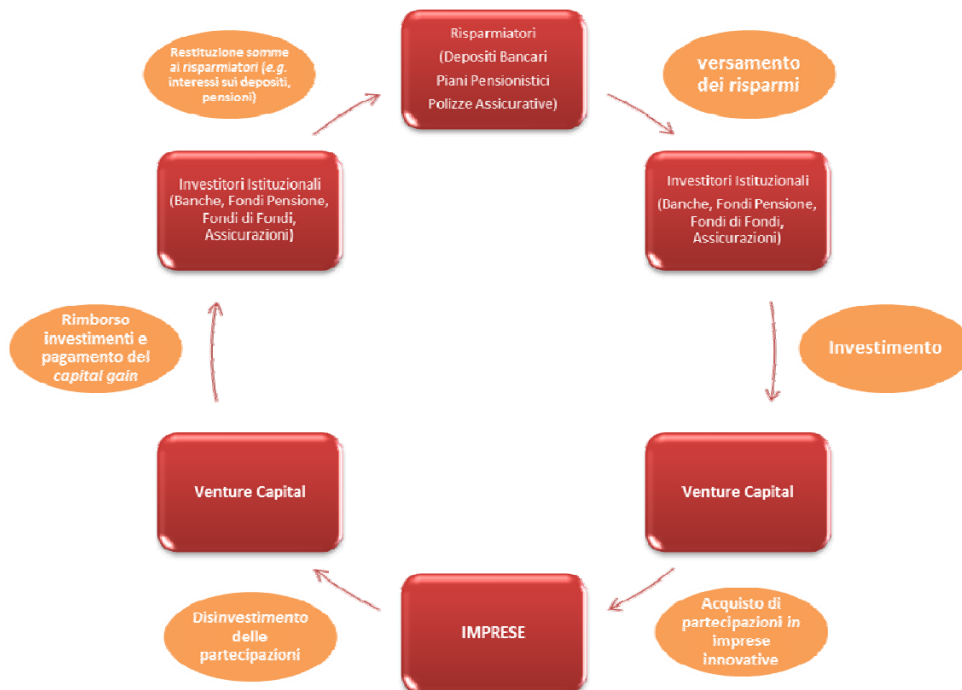


D'Agostino, *Problemi degli investimenti in venture capital con particolare riferimento al settore delle biotecnologie*, Economia e diritto del terziario, 2006; Sasseti, *Guida pratica al venture capital*, Franco Angeli, 2000, pp. 116 e ss..

Fase di dismissione dell'investimento:



Di seguito una sintesi dei flussi finanziari relativi al *venture capital cycle*.



CAPITOLO 3

L'Attività di Raccolta Fondi – *Fundraising*

3.1 Raccolta dei Fondi (*Fundraising*)

La raccolta dei fondi costituisce il primo *stage* dell'attività dell'operatore di *venture capital* e si sostanzia nella ricerca di soggetti che siano interessati a sostenere l'iniziativa del *venture capitalist* e ad investire le proprie risorse nel veicolo attraverso il quale il *venture capital* stesso opererà. La ricerca di investitori impone all'operatore di *venture capital* di strutturare una proposta di investimento da sottoporre ai potenziali investitori che indichi, *inter alia*, il tipo di veicolo attraverso il quale la raccolta dei fondi ed i successivi investimenti verranno posti in essere. In tale fase, vi sono asimmetrie informative tra i potenziali investitori ed il *venture capitalist*, riconducibili alla circostanza che i potenziali investitori non hanno tutte le informazioni necessarie per valutare la bontà e la validità della proposta di investimento sottoposta alla loro attenzione. In tal senso, al fine di rimediare alle asimmetrie informative ed alle criticità relative al *moral hazard*, che se insolute o non limitate potrebbero far desistere i potenziali investitori, il *venture capitalist* predispone un dettagliato *information memorandum* nel quale vengono esplicitate e descritte, *inter alia*, le modalità di investimento, il mercato di riferimento, la durata minima degli investimenti, nonché i rendimenti garantiti agli investitori⁴⁹. Inoltre, al fine di garantire un allineamento degli interessi degli investitori e del *venture capitalist*, e per dare un segnale agli investitori circa la validità dell'iniziativa da quest'ultima proposta, l'operatore di *venture capital* sottoscrive spesso una quota del veicolo attraverso il quale gli investimenti verranno posti in essere.

La definizione della struttura in base alla quale l'operatore di *venture capital* intende svolgere la propria attività di raccolta dei fondi e di investimento, costituisce l'attività preliminare che deve porsi in essere

⁴⁹ Sul tema si veda: Becker, Hellmann, *The genesis of Venture Capital – lesson from the German experience*, disponibile su papers.ssrn.com; Cumming, Jonah, *Information asymmetries, agency costs and venture capital exit outcomes*, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2008, pp. 197 e ss.; Bergemann, Hege, *Venture capital financing, moral hazard, and learning*, *Journal of Banking & Finance*, 1998, pp. 703 e ss.; Rija, *Il ruolo del venture capital e del private equity nel capitale di rischio delle imprese. Dall'analisi teorica ai risultati di una ricerca empirica*, Franco Angeli, 2012.

per stimolare ed invogliare i potenziali investitori, i quali devono essere messi nelle condizioni di poter valutare la proposta del *venture capitalist*⁵⁰.

Mediante tale attività preliminare il *venture capitalist*⁵¹:

- (i) sceglie e determina il veicolo attraverso il quale intende condurre la propria attività;
- (ii) individua i criteri in base ai quali effettuerà gli investimenti determinando, tra le altre cose, il paese nel quale operare, il settore, il tipo d'impresa da finanziare e il tipo di investimenti da porsi in essere (e.g. *seed financing*, *start up financing*, ed *expansion financing*);
- (iii) determina il regolamento contrattuale che disciplina i rapporti tra gli investitori ed il *venture capitalist* stesso;
- (iv) definisce le politiche di investimento, determinando il livello massimo e/o minimo di ciascun investimento, delinea il livello di indebitamento (*leverage*) che potrà essere utilizzato per supportare l'attività di investimento, ed individua i criteri di ottimizzazione del portfolio evitando il rischio di concentrazione degli investimenti; e
- (v) predispone il codice etico interno che verrà adottato, in modo da poterlo sottoporre all'attenzione dei potenziali investitori.

Negli Stati Uniti d'America e nel Regno Unito, i *venture capitalist* sono generalmente strutturati nella forma di *Limited Liability Partnership (LLP)* che simultaneamente gestisce diversi fondi d'investimento, i quali sono separati dalla *Limited Liability Partnership* che ne cura la gestione e l'attività di investimento. In Italia, invece, la struttura che viene adottata dagli operatori di *venture capital* è quella della *Società di Gestione del Risparmio (SGR)*, che gestisce a sua volta fondi comuni d'investimento mobiliari normalmente chiusi. La normativa italiana che regola costituzione dei fondi d'investimento, la gestione degli stessi e lo svolgimento della loro attività d'investimento verrà analizzata nei successivi paragrafi. Ai fini che qui rilevano, è preliminarmente opportuno sottolineare che caratteristiche tipiche di un fondo comune d'investimento chiuso sono, da un lato, che gli investitori non possono sottoscrivere quote dello stesso una volta che il relativo periodo di sottoscrizione sia terminato e, dall'altro, che gli investitori possono "uscire" dall'investimento nel relativo fondo chiedendo il rimborso delle quote sottoscritte solo

⁵⁰ Caselli, *op. cit.*, pp. 118 e ss.; De Maria, *op. cit.*, pp. 41 e ss.; Levin, *Structuring venture capital, private equity, and entrepreneurial transactions*, USA, 2009, pp. 7 e ss.; Sahlman, *The structure and governance of venture capital organization*, *Journal of Financial Economics*, 1990, pp. 473 e ss.

⁵¹ Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, pp. 484 e ss..

al momento dello scioglimento del fondo comune di investimento, ovvero nei casi ed alle condizioni specificamente previste dal regolamento di gestione del relativo fondo.

Ciascun operatore di *venture capital* deve determinare in anticipo le proprie politiche d'investimento, in modo da poter sottoporre agli investitori una chiara rappresentazione della propria iniziativa. A tal fine diviene decisivo per il *venture capitalist* stabilire con chiarezza gli elementi in base alle quali vengono individuate le possibili imprese *target*. Nella prassi⁵² gli elementi che vengono normalmente presi in considerazione sono (i) il paese nel quale operare; (ii) il mercato di riferimento; (iii) la disponibilità di dati ed informazioni certe per la valutazione dell'impresa *target*; e (iv) la fase del ciclo di vita dell'impresa *target* nella quale intervengono gli investimenti. In generale, la letteratura economico/aziendalistica sottolinea come gli operatori di *venture capital* considerino, al fine di definire le proprie politiche d'investimento, tutti gli elementi sopra elencati unitamente a metodi di natura patrimoniale o, alternativamente, che prendano in considerazione l'andamento dei flussi di cassa dell'impresa. Nell'Europa continentale (i.e. Italia, Francia e Germania) il metodo patrimoniale è quello che viene più comunemente adottato dagli operatori, mentre nella prassi statunitense e britannica sono maggiormente diffusi altri metodi di valutazione (tra cui quello che prende in considerazione i flussi di cassa generati dall'impresa, c.d. *cash flow methods*)⁵³.

Nella fase di determinazione dei criteri che guideranno le politiche di investimento del *venture capitalist*, in modo da poterli sottoporre al vaglio dei potenziali investitori, è fondamentale individuare il tipo di investimenti che attraverso la raccolta dei fondi si intendono porre in essere (e.g. *seed financing*, *start up financing*, ed *expansion financing*) e, pertanto, indirizzare la propria attività verso imprese che si trovano in una determinata fase del ciclo di vita delle imprese. La determinazione anticipata di tali aspetti consente, da un lato, al *venture capitalist* stesso di specializzare le proprie conoscenze e di poter formare un valido *team* che sappia gestire determinati tipi investimenti e, dall'altro, permette nella fase preliminare al potenziale investitore di valutare con adeguate informazioni il profilo di rischio dell'investimento nell'iniziativa promossa dall'operatore di *venture capital*. Infatti, richiamandosi a quanto detto nel primo capitolo, ciascun tipo di investimento, e di converso ciascuna fase del ciclo di business di un'impresa, presenta caratteristiche differenti, tali da far sì che ogni fase del ciclo di business e ogni tipo di investimento presenti profili di rischio diversi che devono essere adeguatamente ponderati dal potenziale investitore in sede di studio della proposta presentata dal *venture capitalist*.

⁵² De Maria, *op. cit.*, pp. 128 e ss.; Caselli, *op. cit.*, pp. 131 e ss.; Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, pp. 486 e ss.;

⁵³ Caselli, *op. cit.*, pp. 125 e ss.; De Maria, *op. cit.*, pp. 126 e ss., Carver, *Venture Capital Valuation*, USA, 2012, pp. 85 e ss..

Le attività preliminari sin qui descritte si spiegano alla luce della circostanza che l'attività di *fundraising* non è *sic et simpliciter* una raccolta di fondi e denaro⁵⁴. Infatti, la ricerca di investitori comporta l'instaurarsi di una relazione tra il *venture capitalist* e gli investitori, la quale deve essere improntata alla trasparenza al fine di limitare e ridurre i rischi di *moral hazard* ed i c.d. *agency costs*. In tal senso, la previsione di impegni a fornire una comunicazione ben pianificata ed, allo stesso tempo, quanto più possibile esaustiva aiuta a favorire la creazione di un rapporto fiduciario tra l'operatore di *venture capital* e gli investitori. Pertanto, la previsione di informative periodiche che consentano di monitorare l'andamento dell'attività di investimento costituisce un segnale importante agli investitori in termini di *reliability* e *accountability* dell'attività del *venture capitalist*. In tal senso, le informative che vengono più comunemente inviate agli investitori riguardano⁵⁵:

- ✓ report che descrivano la struttura del fondo, le relative strategie e diano indicazioni concernenti l'andamento delle attività d'investimento nell'ambito delle generali strategie d'investimento;
- ✓ relazioni che sintetizzino l'andamento della raccolta dei fondi, degli investimenti e diano conto di eventuali cambiamenti nel management dell'operatore di *venture capital*;
- ✓ report relativi all'andamento periodico dell'IRR e del valore attualizzato delle somme investite; e
- ✓ notizie riguardanti il mercato (o i mercati) nel quale vengono posti in essere gli investimenti.

Nell'ambito della strutturazione della proposta da sottoporre agli investitori e delle attività preliminari alla stessa connesse, l'operatore di *venture capital* non può non tener conto anche dei costi da affrontare al fine di riuscire ad effettuare un *placement* efficace della proposta di investimento presso i soggetti potenzialmente interessati. La preparazione e la determinazione della struttura di investimento comporta un notevole dispendio di risorse economiche in termini di consulenze legali e fiscali, fondamentali *in primis*, al fine di valutare la fattibilità della proposta da un punto di vista strettamente legale e fiscale e, *in secundis*, per la predisposizione della documentazione contrattuale. Un notevole impegno finanziario deriva dai costi relativi al promozione della iniziativa e della proposta di investimento del *venture capitalist* tra i potenziali investitori⁵⁶. Tale attività viene normalmente svolta mediante il ricorso a rinomate banche d'affari o società di consulenza: la funzione del coinvolgimento di tali soggetti quali

⁵⁴ Alcuni autori assimilano la fase di individuazione degli investitori ad una vera e propria attività di vendita di un prodotto (*Selling Job*), Caselli, *op. cit.*, pp. 123 e ss.; Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, pp. 488 e ss..

⁵⁵ Sahlman, *op. cit.*, pp. 473 e ss.; Reid, Terry, Smith, *op. cit.*, pp. 27 e ss.; Caselli, *op. cit.*, pp. 122.

⁵⁶ Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, pp. 473 e ss.; Caselli, *op. cit.*, pp. 117 e ss..

sponsor della proposta del *venture capitalist* è proprio quella di assicurare l'investitore e fornire allo stesso un segnale circa la validità della proposta sottoposta alla loro attenzione⁵⁷.

La fase preliminare all'attività di *fund raising* si conclude con la finalizzazione di una proposta che dovrà essere sottoposta all'attenzione dei potenziali investitori. Pertanto, un momento decisivo nell'attività di *fund raising* è costituito dalla identificazione della categoria degli investitori che potrebbero essere interessati alla proposta di investimento del *venture capitalist*, in quanto il canale preferenziale di scelta di investimento è dato proprio dai rapporti diretti tra l'operatore di *venture capital* e gli investitori. La strategia di raccolta dei fondi che deve essere perseguita dal *venture capitalist* varia, come dimostrato da Gompers e Lerner, a seconda della circostanza che il *venture capitalist* sia o meno un operatore già conosciuto sul mercato con una significativa e valida *track record* dei precedenti investimenti. Infatti, l'assenza di elementi reputazionali che attestino la validità del *venture capitalist* (e di converso la bontà della relativa proposta), comporta un incremento della complessità e dell'onerosità dell'attività di *fund raising* in quanto l'operatore dovrà creare *ex novo* un network di conoscenze tali da consentirgli di entrare in contatto con potenziali investitori, senza poter contare sulla forza della reputazione costruita nel corso degli anni⁵⁸. Il coinvolgimento di banche d'affari quali agenti incrementa sensibilmente le possibilità di successo nella raccolta dei fondi, in quanto l'operatore, oltre a poter contare sull'ampia rete di contatti con potenziali investitori che tali soggetti portano in dote, potrà beneficiare della reputazione degli agenti di cui si avvale⁵⁹. Nella fase di individuazione e selezione dei potenziali investitori, è bene segnalare l'importanza che assumono i *c.d. gatekeepers*, ossia investitori istituzionali che offrono attività di consulenza manageriale e servizi ai soggetti che raccolgono fondi da enti finanziari medio-piccoli, da grandi istituzioni finanziarie senza esperienza nel *venture capital*, ovvero da individui, persone fisiche, particolarmente abienti intenzionate ad investire in attività di *venture capital*. La presenza di tali soggetti fra gli investitori che partecipano all'iniziativa del *venture capitalist*, contribuisce ad attrarre nuove risorse⁶⁰.

⁵⁷ Sul tema si veda, *inter alia*: Chan, *On the positive role of financial intermediation in allocation of venture capital in a market with imperfect information*, 1983, pp. 1583 e ss.; Caselli, *op. cit.*, pp. 122.

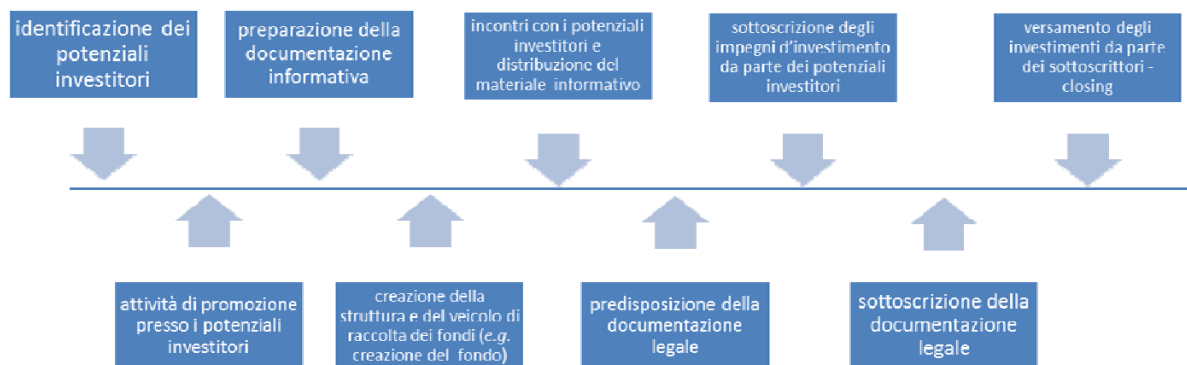
⁵⁸ Per un'analisi più approfondita dell'importanza degli elementi reputazionali nell'attività di raccolta dei fondi, si veda: Gompers, Lerner, *op. cit.*, 1999, pp. 149 e ss.; Jeng, Wells, *The determinants of venture capital funding: evidence across countries*, *Journal of Corporate Finance*, 2000, pp. 241 e ss..

⁵⁹ Sul ruolo e l'importanza dei *placement agents* si vedano: Rider, *Constraints on the Control Benefits of Brokerage: A Study of Placement Agents in U.S. Venture Capital Fundraising*, *Administrative science quarterly*, 2009, pp. 575 e ss.; Trester, *Venture capital contracting under asymmetric information*, *Journal of Banking & Finance*, 1998, pp. 675 e ss..

⁶⁰ Gompers e Lerner hanno sottolineato l'importanza dei *gatekeepers* per i *venture capitalist*, si veda: Gompers, Lerner, *op. cit.*, 2004, pp. 79 e ss..

Una volta definiti tali aspetti preliminari ed ottenuta l'approvazione da parte delle autorità di controllo (se necessaria), la fase successiva è costituita dalla predisposizione della documentazione legale da sottoporre per la sottoscrizione ai potenziali investitori. Tale documentazione comprende la regolamentazione del rapporto tra investitori e *venture capitalist*, con la previsioni di regole volte a limitare l'opportunità, il *moral hazard* e i conflitti d'interesse. In particolare, la regolamentazione contrattuale è volta a definire le regole che governano gli aspetti generali dell'attività d'investimento. In tal senso vengono normalmente determinati (i) il valore minimo dell'apporto che ciascun investitore effettuerà all'atto di adesione alla proposta di investimento, (ii) le regole relative al c.d. *richiamo degli impegni*, ossia il *timing* con cui gli investitori effettueranno gli apporti cui si sono impegnati con l'adesione alla proposta di investimento, (iii) i limiti circa la concentrazione degli investimenti in un'unica attività imprenditoriale ed assicurare un frazionamento degli investimenti coerente con gli obiettivi di ottimizzazione del portfolio, (iv) le regole relative alla possibilità di ricorrere all'indebitamento (*leverage*) per finanziare i propri investimenti, e (v) le regole ed i limiti all'attività del *venture capitalist* al fine di evitare l'insorgere o, in ogni caso, disciplinare ipotesi di conflitti d'interesse⁶¹.

L'attività di raccolta dei fondi si conclude con la sottoscrizione, da parte degli investitori interessati, della documentazione contrattuale e con il versamento delle relative somme. Di seguito viene riportato uno schema che descrive le sequenze di attività che costituiscono l'attività di *fund raising* ed il relativo *timing*.



⁶¹ Caselli, *op. cit.*, pp. 117 e ss.; Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, pp. 483 e ss..

3.2 I fondi di investimento mobiliare chiusi

Tra i vari tipi di veicoli che vengono maggiormente utilizzati per raccogliere capitale da investire, i fondi comuni d'investimento mobiliari chiusi rappresentano sicuramente lo strumento principale e più diffuso nel *venture capital*. Pertanto, nel presente e nei successivi paragrafi si delineano le principali caratteristiche organizzative dei fondi, nonché gli aspetti legali relativi alla loro costituzione e allo svolgimento della loro attività.

L'attività di tali fondi è costituita dalla raccolta di capitali mediante l'emissione di quote per investirli in partecipazioni in società non ammesse alla quotazione in mercati regolamentati. I fondi chiusi, a differenza dei fondi aperti, non consentono il riscatto delle quote in qualsiasi momento, ma solo alla specifica scadenza prefissata dal regolamento di ciascun fondo: ciò in quanto le politiche di investimento perseguite da tale tipo di fondi si sostanziano nell'acquisizione di partecipazioni in imprese non quotate, che non costituiscono forme liquide di investimento facili da smobilizzare. Il sottoscrittore che si rivolge a tali tipi di fondi è, come detto in precedenza, per lo più un investitore istituzionale in grado di assumersi rischi elevati, a fronte di un potenziale rendimento elevato nel medio-lungo periodo. Ciò consente al *venture capitalist* che gestisce il fondo di disporre stabilmente di un patrimonio per un lungo periodo di tempo potendo, a seconda di quanto previsto nel regolamento di gestione del singolo fondo, anche richiedere agli investitori di effettuare i versamenti a determinate scadenze (*c.d.* richiamo degli impegni), permettendo al *venture capitalist* di investire i fondi in partecipazioni non di pronta liquidità in imprese in modo da supportarne la crescita e lo sviluppo economico.

3.3 I fondi d'investimento chiusi nelle esperienze straniere

Nonostante le numerose differenze a livello regolamentare che si possono individuare tra le diverse esperienze straniere in tema di fondi comuni d'investimento mobiliari chiusi, vi è comunque una omogeneità in termini di strutture, macro-categorie e modalità operative⁶².

Una prima importante suddivisione in materia di fondi è quella tra i fondi indipendenti, ossia promossi e gestiti da professionisti specializzati del settore, e i *c.d.* fondi *captive*, i quali nascono da altre istituzioni finanziarie o industriali ed hanno quale fonte del capitale da investire la società capogruppo ovvero altre imprese affiliate, non ricorrendo direttamente al mercato dei capitali per la raccolta delle risorse

⁶² Abbot, Hay, *Investing for the future*, London, 1995; Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, 483 e ss.; Megginson, *Toward a global model of venture capital?*, *Journal of Applied Corporate Finance*, 2004, pp. 89 e ss.; Caselli, *op. cit.*, pp. 47 e ss..

finanziarie⁶³. Caratteristiche diverse presentano, invece, gli operatori finanziari indipendenti, i quali propongono i loro servizi di intermediazione a più investitori, sollecitandone la sottoscrizione di quote del fondo chiuso. Tra i due tipi di fondi sopra descritti si innestano i *c.d.* fondi *semi – captive*, le cui risorse a disposizione per l'attività del fondo provengono sia da società del gruppo sia dal mercato dei capitali. Come evidente dalle caratteristiche della “genesi” di ciascuno dei tipi di fondi sopra descritti, la condotta di un fondo *captive* si basa sulle strategie e le esigenze del gruppo di cui è emanazione, mentre le strategie dei fondi indipendenti sono delineate in modo da rendere appetibile la sottoscrizione delle quote, operando, quindi, in maggiore autonomia.

Il ruolo degli investitori nei fondi è piuttosto limitato e raramente sono chiamati a decidere, essendo la gestione del fondo lasciata ad un soggetto diverso (*special purpose vehicle*). Tuttavia, si possono avere anche fondi nei quali gli investitori rivestono un ruolo importante nel decidere gli investimenti (*discretionary fund*) anche se si tratta di una modalità poco comune, essendo più diffuso il modello dei fondi in cui la gestione delle risorse finanziarie del fondo viene interamente demandata alla società di gestione.

In funzione delle diverse politiche di investimento perseguite da ciascun fondo, si distinguono i fondi generalisti (senza particolari preferenze in termini di mercato nel quale investire) da quelli che operano esclusivamente in determinate fasi del ciclo di business dell'impresa, in particolari aree geografiche e/o settori industriali/merceologici. Per quanto concerne la durata media dei fondi comuni d'investimento mobiliari chiusi, la prassi internazionale individua in 10 anni la durata media⁶⁴. All'interno di questo periodo temporale, vengono normalmente individuati due sotto-periodi, definiti rispettivamente *investment period* e *divestment period*, di circa 5 anni ciascuno. Non è raro che nei regolamenti di gestione dei fondi sia previsto un periodo aggiuntivo di 2 anni di proroga alla scadenza del fondo nel caso in cui il *venture capitalist* non sia riuscito a concludere in tempo il processo di dismissione. Qualora il processo d'investimento nelle imprese *target* si concluda in anticipo rispetto al termine del periodo previsto per la sua realizzazione, e sia già iniziata con successo la fase di dismissione, l'operatore di *venture capital* normalmente lancia altri fondi, il che costituisce un indice inequivocabile della capacità e affidabilità del *venture capitalist* stesso.

⁶³ Un esempio di operatori *captive* è rappresentato dalle divisioni delle *c.d. merchant banks*, le quali attingono, per lo svolgimento delle attività di investimento, al patrimonio di vigilanza delle banche stesse.

⁶⁴ Sulla durata del fondo e dei relativi periodi di investimento e disinvestimento si veda: Metrick, Yasuda, *The economics of private equity funds*, Review of Financial Studies, 2010, pp. 2303 e ss.; Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, p. 475; Hochberg, Ljungqvist, Lu, *Whom you know matters: venture capital and network and investment performance*, The Journal of Finance, 2007, pp. 251 e ss.; Sahlman, *op. cit.*, 1990, pp. 473 e ss..

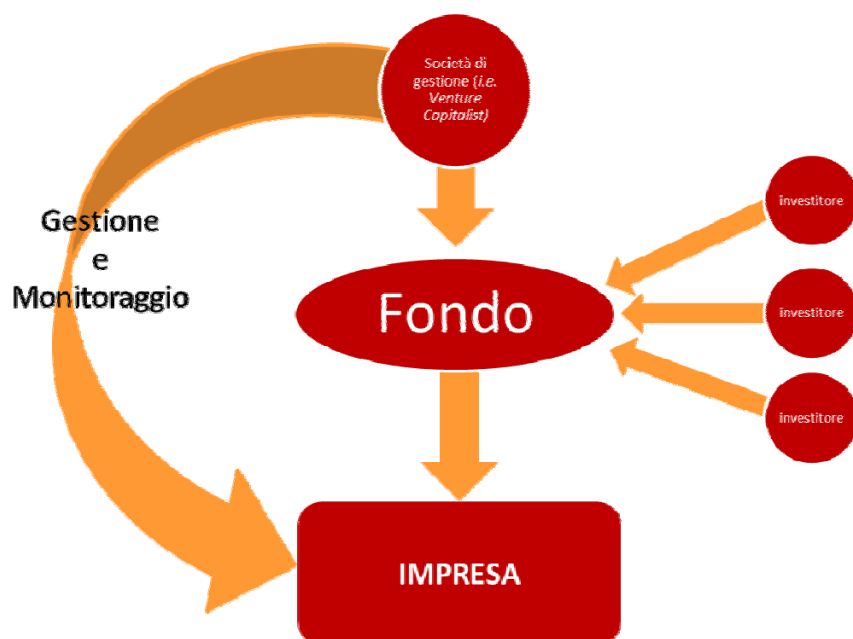
Con particolare riferimento alla struttura del fondo, vi è una comunanza in tutte le esperienze straniere circa il rapporto tra la società di gestione del fondo, il fondo ed i sottoscrittori del fondo stesso⁶⁵. In particolare, la società di gestione del fondo ha azionisti propri e un patrimonio distinto da quello del fondo. L'attività della società di gestione del fondo (che altro non è che il *venture capitalist*) è quella di gestire il patrimonio del fondo in maniera trasparente, porre in essere gli investimenti, di gestire e monitorare gli stessi, e curarne la successiva dismissione. A fronte di tale attività di *management*, la società di gestione del fondo riceve una commissione annuale (*management fee*), la quale generalmente varia a seconda delle dimensioni del fondo. Inoltre, la società di gestione spesso mantiene il diritto di ottenere una quota dei proventi derivanti dall'attività di investimento del fondo (*c.d. carried interest*). Al fine di limitare il rischio di comportamenti opportunistici da parte della società di gestione del fondo, nella documentazione contrattuale viene previsto che la quota dei proventi ad essa spettante venga corrisposta solo successivamente al rimborso delle quote ai sottoscrittori del fondo, in misura superiore ad una quota minima di ritorno dell'investimento iniziale. In tal modo, la parte eccedente tale soglia di rendimento minimo viene ripartita tra la società di gestione e i sottoscrittori nelle proporzioni e combinazioni che vengono stabilite *ex ante* nel regolamento del fondo.

In molti casi si nota come la società di gestione si doti di una struttura organizzativa particolarmente ampia e articolata, con un proprio staff di professionisti che operano nell'attività di investimento delle imprese e gestiscono le fasi di investimento, gestione/monitoraggio, e disinvestimento relative alle partecipazioni detenute nelle imprese nelle quali sono stati posti in essere gli investimenti. Tale staff si dedica professionalmente alla gestione del fondo o dei fondi, qualora la società stessa gestisca più di un fondo. Nei fondi specializzati esistono più responsabili diversi in funzione delle diverse competenze specifiche, facenti capo ad un coordinatore. Nella struttura organizzativa della società di gestione è spesso prevista la presenza di un comitato degli investimenti con il compito di selezionare le opportunità che il mercato presenta e di implementare le strategie del fondo. Tali strategie, all'interno della cornice normativa di ciascuno stato, vengono determinate *ex ante* nel regolamento di gestione. Per quel che concerne, invece, il rapporto tra i sottoscrittori del fondo e la società di gestione, le regole in base alle quali tale rapporto viene gestito sono determinate nel regolamento di gestione a seconda del modello di fondo che si adotta: il gestore potrà quindi agire in virtù di un rapporto di mandato, escludendo pertanto i sottoscrittori da qualsiasi attività di natura decisionale/amministrativa, oppure consentendo agli stessi investitori di partecipare (seppure sempre in misura limitata) a tali attività, stabilendo in tal caso particolari regole di *corporate governance*, per far fronte a potenziali casi di conflitto di interesse. In tale

⁶⁵ Caselli, *op. cit.*, pp. 56 e ss.; Gervasoni Sattin, *op. cit.*, pp. 476 e ss.; Cumming, Schmidt, Walz, *Legality and venture capital governance around the world*, Journal of Business Venturing, 2010, pp. 57 e ss.; Demaria, *op. cit.*, pp. 53 e ss..

ultimo caso si tratta per lo più di fondi di matrice anglosassone costituiti sotto forma di *limited liability partnership (LLP)* in cui i soci responsabili illimitatamente (*general partners*) sono le persone che curano la gestione del fondo, mentre i soci limitatamente responsabili (*limited partners*) sono rappresentati dagli investitori.

Di seguito viene riportato uno schema che sintetizza il rapporto tra la società di gestione, il fondo e gli investitori.



3.4 I fondi comuni d'investimento mobiliare chiusi di diritto italiano

La normativa italiana in materia di fondi comuni d'investimento mobiliare è stata oggetto di una radicale innovazione mediante l'introduzione del Testo Unico della Finanza nel 1998 (più brevemente il "TUF")⁶⁶. Le modifiche e le innovazioni apportate tramite il TUF hanno consentito di migliorare sensibilmente il quadro di riferimento e il contesto istituzionale, istituendo la figura delle società di gestione del risparmio (di seguito per brevità "SGR") attribuendo alle stesse ampia autonomia gestionale,

⁶⁶ Le principali fonti normative sono: D.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 (il TUF), il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio emanato dalla Banca d'Italia il 14 aprile 2005 (come successivamente modificato ed integrato) (il "Regolamento OICR"), e il Decreto del Ministero del Tesoro n. 228 del 24 maggio 1999 (il "DM 228").

assumendo il ruolo di centro decisionale, e di punto di raccordo dei rapporti economici e dei flussi finanziari relativi al fondo di riferimento.

Nell'ambito della normativa italiana di riferimento, la SGR può svolgere il servizio di gestione collettiva e di gestione individuale di portafogli di investimento solo in virtù di un'autorizzazione della Banca d'Italia, la quale concede l'autorizzazione sentita la Consob, rimanendo comunque soggetta alla regolazione della propria attività da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze. Attualmente, la normativa emanata dalla Banca d'Italia prevede che ai fini del rilascio dell'autorizzazione, le SGR debbano disporre di un ammontare di capitale sociale minimo iniziale, interamente versato, di almeno 1 milione di euro⁶⁷. Nel caso in cui il capitale sociale minimo iniziale comprenda anche conferimenti in natura, detti conferimenti non potranno comunque eccedere i sette decimi dell'ammontare complessivo del capitale. Ai fini dello svolgimento da parte delle SGR della propria attività è bene sottolineare che il relativo patrimonio di vigilanza (calcolato in base alle previsioni del Titolo I, Capitolo 2 della Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006) dovrà essere adeguato alla tipologia di prodotti nei quali investe e ai volumi finanziari gestiti.

In base alla normativa attualmente in vigore, le SGR possono svolgere sia l'attività di gestione collettiva del risparmio, ma anche fornire servizi di gestione di portafogli individuali per conto di terzi, costituire e gestire fondi pensionistici, e compiere tutte quelle attività ancillari, strumentali e connesse alle sopra citate attività principali. In tal senso, viene consentito alle SGR di svolgere anche attività di consulenza in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale, nonché di porsi quale *advisor* in operazione di *merger & acquisition*⁶⁸.

Al fine di meglio comprendere le modalità con le quali opera un fondo comune d'investimento mobiliare chiuso di diritto italiano, e di rappresentare con chiarezza il rapporto tra il fondo e la SGR, nel prosieguo del presente paragrafo si sintetizzano i vari passaggi necessari per la costituzione di una SGR e per il lancio del relativo fondo.

Come primo passo si deve procedere alla costituzione della SGR. Ai sensi della normativa attualmente in vigore, la SGR deve essere costituita nella forma della *società per azioni* (S.p.A.) e, come detto in precedenza, deve avere un capitale sociale minimo non inferiore ad Euro 1.000.000,00 (un milione/00). Una volta perfezionatasi, mediante l'iscrizione presso il registro delle imprese, la costituzione della SGR, si deve richiedere l'autorizzazione da parte della Banca d'Italia ai fini di consentire l'esercizio dell'attività

⁶⁷ Titolo II, Capitolo I, Sezione II del Regolamento OICR.

⁶⁸ Titolo II, Capitolo III del Regolamento OICR.

di gestione collettiva del risparmio⁶⁹. Tale passaggio avviene nell'arco di un periodo di tempo che normalmente è di 60 giorni, a condizione che non vi sia la richiesta da parte dell'autorità di vigilanza di ulteriore documentazione. Il successivo *step* nell'iter di costituzione di un fondo consiste nella fase di autorizzazione del regolamento di gestione del fondo, la cui durata è normalmente pari a 60 giorni⁷⁰. Tuttavia, la SGR può agevolare il procedimento di approvazione del regolamento di gestione del fondo chiuso attraverso il ricorso alla c.d. approvazione dei regolamenti in via generale. In particolare, sono approvati in via generale i regolamenti dei fondi comuni che differiscono dal regolamento di altri fondi già operativi istituiti dalla stessa SGR solo per gli aspetti relativi all'oggetto, per la politica d'investimento, e altre caratteristiche nonché regime delle spese, nell'intesa che risultino osservati i criteri generali e le norme stabilite per tali profili dalla Banca d'Italia. Tale possibilità è, in ogni caso, concessa solo alle SGR che abbiano già istituito un altro fondo comune d'investimento riservato ed il relativo regolamento di gestione appartenga ai c.d. schemi riconosciuti.

L'approvazione del regolamento costituisce un'attività preliminare fondamentale per la costituzione di un fondo, superata la quale la SGR può avviare la fase di *fund raising*. In realtà, vale la pena sottolineare che subito dopo l'ottenimento dell'autorizzazione da parte della Banca d'Italia, la SGR può avviare in via preliminare la fase di raccolta, ponendo in essere un'attività di c.d. *pre – fund raising*. Tale attività riveste un ruolo importante per il successivo sviluppo della fase di raccolta dei fondi vera e propria; infatti, in tale fase preliminare vengono contattati i potenziali sottoscrittori che presentano un'elevata reputazione, fattore che contribuisce a dare un maggior valore, in termini di *marketing*, alla costituzione del fondo.

Per quanto concerne la vera e propria attività di *fund-raising*, il regolamento definisce le modalità di sottoscrizione delle quote e indica⁷¹: (i) la decorrenza e la durata del periodo di sottoscrizione della prima emissione e, ove possibile, di quelle successive, nonché le modalità e i termini entro i quali devono essere effettuati i versamenti relativi alle quote sottoscritte (richiamo degli impegni); (ii) l'ammontare minimo di ogni singola sottoscrizione; (iii) quali mezzi di pagamento possono essere utilizzati per il versamento degli impegni; e (iv) l'ammontare minimo di raccolta e, nel caso in cui le sottoscrizioni siano rispettivamente inferiori o superiori a tale obiettivo, le modalità per il ridimensionamento o per l'aumento del patrimonio ovvero per procedere al riparto tra i sottoscrittori. Peraltro, è bene sottolineare che per i fondi comuni d'investimento mobiliare chiusi che investono in partecipazioni in imprese non quotate su un mercato regolamentato, il valore minimo di ciascuna sottoscrizione di quote non può essere inferiore a

⁶⁹ Titolo II, Capitolo I, Sezione VI del Regolamento OICR.

⁷⁰ Titolo V, Capitolo II, Sezione III del Regolamento OICR.

⁷¹ Titolo V, Capitolo I, Sezione II del Regolamento OICR.

Euro 50.000,00 (cinquantamila/00)⁷². La raccolta dei fondi, come detto, può avvenire a seconda di quanto previsto nel regolamento del fondo con una o più emissioni, ed in ogni caso deve concludersi entro 24 mesi dalla data di approvazione del regolamento da parte della Banca d'Italia⁷³. Nel caso in cui non sia stato raggiunto l'obiettivo di raccolta, la SGR può ridimensionare il fondo senza che sia necessaria alcuna autorizzazione; allo stesso modo vi è la possibilità di aumentare il patrimonio qualora le sottoscrizioni ricevute siano superiori all'offerta⁷⁴.

Vale la pena menzionare la circostanza che il fondo potrà essere promosso da una SGR diversa dalla SGR che ne cura la gestione. In tal caso, il testo regolamentare individua le funzioni attribuite a ciascuno dei due soggetti. Inoltre specifica⁷⁵:

- il soggetto presso il quale vanno inoltrate le domande di sottoscrizione e rimborso delle quote;
- il soggetto che cura i rapporti con i partecipanti;
- il soggetto che provvede a tenere a disposizione del pubblico presso la propria sede il rendiconto del fondo e i prospetti periodici; e
- il soggetto che esercita i diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari in cui è investito il fondo.

Una volta portata a termine la fase di raccolta di fondi, la SGR avrà a disposizione i fondi necessari per poter avviare la propria attività d'investimento. Al fine di favorire una piena separazione tra il patrimonio del fondo e la SGR, la normativa primaria e quella secondaria prevedono che le risorse finanziarie del fondo vengano depositate presso una banca depositaria terza. Per preservare l'indipendenza e l'autonomia della banca depositaria, secondo quanto previsto dall'art. 36, comma 4, del TUF, la SGR non può conferire l'incarico di depositaria qualora il presidente dell'organo con funzione di supervisione strategica, i membri dell'organo con funzione di gestione, il direttore generale o i membri del comitato di gestione della SGR svolgano una delle seguenti funzioni presso la banca che intende assumere l'incarico: (i) presidente dell'organo con funzione di supervisione strategica, membro dell'organo con funzione di gestione, direttore generale; e (ii) dirigente responsabile - anche se appartenente a una struttura intermedia dell'organigramma aziendale - delle strutture organizzative della banca che svolgono funzioni di banca depositaria. La convenzione di conferimento dell'incarico di banca depositaria disciplina tutti i rapporti

⁷² Art. 12 del DM 228.

⁷³ Art. 14, comma 2, del DM 228.

⁷⁴ Art. 14, commi 3 e 4, del DM 228.

⁷⁵ Titolo V, Capitolo I, Sezione II del Regolamento OICR.

reciproci tra il gestore e la banca, ed indica, tra le altre cose, le modalità con cui la banca depositaria viene interessata in occasione delle transazioni riguardanti i beni oggetto dell'investimento del fondo.

Come detto, conclusasi la fase di raccolta dei fondi, si potrà procedere all'attività d'investimento vera e propria. A tal fine, l'attuale normativa, sebbene garantisca una autonomia e flessibilità alla SGR in tema di politiche di investimento ed investimenti effettivamente posti in essere, prevede una serie di divieti a carattere generale, volti ad evitare operazioni di tipo speculativo e in conflitto di interessi. In tal senso, al fondo non è consentito⁷⁶:

- (a) vendere allo scoperto strumenti finanziari;
- (b) investire in strumenti finanziari emessi dalla SGR che ha istituito o che gestisce il fondo; e
- (c) investire in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SGR, o da una società del gruppo, né cedere tali beni direttamente o indirettamente ai medesimi soggetti. Il patrimonio del fondo non può essere altresì investito in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti ceduti da soci della società di gestione, o da soggetti appartenenti al loro gruppo, in misura superiore al 3% del valore del fondo.

La normativa, altresì, determina i limiti alla concentrazione dei rischi. In tal senso la regola generale è che il patrimonio del fondo chiuso non possa essere investito in strumenti finanziari non quotati di uno stesso emittente per un valore superiore al 20% del totale dell'attivo patrimoniale⁷⁷. I fondi riservati ad investitori qualificati⁷⁸ possono adottare nel regolamento di gestione limiti diversi da quelli previsti dalla regolamentazione generale per i fondi chiusi⁷⁹.

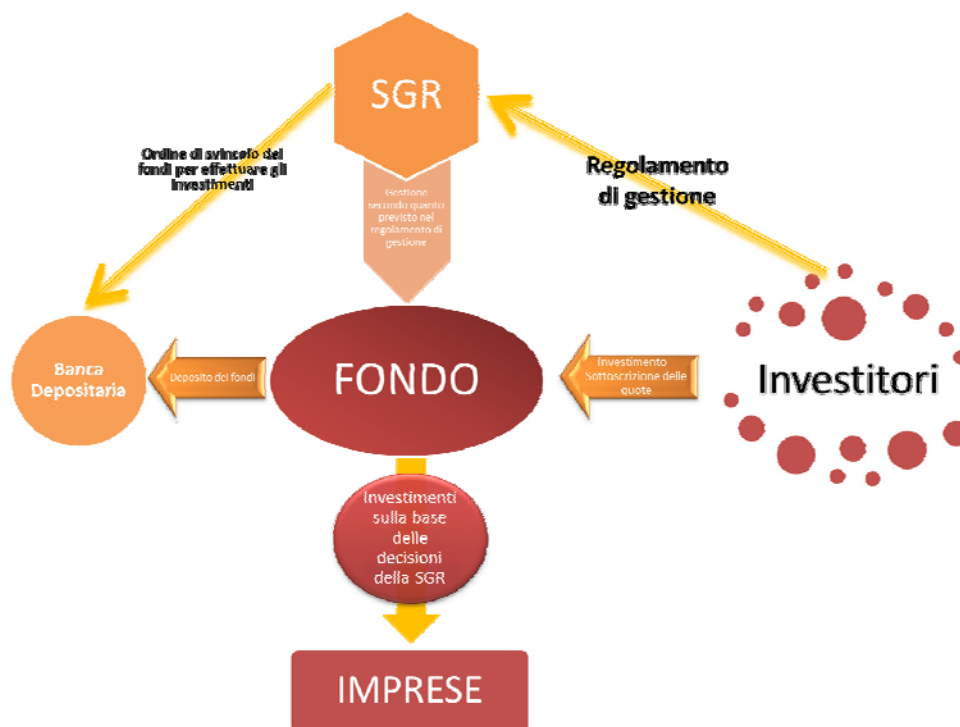
⁷⁶ Titolo V, Capitolo III, Sezione V del Regolamento OICR.

⁷⁷ Titolo V, Capitolo III, Sezione V del Regolamento OICR. Il Regolamento OICR prevede inoltre che si applichino le disposizioni dettate nel Titolo V, Capitolo III, Sezione II, paragrafi 3.1, 3.2, 3.3 e 3.4 del Regolamento OICR. Elevando il limite di cui al paragrafo 3.1 lett. a) è elevato al 15%. Il limite complessivo previsto dal paragrafo 3.4, primo comma, è elevato al 30% del totale delle attività del fondo nel caso in cui il gruppo non sia quello di appartenenza della SGR.

⁷⁸ Ai sensi dell'Art. 1, lett. h) del DM 228, per "investitori qualificati" si intende: (a) le imprese di investimento, le banche, gli agenti di cambio, le società di gestione del risparmio (SGR), le società di investimento a capitale variabile (SICAV), i fondi pensione, le imprese di assicurazione, le società finanziarie capogruppo di gruppi bancari e i soggetti iscritti negli elenchi previsti dagli artt. 106, 107 e 113 del Testo Unico Bancario; (b) i soggetti esteri autorizzati a svolgere, in forza della normativa in vigore nel proprio Paese di origine, le medesime attività svolte dai soggetti di cui al precedente alinea; (c) le fondazioni bancarie; e (d) le persone fisiche e giuridiche e gli altri enti in

La fase d'investimento viene svolta in armonia con quanto previsto dal regolamento di gestione e si conclude con la dismissione delle partecipazioni nelle imprese nelle quali ha investito. Una volta conclusa la fase di dismissione degli investimenti, che normalmente deve avvenire nei termini fissati dal regolamento di gestione del fondo, il fondo viene liquidato e le quote rimborsate ai sottoscrittori. Il regolamento del fondo potrà prevedere i casi in cui è possibile una proroga del termine di durata del fondo non superiore a tre anni per il completamento dello smobilizzo degli investimenti. Nel caso in cui ci si volesse avvalere di tale proroga, la SGR comunica l'effettuazione della proroga alla Banca d'Italia e alla Consob, specificando le motivazioni poste a supporto della relativa decisione⁸⁰.

Di seguito viene riportato un breve schema che sintetizza i rapporti che intercorrono tra fondo, SGR, banca depositaria, e investitori.



possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante della persona giuridica o dell'ente.

⁷⁹ Titolo V, Capitolo III, Sezione VI del Regolamento OICR.

⁸⁰ Art. 14, comma 6, del DM 228.

CAPITOLO 4

Investimento

4.1 Il processo di investimento

Nel precedente capitolo si è ricostruita la fase di raccolta dei fondi, attraverso la quale il *venture capitalist* raccoglie le risorse finanziarie che verranno utilizzate per investire. Nella fase di investimento l'operatore di *venture capital* individua le iniziative imprenditoriali da finanziare, struttura l'operazione di investimento ed, infine, implementa la strategia di investimento. Le operazioni di investimento possono tra loro differire in modo sostanziale. In tal senso, non si può negare che vi siano numerose differenze tra un'operazione in cui il *venture capitalist* acquisti una partecipazione di maggioranza, ed una transazione nella quale l'operatore acquista solamente una partecipazione di minoranza. Tuttavia, come sostenuto dalla dottrina gius-economica⁸¹, si possono individuare le seguenti fasi comuni a tutte le forme di investimento:

- *Individuazione dell'impresa target*: tale attività si sostanzia nella identificazione delle opportunità di investimento e nella scelta dell'iniziativa imprenditoriale nella quale investire. Nei mercati finanziari anglosassoni le opportunità di investimento vengono proposte direttamente ai *venture capitalist* in forme più o meno strutturate, in quanto sono gli stessi imprenditori e/o *managers* a ricercare un partner finanziario. In mercati meno sviluppati, come quello italiano, il *venture capitalist* deve porre in essere una vera e propria attività di *scouting* delle iniziative imprenditoriali interessanti e di *marketing* della propria attività presso gli investitori. In tali casi, l'operatore dovrà, attraverso la sua rete di contatti anche informali con altri professionisti, manager, associazioni di imprese, centri di ricerca e banche, individuare la potenziale impresa *target*.
- *Valutazione del profilo imprenditoriale*: individuata l'opportunità di investimento, l'operatore di *venture capital* valuta in modo approfondito il profilo dell'impresa e dell'imprenditore che vuole finanziare. In tal senso, si accerterà la bontà dell'iniziativa imprenditoriale, la competenza,

⁸¹ Bartlett, *Fundamentals of venture capital*, Madison Books, New York, USA, 2000; Cimino, *Come e perché investire in private equity*, Amministrazione & Finanza Oro, n. 6, 2003; Bierman, *Private Equity*, New Jersey, USA, 2003; Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, pp. 189 e ss.; Lake, *op. cit.*, UK, 2000; Caselli, *op. cit.*, pp. 131 e ss..

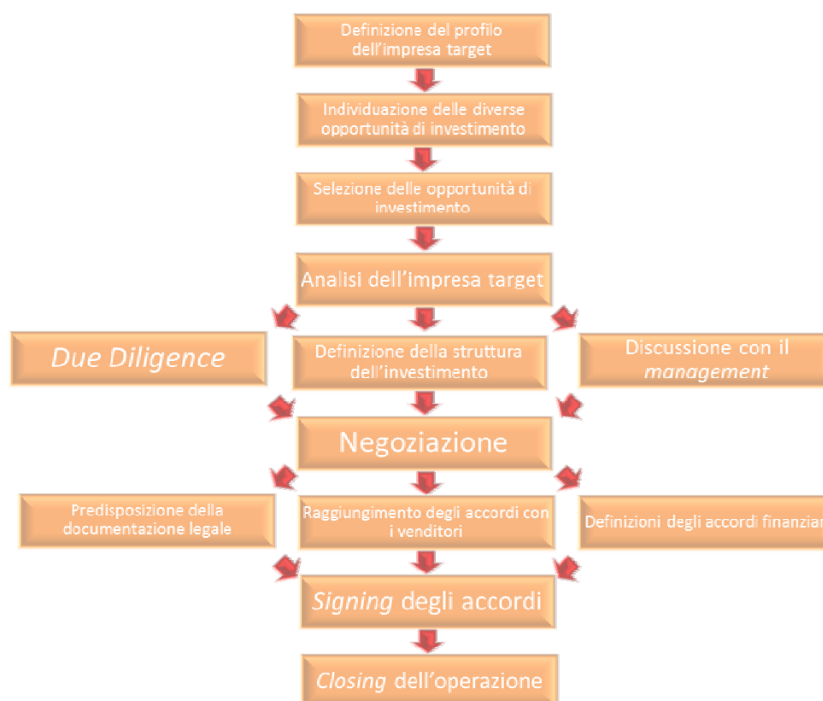
l'esperienza e la reputazione dell'imprenditore che propone o cui viene proposta l'operazione di investimento.

- *Due diligence e definizione della struttura dell'operazione:* in questa fase particolarmente delicata, il *venture capitalist* analizza gli aspetti legali, fiscali, contabili dell'impresa, e conduce una valutazione approfondita del mercato attuale e potenziale dell'impresa, il relativo potenziale tecnico e la possibile crescita del valore. In tale momento, l'operatore inizia a determinare anche le possibili *exit strategies*. Qualora all'esito di tali indagini, il *venture capitalist* decida di porre in essere l'investimento, si procederà alla definizione della struttura dell'investimento (e.g. *asset deal*, compravendita di partecipazioni, *joint venture*, sottoscrizione di aumenti di capitale, creazione di una *newco* per l'acquisto delle partecipazioni e successiva fusione).
- *Trattativa e definizione del prezzo:* ad esito delle fasi sopra indicate, il *venture capitalist* ed i titolari dell'impresa negoziano l'operazione. In tal senso elemento centrale è ovviamente la definizione del prezzo, tuttavia, molto rilevanti sono anche gli ulteriori termini negoziali, quali le modalità di pagamento del prezzo e l'eventuale previsione di un meccanismo di *earn-out*⁸², ovvero le dichiarazioni e garanzie (*representations and warranties*) rilasciate dal venditore sull'impresa⁸³.

Di seguito viene riportata uno schema che delinea le diverse fasi del processo di investimento tipico delle operazioni di *venture capital*.

⁸² L'*earn out* è uno strumento contrattuale che consente di ridurre il rischio connesso all'acquisto di un'impresa. In sostanza, si tratta di un sistema di "pagamento in più *tranche*" che nasce in considerazione della difficoltà di valutare le *performance* future delle società oggetto di investimenti. In tal modo le incertezze sul futuro di una società o sulla sua integrazione con quella dell'acquirente, vengono ridotte attraverso un meccanismo che prevede un pagamento di una parte fissa del prezzo e il pagamento eventuale di una porzione variabile del prezzo subordinatamente a determinate condizioni. La parte fissa del pagamento per la società acquisita è corrisposta al perfezionamento dell'acquisizione (al cosiddetto *closing* dell'operazione). La parte variabile è eventualmente versata al termine di un determinato periodo di tempo in ragione delle performance ottenute dalla società acquisita in un dato periodo prestabilito.

⁸³ Nelle operazioni di compravendita di azioni è usuale che il venditore offra delle garanzie espresse a favore dell'acquirente (concernenti non solo la partecipazione compravenduta in sé e per sé considerata, ma anche - e soprattutto - le caratteristiche sostanziali della società sottostante). La prassi evidenzia che nei contratti di acquisizione vi sono differenti set di dichiarazioni e garanzie che variano caso per caso. Rilevante è anche il livello di necessità, più o meno stringente, per una parte piuttosto che per l'altra di concludere velocemente il contratto: chi desidera giungere presto al perfezionamento dell'operazione tende a dare meno peso alle clausole di garanzia, le quali operano solo eventualmente. Talvolta le clausole concernenti le garanzie sono scritte in modo particolarmente analitico: si tratta della tecnica contrattuale prediletta nei paesi anglosassoni, dove i contratti si caratterizzano per essere particolarmente dettagliati.



4.2 L'individuazione delle opportunità di investimento

L'attività di investimento ha quale suo antecedente logico necessario l'individuazione delle opportunità di investimento. Tale procedimento costituisce evidentemente una delle fasi di maggiore importanza per lo sviluppo dell'attività e del programma di investimento del *venture capitalist*. Al fine di individuare la migliore opportunità di investimento, l'operatore di *venture capital* deve necessariamente individuare una rosa ampia di opportunità da valutare ed analizzare, al fine di determinare quella che meglio si allinea con il programma di investimenti da porsi in essere. In termini diacronici l'attività di investimento del *venture capitalist* dovrebbe tendere, infatti, ad avere un crescente flusso di opportunità nelle quali investire. La creazione di un costante flusso di opportunità di investimento non è obiettivo semplice da raggiungere e, in ogni caso, risulta condizionato da (i) le caratteristiche del *venture capitalist*, (ii) l'area geografica nella quale opera il *venture capitalist*, e (iii) la tipologia di investimenti che si intende porre in essere.

Le reputazione del *venture capitalist* e la relativa esperienza maturata nello specifico mercato nel quale si intende investire sono elementi essenziali che influenzano la possibilità e la capacità di generare un costante flusso di opportunità di investimento. Come detto precedentemente, la reputazione del *venture capitalist* è essenzialmente legata alla quantità e alla qualità delle operazioni effettuate nello specifico mercato: questa costituisce un elemento di sicura importanza per segnalare agli imprenditori interessati ad

individuare un finanziatore di capitale di rischio, le proprie capacità di gestione e di creare valore per le imprese nelle quali si investe. Al fine di proporsi agli imprenditori il *venture capitalist* si avvale dei tradizionali canali di *marketing* quali riviste, giornali, pubblicazioni, conferenze, partecipazioni ad associazioni di categoria. Non è, infatti, raro che tutti i maggiori operatori di *venture capital* sia in Italia che in altri paesi utilizzino tali strumenti di promozione e divulgazione. Tuttavia, è altrettanto decisivo che la reputazione dell'operatore venga riconosciuta dal mercato nel quale questi opera. Non sono, infatti, pochi i casi in cui gli operatori che, nonostante siano noti nei rispettivi mercati, in altre nazioni sono scarsamente conosciuti e la loro reputazione è inferiore a quella di altri operatori che operano a livello domestico che, seppure dimensionalmente meno importanti, sono a livello locale molto più noti e meglio conosciuti.

Una seconda importante variabile da tenere in considerazione per la creazione di un costante flusso di investimenti è data dalle caratteristiche del mercato geografico nel quale si intende operare, con particolare riferimento alle specificità del mercato economico e degli operatori economici, nonché degli imprenditori⁸⁴. In alcuni mercati, come quello anglosassone, le operazioni di *venture capital* vengono promosse da professionisti specializzati nel settore delle *M&A*, i quali hanno la funzione di supportare gli imprenditori nella predisposizione del *business plan*, nella valutazione delle imprese e nel processo di vendita (spesso utilizzando meccanismi di asta competitiva). Di converso, in mercati meno evoluti, come quello italiano, il venditore (spesso il fondatore) si affida a professionisti di loro fiducia (e.g. commercialisti) che non hanno esperienza nell'ambito di operazioni di *M&A*, e l'operazione viene gestita privatamente con contatti limitati e concordati *vis à vis* con la proprietà e spesso senza la predisposizione di materiale informativo di base o di un adeguato *business plan* da sottoporre al *venture capitalist*. La negoziazione, in tal caso, avviene direttamente tra l'operatore di *venture capital* ed i titolari dell'impresa, con l'intermediazione solo di alcuni professionisti (e.g. avvocati).

Il terzo elemento di cui si deve tener conto nella strutturazione di un idoneo meccanismo di identificazione delle opportunità di investimento è la tipologia di investimenti che l'operatore intende porre in essere. Il *venture capitalist*, dirigendo la propria attività di investimento verso imprese che si trovano nelle fasi iniziali del relativo ciclo di *business* e che operano in particolari settori⁸⁵, tipicamente

⁸⁴ Gupta, Sapienza, *Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments*, Journal of Business Venturing, 1992, pp. 347 e ss.; Bengtsson, Ravid, *The importance of geographical location and distance on venture capital contracts*, disponibile su papers.ssrn.com; Caselli, *op. cit.*, p. 131.

⁸⁵ Norton, Tenenbaum, *Specialization versus diversification as a venture capital investment strategy*, Journal of Business Venturing, 1993, pp. 431 e ss.; Gompers, Kovner, Lerner, *Specialization and success: evidence from venture capital*, Journal of Economics & Management Strategies, 2009, pp. 817 e ss.; Dixon, *Venture Capitalists*

quelli delle alte tecnologie, delle telecomunicazioni, o delle biotecnologie, dovrà focalizzarsi nella ricerca di opportunità di investimento nei luoghi e nei contesti in cui tali opportunità si generano: università, centri di ricerca, associazioni di settore, esperti e consulenti altamente specializzati.

Una volta conclusasi la fase di individuazione delle opportunità di investimento, il *venture capitalist* procederà ad effettuare una valutazione delle opportunità che gli vengono presentate e a selezionare quella che risulta più vantaggiosa anche in considerazione delle politiche di investimento.

4.3 Scelta dell'impresa nella quale investire

La scelta dell'impresa da parte dell'operatore di *venture capital* risulta un procedimento complesso, in quanto sussiste un'asimmetria informativa, dovuta principalmente alla carenza di informazioni relative alle imprese prese in considerazione dal *venture capitalist*. La prima fase di valutazione è, di fatto, una fase preliminare nella quale l'operatore definisce dei criteri generali di selezione in base ai quali condurre una prima selezione delle opzioni di investimento più interessanti. Tale primo *screening* è essenzialmente basato su fattori connessi all'orientamento strategico degli investitori, quali, a titolo esemplificativo, la localizzazione geografica, il settore nel quale opera l'impresa, e il tipo di prodotto (la tecnologia usata, i marchi, ed i vantaggi competitivi a questi connessi). Gran parte delle iniziali opzioni di investimento vengono escluse tramite questa prima fase di valutazione. Le rimanenti opportunità di investimento vengono valutate con attenzione e in grande dettaglio analizzando (i) il mercato di riferimento e le tendenze dello stesso, (ii) i risultati economico/finanziari attesi, e (iii) l'ammontare dei finanziamenti richiesti.

Lo strumento principale ed indispensabile che consente al *venture capitalist* di condurre una proficua attività di analisi sulle opportunità di investimento è il *business plan* o piano industriale⁸⁶. Il *business plan* è il documento di pianificazione strategica che definisce (a) le intenzioni dell'imprenditore e del management in termini di strategie competitive dell'impresa, (b) le azioni che saranno realizzate per il conseguimento degli obiettivi, (c) l'evoluzione degli strumenti che consentono il raggiungimento di vantaggi competitivi e contribuiscono alla creazione di valore, e (d) i risultati attesi. Tale strumento riveste un ruolo centrale nell'ambito delle imprese in quanto consente al management e all'imprenditore di dare forma ai propri programmi di sviluppo. Nell'ambito degli investimenti di *venture capital* il

and the appraisal of investments, Omega, 1991, pp. 333 e ss.; Caselli, *op. cit.*, p. 133, Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, 192.

⁸⁶ Sull'importanza del *business plan* nel processo di investimento si veda: Hall, Hofer, *Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation*, Journal of Business Venturing, 1993, pp. 25 e ss.; Mason, Stark, *What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels*, International Small Business Journal, 2004, pp. 227 e ss..

destinatario del *business plan* è ovviamente il *venture capitalist*, il quale dovrà valutarlo al fine di verificare se l'idea imprenditoriale, in generale, e l'impresa, più in particolare, presentino potenzialità e caratteristiche tali da poter essere oggetto dell'investimento. In tal senso, è bene notare che spesso l'imprenditore non intavola immediatamente incontri formali con l'investitore; piuttosto, vi sono una serie di incontri informali al fine di verificare la fattibilità per ambo le parti dell'investimento. Il primo contatto con l'investitore avviene senza aver predisposto un *business plan* dettagliato e approfondito, ma spesso l'incontro viene accompagnato dalla consegna di un documento preliminare che riassume i punti principali di quello che sarà il *business plan* definitivo. In questa prima fase, infatti, il potenziale investitore non è tanto interessato a comprendere nei particolari le caratteristiche del prodotto e/o le prospettive di mercato, quanto invece ad accertare l'affidabilità dell'imprenditore e la bontà dell'iniziativa imprenditoriale. In tale documento preliminare vengono delineati: (i) il progetto, specificando in cosa consiste la *business idea*; (ii) la fattibilità del progetto in considerazione dell'ambiente esterno (analisi sul prodotto e sul potenziale mercato di sbocco); (iii) la fattibilità del progetto in relazione a fattori endogeni (valutazione delle risorse economiche ed umane necessarie); e (iv) l'entità del supporto finanziario necessario.

Presentato tale progetto preliminare, l'investitore lo analizza e lo compara con altre opportunità di investimento sottoposte alla propria attenzione. Qualora il progetto venga scelto, il *venture capitalist* avvia con i titolari dell'impresa selezionata contatti ufficiali, invitandoli da un lato a porre in essere un *business plan* più completo e, dall'altro, iniziando la fase di valutazione del *business plan* completo, del profilo manageriale, e più in generale la fase di *due diligence*.

4.4 La fase di valutazione dell'impresa – *Due diligence*

Una volta che il *venture capitalist* ha individuato l'impresa nella quale è potenzialmente interessato ad investire, si avvia una fase di analisi della stessa. Tale attività risulta necessaria e fondamentale al fine di maturare un pieno e *duly informed* convincimento circa l'opportunità di concludere l'operazione⁸⁷.

Il primo elemento su cui si baserà l'analisi è, come sottolineato in precedenza, il *business plan* che verrà redatto ai fini dell'investimento nel capitale di rischio. Il documento che viene predisposto dall'imprenditore fornirà informazioni sul *management*, sulle caratteristiche del prodotto, sulle sue

⁸⁷ Sull'importanza e sul ruolo che svolge la *Due diligence* si veda: Camp, *Venture Capital Due Diligence: a guide to making smart investment choices*, UK, 2002, Cumming, *Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from Venture Capital*, Entrepreneurship Theory and Practice, 2006, pp. 155 e ss.; Bainbridge, *Merger and Acquisitions*, USA, pp. 74 e ss.; Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, pp. 254 e ss.

prospettive di performance sul mercato e sulle varie azioni che dovranno essere implementate al fine di consentire il raggiungimento degli obiettivi. In tal senso, il *business plan*⁸⁸ conterrà i seguenti elementi:

- (a) indicazione degli obiettivi dell'azienda, il relativo profilo e le proprie caratteristiche. Si tratta, in sostanza, di una specificazione degli elementi fondamentali necessari per conoscere l'impresa (e.g. forma giuridica, dimensione della società, fatturato, risultati economici, natura del *business*, entità dei finanziamenti necessari per lo sviluppo della società);
- (b) specificazione delle caratteristiche del prodotto/servizio. In tale sezione del *business plan* vengono descritte le peculiarità del prodotto/servizio che viene offerto dall'impresa, evidenziando, in particolare, le novità intrinseche dello stesso ed i relativi dettagli tecnici;
- (c) analisi del mercato di riferimento. Il *business plan* prosegue con la descrizione del mercato di riferimento nel quale l'impresa si ripropone di operare. Il mercato viene descritto prima di tutto in termini "macroeconomici", definendo la dimensione globale del mercato in cui il prodotto verrà venduto, sia entro i confini nazionali che all'estero, ed il potenziale tasso di crescita. Successivamente il mercato verrà analizzato anche a livello microeconomico, indicando il destinatario tipo del prodotto/servizio, le modalità di distribuzione e di vendita. Tale sezione del *business plan* si chiude con l'indicazione delle forze competitive secondo il modello di Porter⁸⁹;
- (d) descrizione degli aspetti produttivi. In questa parte del *business plan* vengono enunciate le modalità attraverso le quali il prodotto/servizio verrà realizzato, indicando le fonti di approvvigionamento delle materie prime e le fasi di lavorazione del prodotto o di predisposizione del servizio in funzione dei diversi livelli di output. Inoltre, andranno indicate anche considerazioni quantitative e qualitative inerenti la flessibilità del processo produttivo al variare della domanda, il rapporto tra capitale e lavoro utilizzato e le competenze specifiche richieste per la produzione;
- (e) indicazione dei piani operativi e dei dati economico/finanziari. In tale sezione andranno indicate in dettaglio le varie azioni, a livello operativo, che discendono dalle considerazioni e dalle assunzioni fatte in precedenza: traducendosi in piani inerenti la produzione e la commercializzazione del prodotto, indicando altresì i relativi dati, tempi ed costi;

⁸⁸ In tema di *business plan* si vedano: Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, pp. 205 e ss.; Mancuso, *How to write a business plan*, Prentice Hall, USA, 1985; Siegel, *Come si prepara un business plan*, Milano, 1996.

⁸⁹ Il modello di Porter, detto anche *modello delle cinque forze competitive*, spiega la posizione dell'impresa in un determinato settore. Obiettivo del modello è quello di individuare ed analizzare le forze che incidono sulla redditività delle imprese. Secondo tale modello, esistono cinque forze che determinano la struttura del settore influenzandone la redditività. In particolare, le cinque forze sono: (i) i concorrenti diretti; (ii) i fornitori; (iii) i clienti; (iv) i concorrenti potenziali; e (v) i produttori di beni sostitutivi.

- (f) specificazione della struttura finanziaria. Il *business plan* conterrà anche un dettaglio delle modalità attraverso le quali l'impresa intende finanziare la propria espansione. In tal senso andrà indicato lo specifico rapporto tra debito e capitale di rischio, il livello di indebitamento sostenibile e i prospettati flussi di cassa. Una rappresentazione chiara e veritiera della struttura finanziaria dell'impresa consente all'investitore stesso di determinare il rapporto debito/equity più efficiente per effettuare il proprio investimento e di verificare la effettiva redditività dell'investimento;
- (g) descrizione del management e della struttura operativa. In tale sezione verrà data indicazione dei soggetti che compongono la struttura di vertice dell'impresa indicando, per ciascuno, le competenze ed il ruolo rivestito all'interno dell'impresa; e
- (h) indicazione delle possibili strategie di disinvestimento. Sempre più spesso il *business plan* che viene presentato all'investitore contiene in modo dettagliato e sistematico anche le possibili *way out* a disposizione dell'investitore, simulandone gli effetti in relazione alle varie strategie di uscita previste, e fornendo all'investitore una ragionevole previsione di quelli che saranno i ritorni (se gli obiettivi previsti verranno conseguiti a tempo debito).

Redatto il *business plan*, questo verrà valutato dall'operatore di *venture capital* il quale ne analizzerà i contenuti per assumere una decisione circa l'opportunità di effettuare o meno l'investimento. Tale analisi sarà destinata a verificare i seguenti requisiti:

- (i) sostenibilità finanziaria. Un elemento di fondamentale importanza è la sostenibilità del piano in relazione alla quantità ed al tipo di risorse finanziarie che l'impresa ha a disposizione per fronteggiare il proprio fabbisogno;
- (ii) coerenza. Il piano deve essere coerente in tutte le sue componenti e deve essere finalizzato al perseguimento di una strategia ben individuata. In tal senso le scelte strategiche devono riflettersi in azioni che devono trovare riscontro nell'andamento dei dati prospettici. Pertanto, un piano industriale sarà coerente nella misura in cui esista un nesso tra le intenzioni strategiche, il piano d'azione, le ipotesi poste a fondamento delle proiezioni economico-finanziarie e i dati finanziari. L'altro aspetto che deve essere valutato riguarda la realizzabilità, cioè la rispondenza delle azioni pianificate con la tempistica proposta e con le risorse umane attuali e prospettiche di cui l'impresa dispone e che si procurerà;
- (iii) attendibilità. Il *business plan* potrà definirsi attendibile se formulato sulla base di ipotesi realistiche e giustificabili e se riporta risultati attesi conseguibili. L'attendibilità andrà valutata in relazione ai seguenti aspetti:

- (A) compatibilità con le condizioni del contesto competitivo;
- (B) confrontabilità con i risultati storici (se presenti);
- (C) possibilità di vedere il formarsi dei dati preventivati; e
- (D) analisi del diverso atteggiarsi del *business plan* a seconda dei diversi scenari che potranno verificarsi.

Contemporaneamente alla valutazione ed all'analisi del *business plan*, il *venture capitalist* conduce con l'ausilio dei propri consulenti una *due diligence* volta ad acquisire informazioni sull'impresa e verificare quanto affermato dall'imprenditore. Il ruolo della *due diligence* è quello di ridurre le asimmetrie informative tra l'operatore di *venture capital* e il venditore in relazione all'impresa *target*. Lo scopo ultimo, pertanto, è quello di agevolare l'assunzione di decisioni informate circa l'opportunità e le modalità di acquisizione in relazione ad aree critiche e punti di forza dell'impresa *target* al fine di comprendere meglio le potenzialità dell'operazione e fornire gli elementi di base della valutazione e della negoziazione. La *due diligence* riguarda molteplici aspetti del business oggetto di vendita, ed in particolare, si traduce in un insieme di analisi specialistiche:

- (1) *Due diligence finanziaria*: si sostanzia in una valutazione storica e prospettica dei risultati economico/finanziari dell'impresa finanziaria;
- (2) *Due diligence legale*: con tale attività vengono esaminati tutti gli aspetti legali (*i.e.* contratti in essere, documentazione societaria, e controversie pendenti e/o minacciate) dell'impresa *target*. Tale indagine è funzionale alla predisposizione del contratto di acquisizione e delle relative dichiarazioni e garanzie e degli obblighi di indennizzo;
- (3) *Due diligence fiscale*: consiste nell'analisi del profilo fiscale dell'impresa (in termini di conformità alla disciplina fiscale vigente e di adempimento dei relativi obblighi fiscali) sia ai fini della negoziazione del contratto di acquisizione, sia ai fini dell'ottimizzazione della struttura fiscale dell'impresa nel periodo post acquisizione;
- (4) *Due diligence commerciale*: valutazione ed analisi della posizione competitiva dell'impresa *target* attraverso una valutazione del mercato di riferimento, dei concorrenti e del prodotto;
- (5) *Due diligence ambientale*: analisi del rispetto della normativa ambientale da parte dell'impresa *target* e valutazione dei potenziali rischi e delle passività che potrebbero derivare dalle violazioni della normativa in vigore;

- (6) *Due diligence operativa*: studio dei processi interni e del funzionamento dell'organizzazione dell'impresa *target*. Tale attività consente di valutare l'esistenza di criticità e inefficienze all'intero dell'impresa, la cui eliminazione consente un incremento della redditività dell'impresa stessa, anche in virtù della riduzione dei costi di transazione;
- (7) *Due diligence employment*: analisi dei profili relativi alle risorse umano, identificazione del personale chiave e dei contratti di lavoro applicati dall'impresa *target*; e
- (8) *Due diligence assicurativa*: valutazione delle coperture assicurativa in essere ed individuazione delle coperture mancanti.

Parallelamente allo svolgimento del processo di *Due diligence*, il *venture capitalist* procede ad una valutazione del profilo imprenditoriale e manageriale dell'impresa. Tale analisi include uno studio dell'imprenditore e del *management* nella cui impresa il *venture capitalist* intende investire. Per l'investitore è importante, infatti, condividere la gestione con un imprenditore che abbia una chiara visione dello sviluppo della propria impresa. In tal senso, l'imprenditore ideale per un operatore di capitale di rischio è quello che intende perseguire obiettivi di sviluppo dell'impresa. Si tratta di obiettivi impegnativi, ma allo stesso tempo realistici e coordinati con il *business plan* ed allineati con quelli del *venture capitalist*. Una scarsa fiducia reciproca, infatti, blocca sul nascere ogni possibile rapporto ed è fondamentale che tale fiducia riguardi anche il *management* dell'impresa stessa. Spesso, nelle *start up* il *management* non è costituito altri che da i fondatori dell'impresa stessa, i quali, se pur ideatori del prodotto o servizio, hanno poche o comunque limitate conoscenze delle competenze manageriali e gestionali. Tale analisi consentirà all'investitore di individuare i margini di miglioramento e dove intervenire per massimizzare la redditività dell'impresa. In tal senso, al fine di compiere una piena valutazione dell'investimento e per avviare una proficua collaborazione con l'imprenditore ed il *management*, è fondamentale che gli obiettivi del *management* e dell'imprenditore, da un lato, e del *venture capitalist*, dall'altro, siano discussi ed esplicitati sin dai primi contatti.

Sulla base degli elementi raccolti nella fase di *due diligence*, e a seguito dell'indagine sul *business plan* e sulla valutazione del profilo imprenditoriale, il *venture capitalist* decide se e a quali condizioni porre in essere l'investimento. L'elemento più importante che l'analisi permette all'operatore di *venture capital* di determinare è sicuramente il prezzo di acquisizione delle partecipazioni nell'impresa *target*. Nel successivo paragrafo si analizzeranno brevemente i metodi di determinazione del prezzo che vengono più comunemente utilizzati nelle operazioni di *venture capital*.

4.5 Determinazione del prezzo - Criteri

L'attività di analisi e studio dell'impresa *target*, che si pone in essere mediante le attività di *due diligence* sopra illustrate, sono finalizzate alla decisione di realizzare o meno l'investimento e alla determinazione del prezzo che il *venture capitalist* è disposto a pagare per acquisire le partecipazioni nella società *target*. La determinazione del prezzo costituisce, pertanto, un elemento centrale del processo di negoziazione dell'investimento e un momento delicato delle trattative, in cui si cerca di mettere in relazione il valore attuale e quello prospettico dell'impresa, al fine di definire un prezzo effettivo per l'acquisizione che faccia incontrare le diverse esigenze dell'investitore e del venditore. Nella definizione del prezzo assume un ruolo decisivo la teoria della valutazione delle aziende⁹⁰. Tale teoria ha sempre evidenziato che valore e prezzo, seppur strettamente ed in linea teorica correlati, sono influenzati e determinati da fattori differenti e, pertanto, spesso non risultano coincidenti. In estrema sintesi, volendo tralasciare approfondimenti e dibattiti ancora in corso, il valore di un'impresa viene generalmente ricondotto al valore che, in condizioni di mercato normali, può essere considerato congruo per il capitale di un'azienda, trascurando la natura delle parti, la loro forza contrattuale e gli specifici interessi ed eventuali negoziazioni⁹¹. Pertanto, come affermato da autorevoli autori, i prezzi sono espressione di variabili di mercato, mentre il valore di un'impresa viene stimato sulla base di previsioni di flussi di cassa, del profilo di rischio, e di *asset* a disposizione dell'impresa, e calcolato in base a formule specifiche⁹². Il valore di un'impresa e il prezzo che un investitore è intenzionato a pagare spesso non coincidono, sia perché nel calcolo del valore entrano in gioco ulteriori aspetti (e.g. trasparenza e attendibilità delle stime circa il valore), sia perché non vi è una nozione unitaria di prezzo, in quanto lo stesso è soggetto a numerose variabili, quale la dimensione della quota azionaria di riferimento.⁹³

Nelle operazioni di *venture capital*, la valutazione di un'impresa non è mai fine a se stessa, ma sempre funzionale alla determinazione di un prezzo effettivo che costituirà la base di scambio nella transazione. Pertanto, quello che avviene in tale tipo di operazioni è che l'impresa *target* sia prezzata piuttosto che semplicemente valutata, introducendo delle variabili che non sono strettamente connesse ad aspetti

⁹⁰ Murrin, *Valuation: Measuring and Managing the Value of the Companies*, New York, 1994; Guatri, *La valutazione delle aziende*, Milano, 2007, Carver, *Venture Capital Valuation*, USA, 2011; Koller, Goedhart, Wessel, *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*, USA, 2010; Beaton, *Valuing early stage and venture backed companies*, UK, 2010.

⁹¹ AA.VV., *Principi e metodi nella valutazione di aziende e partecipazioni societarie*, Milano, 1989.

⁹² Guatri, *La valutazione delle aziende*, Milano, 2007

⁹³ In tal senso, ben si comprende che l'acquisto di una partecipazione di maggioranza ha un significato ed un impatto diverso rispetto all'ipotesi dell'acquisto di una partecipazione di minoranza, senza, ad esempio, un patto parasociale che garantisce al socio di minoranza dei diritti di *governance*.

quantitativi o qualitativi, ma legati alla libertà negoziale tra le parti e la relativa forza contrattuale di ciascuna. I metodi di valutazione e, quindi, di determinazione del prezzo più comunemente utilizzati nella prassi delle operazioni di *venture capital* sono:

- (a) il metodo dei multipli;
- (b) il metodo dei flussi di cassa attualizzati; e
- (c) il *venture capital method*.

Ai fini che qui rilevano, è bene notare che non tutti i metodi sopra citati potranno essere utilizzati in qualsiasi operazione di *venture capital*; ciò in quanto spesso tali metodi si richiamano a risultati precedentemente realizzati dall'impresa *target*, circostanza che porta ad escludere l'utilizzabilità di tali metodi per imprese che si trovino nella fase di sviluppo (*Development*) destinatarie degli investimenti iniziali (*Seed financings*).

Il metodo dei multipli

Nelle operazioni di *venture capital* dirette a finanziare imprese che si trovano in una fase relativamente avanzata del proprio ciclo di *business*, il metodo che viene più di frequente utilizzato è quello che determina il valore dell'impresa utilizzando multipli dell'*enterprise value*. Il relativo calcolo dell'*enterprise value* potrà essere effettuato in relazione (i) al fatturato, (ii) all'EBITDA, ovvero (iii) all'EBIT. L'*enterprise value* è dato dalla prodotto tra (i) uno dei parametri sopra citati, e (ii) il multiplo che viene determinato nella negoziazione tra le parti. Per la determinazione del valore effettivo dell'impresa, al valore determinato tramite la precedente operazione, viene scomputata la posizione finanziaria netta dell'impresa *target* (indebitamento finanziario dell'impresa, di seguito brevemente la "PFN"). In sostanza, tale metodo consente di determinare il valore totale dell'impresa diviso tra gli azionisti ed i finanziatori.

Le grandezze utilizzabili ai fini del calcolo dell'*enterprise value*, come detto, sono:

- (i) il fatturato: questa rappresenta sicuramente la variabile più semplice da determinare, venendo presi in considerazione solamente i ricavi netti della vendita;
- (ii) l'EBITDA (*Earnings Before Interest Taxes Depreciation Amortisation*) o margine operativo lordo: rappresenta la differenza tra (a) il valore della produzione, e (b) il suo costo (escludendo gli ammortamenti);

(iii) l'EBIT (*Earning Before Interest Taxes*): si differenzia dall'EBITDA in quanto dal calcolo vengono esclusi gli ammortamenti;

La PFN rappresenta, invece, la situazione finanziaria dell'impresa, sia a breve che a lungo termine. Pertanto, la stessa comprenderà esclusivamente gli impegni di natura finanziaria, escludendo i debiti ed i crediti relativi al normale svolgimento dell'attività d'impresa (e.g. crediti commerciali, ovvero i debiti verso i fornitori). I componenti positivi dell'impresa sono: (i) la cassa, (ii) i titoli di facile liquidabilità, e (iii) i crediti finanziari a breve. Gli elementi negativi sono: (i) l'indebitamento bancario a breve, (ii) l'indebitamento bancario a medio/lungo termine, (iii) i debiti nei confronti dei fornitori a lungo termine, e (iv) gli altri debiti finanziari.

Una volta determinati tali parametri base, l'unica variabile non ancora determinata al fine di calcolare il valore dell'impresa è il multiplo. La definizione di tale ultimo valore è affidato a regole pratiche e/o empiriche⁹⁴, ma principalmente alla contrattazione delle parti.

Elaborati tali parametri, il risultato del calcolo definisce il valore dell'impresa. Il prezzo di acquisto verrà determinato in base a tale valore, cui andranno scomputati ulteriori elementi che possono essere presi in considerazione dalle parti in sede di negoziazione (e.g. rischio dell'investimento sotto il profilo di *business*, rischi fiscali, giuslavoristici, ambientali e/o regolamentari, attribuzione di diritti parasociali). Pertanto, l'ammontare del prezzo finale potrà discostarsi anche in misura sufficientemente significativa dal valore calcolato, tutto dipenderà, in concreto, dalla capacità e dalla forza negoziale delle parti.

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (*Discounted Cash Flow*) consiste nell'utilizzo, quale parametro di determinazione del valore dell'impresa, dei flussi di cassa generabili dall'impresa in un determinato arco temporale (normalmente parametrato sulla durata dell'investimento che il *venture capitalist* intende fare, e.g. 5 o 10 anni), i quali vengono attualizzati ad un determinato tasso di sconto. Il valore finale dell'azienda sarà, pertanto, dato dalla somma algebrica tra (i) valore attuale di tali flussi, e (ii) il valore della PFN.

I flussi di cassa vengono determinati a partire dall'EBITDA, cui vanno sottratti tutti gli ammortamenti deducibili, tra cui l'avviamento, e l'esborso relativo alla cassa fiscale. I valori così ottenuti verranno attualizzati ad un tasso di sconto al fine di determinare il valore attuale netto.

⁹⁴ Si può fare riferimento ad operazioni simili, ovvero a statistiche elaborate da società di consulenza o intermediari finanziari.

Passaggio decisivo per tale metodo è dato dalla determinazione del tasso di sconto, in base al quale i flussi di cassa verranno attualizzati. Il parametro che a tal fine viene più comunemente utilizzato è il WACC (*Weighted Average Capital Cost*, ovvero costo medio ponderato del capitale)⁹⁵. Tale indicatore, misura il tasso di remunerazione che deve essere garantito ai principali finanziatori dell'impresa, ossia gli azionisti ed i creditori.

Pertanto il valore dell'impresa sarà dato dalla seguente formula:

$$\sum_{t=0}^n \frac{C_t}{(1+i)^t}$$

laddove:

t = il tempo

C = flussi di cassa generati al tempo "t"

i = il tasso di sconto (*i.e.* il WACC).

Tale criterio di valutazione, sebbene diffuso, ancorché in misura minore rispetto al metodo dei multipli, nelle operazioni di *private equity*, risulta poco diffuso nell'ambito delle operazioni di *venture capital*, ove la difficoltà o impossibilità di utilizzare dati storici per determinare l'andamento prospettico dei flussi di cassa costituisce un ostacolo all'utilizzo di tale metodo di valutazione.

Il metodo di *venture capital* (*Venture Capital Method*)

Il *Venture Capital Method* costituisce uno strumento di valutazione di imprese che si trovano nelle fasi iniziali del proprio ciclo di *business* diffuso nella prassi delle operazioni di *venture capital*⁹⁶. Come detto in precedenza, gli investimenti posti in essere dai *venture capitalist* si caratterizzano per un esborso iniziale certo e da ritorni incerti e rischiosi, ma potenzialmente elevati. Il *Venture Capital Method* prende

⁹⁵ Il WACC, acronimo di *weighted average capital cost*, non è nient'altro che la media ponderata tra il costo del capitale proprio e il costo del capitale di debito. Pertanto, il WACC è il tasso minimo di rendimento che un'impresa deve generare per remunerare i creditori, gli azionisti e gli altri soggetti che apportano capitale. Questo è espresso dalla formula: $R_d (1-T)D/E + R_e E/V$. R_d corrisponde al costo del debito dell'impresa, T è uguale all'aliquota d'imposta cui è soggetta l'impresa, D corrisponde al valore di mercato del debito dell'impresa, E esprime il valore di mercato del capitale azionario, V è dato dalla somma di $D+E$ e corrisponde al valore di mercato del capitale investito, R_e equivale al costo della remunerazione del capitale azionario. In sostanza la formula postula che l'impresa si trova nella condizione ottimale se i risultati dei suoi investimenti sono maggiori dei costi periodicamente sostenuti dall'impresa per remunerare gli investitori.

⁹⁶ Lerner, *Venture Capital & Private Equity, A Casebook*, USA, 2012.

in considerazione tali flussi di cassa attesi, attribuendo agli stessi un valore finale atteso al momento in cui si prevede la realizzazione del disinvestimento. Il valore così calcolato viene poi scontato ad un tasso di attualizzazione determinato in funzione del rischio relativo alla singola operazione di investimento⁹⁷. Il venture capitalist utilizza tale valore finale attualizzato dell'impresa al fine di determinare la quota di partecipazione acquisibile sulla base dei ritorni attesi⁹⁸.

In particolare, il *Venture Capital Method* si articola in quattro fasi fondamentali. Per prima cosa è necessario procedere alla determinazione del valore dell'impresa al momento in cui si ritiene verrà effettuato il disinvestimento, calcolato normalmente attraverso i multipli di EBITDA alla data dell'*exit*. Il valore così individuato deve essere poi scontato per riportarlo al momento dell'investimento utilizzando quale tasso di sconto l'IRR atteso. L'IRR atteso sarà rappresentato dal rendimento che l'investitore si attende a fronte del rischio e degli sforzi economici derivanti e/o comunque connessi all'investimento. La formula per il calcolo del valore finale attualizzato è:

$$VFA = VF / (1 + IRR_a)^{anni}$$

dove

VFA = il valore finale attualizzato

VF = il valore finale

IRR_a = IRR atteso

Il secondo *step* è costituito dal calcolo da parte del venture capitalist della quota finale di partecipazione richiesta e necessaria per il conseguimento degli obiettivi di ritorni finanziari dell'investimento. Tale valore si ottiene dividendo l'ammontare che si intende investire per il valore finale attualizzato:

$$QF = I / VFA$$

dove

VFA = il valore finale attualizzato

I = il valore dell'investimento

⁹⁷ Generalmente il valore di sconto è compreso tra il 30 ed il 70%.

⁹⁸ Si ipotizzi, a titolo esemplificativo, che il valore finale attualizzato risulti pari a Euro 100.000.000,00 e l'operatore di *venture capital* intenda investire Euro 50.000.000,00, questo dovrà pretendere una quota pari al 50% dell'impresa in cui si investe, a fronte del perfezionamento dell'investimento stesso.

QF = la quota finale di partecipazione

La formula sopra riportata può trovare applicazione nei limiti in cui non intervengano successive diluizioni di capitale e non siano previsti più *rounds* di investimento. Tuttavia, la prassi delle operazioni di *Venture Capital* dimostra come, anche al fine di limitare i rischi, l'investimento avvenga in fasi successive nel tempo, che comportano a una continua modifica della compagine sociale dell'impresa. Al fine di compensare le distorsioni che derivano dal frazionamento dell'investimento, è necessario calcolare le variazioni percentuali della partecipazione dell'investitore dal momento dell'investimento a quello del disinvestimento⁹⁹. In generale, quindi, la quota corrente di partecipazione che l'investitore deve avere per raggiungere e conseguire l'IRR atteso è data dalla seguente formula:

$$QC = QF/VR$$

dove

QF = la quota finale di partecipazione

QC = la quota corrente di partecipazione

VR = la variazione percentuale.

Il tasso di sconto o attualizzazione che viene normalmente utilizzato per le operazioni di *Venture Capital* è spesso superiore al 50%, dato il rischio particolarmente elevato correlato a tali investimenti, effettuati in società di nuova costituzione o in iniziative imprenditoriali la cui valenza commerciale è ancora incerta e dove il rischio di perdere completamente il capitale investito è elevato¹⁰⁰.

4.6 Aggiustamenti del prezzo e gli accordi di *Earn-out*

La definizione del prezzo costituisce un elemento primario e fondamentale per la realizzazione dell'investimento. Una volta definito tale elemento e negoziati gli altri termini e condizioni (e.g. le dichiarazioni e garanzie) l'investimento potrà perfezionarsi. Dal punto di vista metodologico, si possono individuare due fasi nel procedimento di acquisizione di partecipazioni di imprese. In particolare, la prassi

⁹⁹ Si consideri, a titolo esemplificativo, un investimento che preveda due sottoscrizioni di aumenti di capitale pari, rispettivamente, al 25% e al 30%. Se l'investitore possiede inizialmente una quota del 10%, dopo questi round di aumenti di capitale (ipotizzando che non li sottoscriva) sarà pari a $10\% / (1+0,25) / (1+0,30) = 6,15\%$. Di conseguenza la *retention ratio* della partecipazione sarà pari a $6,15\% / 10\% = 61,5\%$.

¹⁰⁰ Dixit, Pindyck, *The Option Approach to Capital Investment*, Harvard Business Review, 1995, pp. 105 e ss., Dixit, Pindyck, *Investment under Uncertainty*, Princeton University Press, 1994; Harmon, *Zero Gravity: riding venture capital from high tech start up to breakout IPO*, USA, 1999; Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, p. 238.

mutuata dagli ordinamenti di matrice anglosassone prevede la sottoscrizione di un primo contratto con il quale le parti (*i.e. venture capitalist* e il titolare o i titolari dell'impresa) definiscono i termini e le condizioni ai sensi delle quali, alla data di perfezionamento dell'operazione, avverrà il trasferimento delle azioni: la stipula di tale accordo viene nella prassi chiamata "*Signing*". Il successivo perfezionamento dell'operazione, chiamato nella prassi "*Closing*", è normalmente soggetto ad alcune condizioni che devono verificarsi prima del *Closing*, le *c.d. conditions precedent*. Quando queste si saranno verificate, le parti procederanno, sulla base delle attività previste nel contratto sottoscritto al *Signing*, a perfezionare l'operazione trasferendo le partecipazioni nell'impresa al *venture capitalist* a fronte del pagamento del prezzo pattuito¹⁰¹.

Nella prassi contrattuale si assiste all'introduzione, nei contratti di compravendita di partecipazioni, di clausole volte a disciplinare meccanismi di aggiustamento *post Closing* del prezzo che viene pagato al *Closing*. In particolare, l'aggiustamento del prezzo altro non è che una formula di adeguamento del prezzo sulla base della PFN calcolata alla data del *Closing*. Infatti, come detto nel precedente paragrafo, il prezzo di compravendita è dato dalla formula:

$$P = EV - PFN$$

laddove

P = il prezzo

EV = l'*enterprise value* dell'impresa calcolato in base ai metodi indicati nel precedente paragrafo

PFN = la posizione finanziaria netta calcolata alla data, o prima della data, del *Signing*

Attraverso il meccanismo di aggiustamento del prezzo, si consente di adeguare il prezzo in considerazione della variazione della PFN nel periodo tra la data del *Signing* (ovvero la diversa data di riferimento) e la data del *Closing*.

Tuttavia, spesso i contratti prevedono meccanismi ben più sofisticati laddove, a titolo esemplificativo, l'attività d'impresa sia caratterizzata da una forte ciclicità (e.g. un business con elevata stagionalità). In tal caso, sia il *Venture Capitalist* sia il venditore vorranno individuare tutele contro una posizione finanziaria netta "stagionale" al *Closing* che, quindi, non rappresenti un livello normale di riferimento per il capitale circolante netto e che varia di molto rispetto alla media annuale. Pertanto, l'aggiustamento avverrà in base

¹⁰¹ La struttura qui illustrata risulta quella più semplice e comune. Strutture più complesse e/o articolate possono, a titolo esemplificativo, consentire l'ingresso del *venture capitalist* attraverso aumenti di capitale, costituzione di *newco* e successiva *reverse merger*.

alla differenza tra il dato alla data del *Closing* e il livello normalizzato. Anche in assenza di picchi stagionali, il *venture capitalist* potrà richiedere protezioni contrattuali rispetto a manipolazioni prima del *Signing* (ovvero della diversa data di riferimento) che potrebbero alterare il valore della PFN; anche in tal caso, la definizione di un livello medio di PFN normale collegato ad un valore di capitale circolante netto medio costituisce un meccanismo fondamentale di tutela.

Diversa, invece, è la funzione degli accordi di *earn-out*, i quali sono molto comuni nelle operazioni di acquisizione di partecipazioni in imprese aventi importanti prospettive di sviluppo. Come visto precedentemente, la valutazione di un'impresa tende ad essere basata sulla stima dei redditi potenziali raggiungibili in futuro e non sui risultati conseguiti storicamente. Nonostante sia compito dell'investitore determinare e valutare prospetticamente i risultati finanziari, nella prassi i ritorni potenziali presi in considerazione ai fini del calcolo del prezzo vengono, di fatto, proposti dal venditore. Condividere e trovare un accordo in sede di negoziazione su tale valutazione non è semplice per il *venture capitalist*, in quanto richiede estrema fiducia nella valutazione fatta dalla controparte. Se, inoltre, come accade nelle operazioni di *venture capital*, il raggiungimento degli obiettivi finanziari dipende dalla presenza fisica dei precedenti proprietari coinvolti nella gestione dell'impresa, il problema affrontato dall'investitore risulta maggiormente articolato. Infatti, la possibilità di conseguire risultati economico/finanziari dipenderà in larga misura anche dal coinvolgimento proficuo dei precedenti proprietari e dalla capacità di realizzare le sinergie con la struttura del *venture capitalist*. Una delle soluzioni a tale tipo di problematiche è dato dagli accordi di *earn-out*.

Gli accordi *earn-out*¹⁰² possono essere definiti come uno strumento di pagamento eventuale di un determinato importo subordinatamente al raggiungimento di alcuni obiettivi prefissati di comune accordo tra l'operatore di *venture capital* e venditori (e.g. il conseguimento di particolari valori di IRR, ovvero di EBITDA). In linea di principio, non vi sono ragioni che possano far dubitare i venditori del fatto che si riuscirà a ottenere un'ulteriore porzione di prezzo successivamente al perfezionamento dell'operazione, in quanto gli operatori di *venture capital* acquistano partecipazioni nell'impresa al fine di farne crescere il valore, mirando, pertanto, a rivendere le proprie quote per conseguire un *capital gain*. Tuttavia, il venditore potrebbe avere il timore che il *venture capitalist* possa cercare, specialmente nel caso (per il vero molto raro) di acquisto dell'intero capitale sociale dell'impresa, dopo l'acquisizione, con artifici contabili, ovvero mediante operazioni anche di riorganizzazione aziendale, di evidenziare ritorni

¹⁰² Sulle clausole di *earn out* cfr. S. Cervelli, *La cessione di azioni o di quote e le clausole di earn-out*, in Riv. dir. impr., 2000, pp. 447 e ss.; Crosio, Gregori, *Acquisizione di società ad elevato contenuto tecnologico: clausole di earn-out e dichiarazioni e garanzie del venditore*, in Contr. impr., 2000, pp. 1109 e ss, Sangiovanni, *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clausole sul prezzo*, I Contratti, 2011, pp. 1161 e ss..

particolarmente bassi, al fine di ridurre la quota parte di denaro che è tenuto ad attribuire al venditore a titolo di *earn-out*.

In considerazione di ciò, la redazione delle clausole di *earn-out* si rivela di solito piuttosto complessa, sia per il carattere tecnico dei parametri che entrano in gioco, sia per l'esigenza di contemperare gli interessi delle parti. Inoltre, nel contratto di compravendita sottoscritto al *signing* dovrà essere necessariamente indicato il periodo di tempo che viene preso in considerazione ai fini del calcolo dell'*earn-out* (normalmente si tratterà di un periodo limitato, ad esempio due o tre anni).

Per le loro caratteristiche ed il relativo meccanismo di funzionamento, gli accordi di *earn-out* costituiscono uno strumento mediante il quale, di fatto, una porzione di rischio relativo al *business* dell'impresa viene fatto gravare sul precedente proprietario, il quale potrà beneficiare dell'eventuale pagamento dell'*earn-out* solo nella misura in cui l'impresa riesca a conseguire determinati risultati economici. Dal pari, tale strumento contrattuale consente al *venture capitalist* di diminuire, anche se solo di poco, l'esborso iniziale necessario per l'acquisto delle partecipazioni nell'impresa e di effettuare il pagamento di maggiori somme al venditore solo a condizione che l'investimento effettuato sia stato quanto meno profittevole come ipotizzato al momento dell'investimento stesso.

4.7 Gli aspetti legali

Numerosi sono gli aspetti legali connessi alle operazioni di investimento poste in essere dagli operatori di *venture capital*. Tali aspetti variano a seconda della struttura dell'operazione d'investimento. Ai fini che qui rilevano, e allo scopo di semplificare l'analisi degli aspetti legali, si esamineranno le implicazioni legali relative alla struttura che viene più comunemente utilizzata nelle operazioni di *venture capital*: la compravendita di partecipazioni.

Nel prosieguo del presente paragrafo si procederà ad analizzare la struttura che tali operazioni assumono per poi, nei successivi paragrafi, approfondire gli aspetti legali connessi alla stessa¹⁰³.

Il primo momento formale, che sancisce l'effettivo avvio dei contatti tra *venture capitalist* e titolari dell'impresa per la realizzazione dell'operazione, è identificabile nella redazione e sottoscrizione della

¹⁰³ Sul tema del processo di acquisizione e sulle strutture contrattuali si veda: Ubertazzi, *Il procedimento di acquisizione di Imprese*, Milano, 2008, pp. 241 e ss.; Bainbridge, *Merger and Acquisitions*, USA, pp. 74 e ss.; Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, pp. 254 e ss.; Sherman, *Mergers and Acquisition from A to Z*, USA, 2011, pp. 51 e ss.; Tina, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, Milano, 2007, pp. 91 e ss.; Napolitano, *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, Milano, 2003, pp. 134 e ss.; Hooke, *M&A – A Practigal Guide to Doing the Deal*, USA, 1997, pp. 234 e ss.; Hunt, *Structuring Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Shareholder Value*, USA, 2007, pp. 202 e ss.

lettera d'intenti. Con tale documento le parti definiscono alcuni punti fondamentali per il proseguimento delle trattative, individuando altresì le modalità con le quali verrà svolta la *due diligence* dell'impresa *target*. La lettera d'intenti contiene spesso anche delle pattuizioni, volte a definire gli impegni che ciascuna delle parti si assume nei confronti dell'altra, di mantenere strettamente confidenziali le informazioni che verranno acquisite sulla relativa controparte contrattuale nel corso delle negoziazioni¹⁰⁴. Parimenti, non è raro assistere ad alcune pattuizioni della lettera di intenti aventi lo scopo di attribuire al *venture capitalist*, per un determinato periodo di tempo, un'esclusiva per il perfezionamento dell'operazione¹⁰⁵.

Successivamente alla sottoscrizione della lettera di intenti, il *venture capitalist*, con l'ausilio dei propri consulenti, procede all'espletamento dell'attività di *due diligence*, ad esito della quale, se i risultati risultano positivi e il *venture capitalist* conferma il proprio interesse alla realizzazione dell'operazione, si avvia la fase di negoziazione.

La negoziazione è finalizzata non solo alla determinazione del prezzo di compravendita delle partecipazioni, ma anche delle altre condizioni che governano e regolano l'operazione. Nella prassi è identificabile nella struttura dei contratti di acquisizione, la separazione tra il momento della firma del contratto (c.d. *signing*) ed il successivo momento di esecuzione del contratto, nel quale avviene il vero e proprio trasferimento delle partecipazioni (c.d. *closing*). Tale divisione temporale consente alle parti di subordinare l'esecuzione del trasferimento delle partecipazioni al verificarsi di alcune condizioni quali, ad esempio, l'ottenimento delle autorizzazioni da parte delle autorità antitrust, il compimento di alcune attività preliminari, e/o l'ottenimento dei consensi alla realizzazione dell'operazione da parte di alcune controparti contrattuali dell'impresa *target*. Con il compimento delle attività che costituiscono il *closing* dell'operazione, il processo di acquisizione delle partecipazioni nell'impresa *target* da parte del *venture capitalist* può dirsi conclusa.

Di seguito viene riportata un breve schema che sintetizza i vari *step* di un procedimento di acquisizione di un'impresa.

¹⁰⁴ Non è raro che l'accordo di confidenzialità sia incorporato in un documento separato dalla lettera di intenti, i cui effetti proseguiranno anche oltre i termini di efficacia della lettera di intenti.

¹⁰⁵ Spesso gli accordi di esclusiva sono contenuti nella stessa Lettera di Intenti. Tuttavia, non sempre viene garantito al potenziale acquirente la possibilità di beneficiare di un'esclusiva. Infatti, spesso le operazioni sono strutturate come aste competitive, in cui più trattative vengono condotte dal venditore, quale sceglie l'offerente che gli ha proposto condizioni, non solo economiche, migliori.



4.8 Gli aspetti legali – La Lettera di Intenti

La lettera di intenti costituisce, come detto, il primo documento in cui viene formalmente indicato l'interesse delle parti (venditore e *venture capitalist*) al perfezionamento dell'operazione. La lettera di intenti viene comunemente qualificata come il documento con cui le parti, nella fase preliminare delle trattative, definiscono¹⁰⁶: (i) i termini principali dell'operazione sui quali le parti hanno raggiunto un accordo di massima, sulla base dei quali avviare la successiva fase di negoziazione di maggior dettaglio delle previsioni da includere nel contratto di compravendita, e/o (ii) il procedimento attraverso il quale le parti intendono dare seguito alla trattativa (*e.g.* vengono fissati i termini per lo svolgimento della *due diligence* ed il termine entro il quale avviare le vere e proprie trattative di definizione del contenuto del contratto di compravendita).

In via preliminare è bene soffermarsi sull'inquadramento sistematico della lettera di intenti all'interno del nostro ordinamento giuridico, al fine di determinare quali effetti potrà comportare la sottoscrizione di una lettera di intenti per le parti. A tal proposito, è bene sottolineare come nel nostro ordinamento una fattispecie tipica assimilabile alla lettera di intenti non sia presente¹⁰⁷. Pertanto, la qualificazione della

¹⁰⁶ Sul tema della lettera di intenti, si veda, Radicioni, *Le lettere di intenti, I Contratti del Commercio, dell'Industria e del Mercato Finanziario*, Torino, 1995, pp. 70 e ss., Capecchi, *Il valore giuridico delle Lettere di Intenti*, *Diritto del Commercio Internazionale*, 2001, p. 387; Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, pp. 384 e ss., Corte d'Appello di Roma, 17 giugno 2002, *Rivista di Diritto Commerciale*, 2003, p. 97; Scuro, *Il contratto a formazione progressiva. Struttura, casistica e tecniche di redazione*, Milano, 2009, pp. 54 e ss.; Montalenti, *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, 1999, Padova, pp. 149 e ss. Una definizione di lettera di intenti è ravvisabile nella sentenza della Corte di Appello di Roma del 17 giugno 2012: "L'espressione lettera di intenti definisce di regola un documento con cui le parti fissano il contenuto di accordi raggiunti nel corso di trattative che si presentino lunghe e particolarmente complesse al fine di ottenere una documentazione dello svolgimento delle trattative e una fissazione degli elementi già concordati in un futuro negozio, senza per questo ancora vincolarsi a un accordo da completare (Corte di Appello di Roma, 17 giugno 2002, *Riv. Dir. Comm.* 2003, pp. 97 e ss.).

¹⁰⁷ A tal proposito, Galgano ha sottolineato che la lettera di intenti non è suscettibile di qualificazione univoca, potendo indicare nella prassi sia la minuta sia un vero e proprio preliminare (Galgano, *Diritto Civile e Commerciale, Volume II, Tomo I*, Padova, 1999, pp. 272 e ss.).

stessa e le relative conseguenze giuridiche andranno analizzate sulla base di criteri ermeneutici della volontà delle parti¹⁰⁸. In tal senso, diviene fondamentale per le parti che sottoscrivono una lettera di intenti definire con chiarezza lo scopo e la funzione che la stessa assume all'interno del procedimento di acquisizione. I rischi connessi alla sottoscrizione di una lettera di intenti, in cui non sia esplicitata la funzione della stessa ed il suo carattere non vincolante, derivano dai diversi scopi che ciascuna delle parti potrebbe essersi prefissata nella sottoscrizione della lettera d'intenti stessa, potendosi verificare l'ipotesi in cui, mentre una parte sottoscrive il documento nella convinzione di non creare alcun accordo vincolante, l'altra potrebbe sottoscriverlo con la convinzione di dare vita ad un documento che, almeno in via preliminare, sia vincolante¹⁰⁹. In ogni caso, quello che rileverà non sarà tanto il *nomen iuris* con cui le parti qualificheranno l'intesa raggiunta con la lettera di intenti, ma quello che si dovrà considerare è l'effettivo tenore dei contenuti del documento e la loro natura vincolante o meno¹¹⁰. Pertanto, la lettera di intenti, a seconda del suo tenore letterale e dell'effettiva volontà delle parti, potrà qualificarsi come¹¹¹: (i) un mero patto d'onore o *gentlemen agreement*, in cui le parti hanno espressamente convenuto di non dare una esplicita rilevanza giuridica¹¹², (ii) un documento non vincolante che è volto a determinare e regolare il processo di negoziazione tra le parti, ovvero taluni termini essenziali risultanti da una fase di negoziazione preliminare, (iii) un documento che, nonostante il *nomen iuris*, già contiene tutti gli elementi essenziali del contratto che le parti intendono stipulare, assumendo un ruolo di vero e proprio contratto preliminare, e (iv) un documento completo che contiene tutti gli elementi essenziali di un vero contratto definitivo, la cui mancata attuazione darà vita ad un vero inadempimento contrattuale.

Al fine di evitare dubbi circa la natura del documento che viene sottoscritto, nella prassi, le stesse parti indicano esplicitamente la natura vincolante o meno del documento e se si tratta di un contenuto

¹⁰⁸ In tal senso Montalenti osserva che “*il problema dell’efficacia vincolante o meno delle lettere di intenti non può essere posto in astratto, ma si prospetta piuttosto, in considerazione della disomogeneità delle fattispecie concrete, in termini di interpretazione della volontà delle parti espressa in tali documenti*” (Montalenti, *op. cit.* p. 149).

¹⁰⁹ Fontaine, De Ly, *La redazione dei contratti internazionali - A partire dall’analisi delle clausole*, Milano, 2008, pp. 4 e ss., secondo i quali “*Sembra che gli estensori di tali lettere spesso nutrano il convincimento di non assumere alcuna obbligazione e ciò benché talvolta essi abbiano invece la riserva mentale di ottenere un’assunzione di impegno dalla controparte.*”

¹¹⁰ La giurisprudenza è ancora piuttosto scarna ed il tema della portata giuridica della lettera di intenti viene inquadrato nell’ambito della “*minuta di contratto*” o “*puntazione d’intesa*”. Al riguardo, si veda: Cass. 14 luglio 2006, n. 1618, Giust. Civ. Mass., 2006, 7-8; Cass. 18 gennaio 2005 n. 910, Giust. Civ. Mass., 2005, 1; Cass. 14 gennaio 2002, n. 337, Dir. e Pratic. Soc., 2002, 2481; Cass. 14 maggio 1998, n. 4853, Giust. Civ. Mass., 1998, p. 1028.

¹¹¹ Casucci, Limido, Lantino, *Acquisizioni di Aziende e Partecipazioni – Aspetti Legali e Tributari*, Milano, 2010, pp. 58 e ss..

¹¹² Sul rapporto tra le lettere di intenti ed i c.d. accordi d’onore si veda, Sica, *Gentlemen’s agreements e intento giuridico negativo: elaborazione dottrinale e “risveglio” giurisprudenziale*, I Contratti, 2001, pp. 85 e ss. Per la giurisprudenza

meramente preparatorio per una successiva negoziazione. Parimenti, qualora la lettera di intenti voglia avere essenzialmente la finalità di fissare talune norme procedurali relative al procedimento di negoziazione, sarà necessario che vengano fissati in modo chiaro i singoli passaggi del processo di negoziazione, nonché i diritti che le parti intendano riservarsi, in termini di facoltà di interrompere le trattative.

Tra le previsioni che più comunemente vengono previste nelle lettere di intenti vi sono le clausole di confidenzialità e le clausole di esclusiva. Qualora anche tali clausole venissero qualificate, come il resto delle previsioni della lettera di intenti, come non vincolanti, è chiaro che le stesse perderebbero qualunque efficacia in termini di *enforceability*. Per evitare tale inconveniente, nella prassi si procede alternativamente (i) a far sottoscrivere appositi accordi di esclusiva e confidenzialità *a latere* della lettera di intenti che risultino vincolanti, ovvero (ii) a specificare nella lettera di intenti che le clausole di esclusiva e di confidenzialità sono vincolanti per entrambe le parti, mentre il resto delle previsioni ivi contenute risulterà non vincolante. Parimenti, laddove, la parte venditrice non abbia inteso assicurare alla controparte un esplicito diritto di esclusiva nella trattativa, sarà necessario, o quantomeno opportuno, precisare che la parte venditrice si riserva espressamente il diritto di procedere in parallelo con altre negoziazioni, nonché di recedere dalla trattativa anche in assenza di una giusta causa.

Tuttavia, è bene sottolineare che in nessun caso la mera qualificazione della lettera di intenti come priva di efficacia vincolante sarà sufficiente, *per sé*, a rendere i contenuti della stessa privi di qualsiasi valore giuridico tra le parti, con la conseguenza che, anche ove sia evidente che tali contenuti hanno valenza meramente preparatoria per un successivo contratto, le parti avranno non solo per questo il diritto assoluto e incondizionato di recedere dalle negoziazioni, senza alcuna conseguenza. In tal senso, anche nel caso in cui la lettera di intenti non sia vincolante, le parti dovranno in ogni caso attenersi e rispettare il principio generale di buona fede nella conduzione della trattative fissato dall'articolo 1337 del Codice Civile¹¹³.

¹¹³ Scuro, *op. cit.*, p. 58; Sapone, *La responsabilità precontrattuale*, Milano, 2008, pp. 68 e ss. Merita menzione la circostanza che una corte di merito ha ritenuto che con la lettera di intenti le parti si erano limitate a comunicarsi il reciproco interesse ad intraprendere le trattative per attuare il progetto delineato rinviandone l'inizio in un momento successivo all'approvazione di un piano regolatore (App. Trento, 26 aprile 2000, Giust. Civ. 2005, p. 669). In tale sentenza la Corte di Appello ha negato la ravvisabilità di una responsabilità precontrattuale ritenendo che l'intesa avesse carattere preliminare alla fase delle trattative vere e proprie, essendosi le parti limitate a comunicarsi reciprocamente l'intento di intraprendere delle trattative. La Cassazione ha rigettato il ricorso avverso tale sentenza adottando una motivazione non in linea con la qualificazione posta in essere dal giudice di secondo grado. Ha, infatti, escluso la ravvisabilità di qualsiasi affidamento nella conclusione del contratto in ragione di un'esplicita previsione delle parti, reputando applicabile alla fattispecie il principio secondo il quale non è configurabile responsabilità precontrattuale quando la rottura delle trattative e la mancata conclusione del contratto sono state in anticipo programmate e costituiscono pertanto l'esercizio di una facoltà legittima (Cass. 5 agosto 2004, n. 15040, Giust. Civ., 2005, p. 669 e ss.). In questo modo la Suprema Corte ha mostrato di ritenere, diversamente dal giudice

4.9 Gli aspetti legali – L'impegno di confidenzialità e l'esclusiva

Nell'ambito delle operazioni di *venture capital* accade spesso che, nelle fasi delle trattative e, ancor più, nella fase di *due diligence*, vengano messe a disposizione del *venture capitalist* informazioni e documentazione, anche di natura particolarmente sensibile, riguardanti l'impresa *target*¹¹⁴. Appare, pertanto, evidente come particolare rilievo assume l'obbligo di confidenzialità richiesto dal venditore al potenziale compratore nella trattativa. Uno specifico accordo di confidenzialità, ancorché incorporato in un documento diverso dalla lettera d'intenti, costituisce un impegno che viene normalmente assunto dalla parti all'interno di un'operazione di *venture capital*. Dal pari è bene sottolineare come l'assunzione di una specifica obbligazione di confidenzialità possa precedere la fase di sottoscrizione della lettera di intenti. Ciò accadrà, in particolare, laddove la sottoscrizione della lettera di intenti avvenga in un momento successivo alla *due diligence*, ovvero laddove la cessione delle partecipazioni dell'impresa *target* avvenga mediante un procedimento di invito ad offrire o di asta competitiva.

Gli impegni che vengono normalmente assunti con la sottoscrizione di un accordo di confidenzialità sono:

- l'obbligo di considerare le informazioni ricevute come di natura riservata, e conseguentemente nell'obbligo di non divulgarle, e di non farne un uso differente da quello strettamente inerente al processo di valutazione dell'impresa *target* e all'eventuale manifestazione di interesse e presentazione della successiva offerta vincolante; e

si secondo grado, che con la lettera di intenti le parti avevano valicato la soglia delle trattative. In un altro caso la Suprema Corte ha confermato la pronuncia del giudice di merito che era basata sul presupposto che una lettera di intenti consista nella enunciazione delle intese raggiunte su alcuni punti di un futuro contratto e che aveva qualificato l'accordo in questione come contratto perfezionato, avendo le parti raggiunto l'accordo sull'oggetto, sul prezzo, sulle modalità di pagamento e sul termine indicativo di consegna. Nel caso in questione, ha argomentato la Cassazione, "sono evidenti i tratti caratteristici di un valido e perfetto contratto di compravendita" (Cass. 13 maggio 1998, n. 4815, Corriere Giuridico, 1999, pp. 469 e ss.). Nella nota e complessa vicenda IRI – Buitoni, è stata qualificata come intesa precontrattuale la lettera di intenti sottoscritta dall'allora presidente dell'IRI, e da presidente della Buitoni, reputando che la scrittura, pur contenendo l'enunciazione di quasi tutti gli elementi essenziali del futuro contratto, non fosse diretta a consacrare i termini di un accordo giuridicamente vincolante ma semplicemente a documentare e puntualizzare le intese raggiunte dai presidenti dei due enti a conclusione delle trattative tra gli stessi intervenute, nella reciproca consapevolezza che il protocollo di intesa sottoscritto non segnava il perfezionamento di alcun contratto né i termini di una proposta contrattuale che l'una parte formulava all'altra (Trib. Roma 19 luglio 1986, La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata, 1987). A tale conclusione il tribunale romano era pervenuto in considerazione del tenore letterale del documento, ossia dal fatto che le parti stesse hanno denominato l'accordo come "intese" nonché dalla circostanza che sia stato evitato l'utilizzo di una terminologia più impegnativa. Il tribunale ha fatto leva, inoltre, sul contesto nel quale è stato redatto il documento.

¹¹⁴ Si pensi alla delicatezza che hanno le informazioni relative al *know-how*, alle pratiche commerciali, e alla strategia dell'impresa *target*. In tal senso, le informazioni sull'attività di *R&D* e sui relativi risultati sono di particolare rilevanza ed importanza per le imprese che operano in settori *high tech*, come quelle nelle quali i *venture capitalist* concentrano i propri investimenti.

- l'obbligo di restituzione, in caso di interruzione della trattativa o di mancato esito positivo della stessa, di tutta la documentazione ricevuta con riguardo alla impresa *target*.

La violazione di uno qualsiasi di tali impegni di confidenzialità comporterà ovviamente, in capo alla parte inadempiente, un obbligo di natura risarcitoria. In tal senso, per evitare le incertezze relative al *quantum* del danno risarcibile, le parti prevedono una specifica penale che dovrà essere pagata in caso di violazione degli obblighi di confidenzialità¹¹⁵.

Altra previsione che viene normalmente inserita in una lettera di intenti (ovvero in un accordo *a latere* della stessa) è quella relativa all'impegno di esclusiva. Mediante tale impegno, le parti firmatarie della lettera di intenti (ovvero dell'accordo *a latere*) si impegnano a non avviare, ovvero a non proseguire, per un periodo di tempo determinato, trattative con altri soggetti aventi ad oggetto le partecipazioni nell'impresa *target*. Lo scopo della previsione risulta chiaro: tutelare l'investitore che, nelle operazioni di *venture capital*, usualmente dovrà sostenere, nella fase precedente l'avvio delle trattative, costi anche rilevanti per la raccolta dei dati necessari ad una corretta valutazione della *target* e per la loro elaborazione. Pertanto, la preventiva pattuizione con l'investitore di un periodo di esclusiva costituisce necessaria protezione per l'acquirente al fine di non affrontare i costi e gli oneri di dette investigazioni con il rischio che il venditore porti avanti e concluda una trattativa parallela con un altro interlocutore.

In ogni caso, può osservarsi che un generale dovere per il venditore di non avviare e condurre una trattativa parallela può ritenersi parte del generale obbligo di buona fede nella conduzione delle trattative di cui all'art. 1337 del Codice Civile. In tal senso, per l'effetto di tale previsione, sarebbe al più opportuno prevedere esplicitamente il diverso intendimento della parte venditrice di riservarsi la facoltà di condurre in parallelo altre trattative. Nondimeno, la pattuizione di una specifica obbligazione di esclusiva per un tempo determinato è ormai entrata nella prassi delle operazioni di *venture capital*, anche per spingere l'acquirente a rispettare la tempistica al fine di completare le sue analisi sull'oggetto della transazione, e allo scopo della successiva negoziazione del contratto di compravendita. In coerenza con la natura dell'obbligo di esclusiva quale componente del generale obbligo di buona fede nelle trattative il fatto che, in caso di inadempimento, il rimedio nei confronti della parte inadempiente potrà essere costituito solo

¹¹⁵ Infatti, sul piano pratico un'azione risarcitoria potrà essere ipotizzata solo in presenza di un dimostrabile utilizzo abusivo delle informazioni che siano state ricevute sotto vincolo di confidenzialità; parimenti, non sarà agevole, anche raggiunta la prova di tale utilizzo abusivo, la determinazione e la prova dei danni da ciò effettivamente derivanti; è per tale seconda ragione che, ove le informazioni siano di specifico rilievo e possa sussistere, in particolare in ragione della natura del soggetto destinatario delle informazioni riservate il concreto rischio di un utilizzo abusivo delle stesse, sarà opportuno inserire nell'impegno di confidenzialità la previsione di una specifica penale per il caso di violazione dell'impegno assunto, con previsione peraltro, sempre consigliabile, della riserva di richiesta del danno ulteriore eventualmente dimostrabile, ai sensi dell'art. 1382 del codice civile.

dall'obbligo risarcitorio delle spese sostenute inutilmente e del ristoro degli eventuali danni relativi alle altre occasioni d'affari che si siano perse, in conformità a quanto previsto in relazione alla violazione del generale obbligo di buona fede nelle trattative (art. 1337 del Codice Civile).

4.10 Gli aspetti legali – Il Contratto di Compravendita

In generale il contratto di compravendita di partecipazioni può inquadrarsi nella categoria del contratto di compravendita previsto dagli artt. 1470 e ss. del Codice Civile. Tuttavia, il contratto di compravendita di partecipazioni (*sale and purchase agreement* o più brevemente “SPA”) ha un particolare connotato di atipicità dovuto alla struttura che lo stesso assume.

Nella prassi, come detto in precedenza, le operazioni di acquisizione di *venture capital* si caratterizzano per una prima fase, il *signing*, nella quale si sottoscrive il contratto di acquisizione, ed una seconda fase, il *closing*, nella quale viene eseguito il contratto di acquisizione ed il trasferimento delle partecipazioni si perfeziona.

Nella struttura e nella scansione temporale sopra delineata, il contratto di compravendita di azione può essere qualificato come:

- (a) **contratto preliminare:** le parti hanno quindi inteso vincolarsi alla stipulazione di un successivo contratto definitivo, identificabile nel vero e proprio contratto attraverso il quale viene trasferita la proprietà delle partecipazioni (*i.e.* girata delle azioni o atto notarile di cessione delle partecipazioni) al *closing*; e
- (b) **contratto definitivo:** le parti intendono attuare sin dal momento della sottoscrizione l'effetto traslativo della proprietà, subordinandone gli effetti al verificarsi di alcune condizioni. In tal caso, una volta che le condizioni da verificarsi prima del *closing* si siano realizzate, la girata delle azioni o la stipula dell'atto notarile di trasferimento delle partecipazioni costituiscono dei semplici atti esecutivi necessari alla formalizzazione del trasferimento di proprietà del bene compravenduto già intervenuto per effetto dell'avveramento delle condizioni sospensive.

La qualificazione del contratto di compravendita di partecipazioni in una o nell'altra categoria dipende dalla volontà delle parti quale espressa e risultante dal tenore letterale delle clausole contrattuali. La differenza tra le due categorie non è solo formale, ma anche sostanziale. In presenza di un contratto preliminare, infatti, l'obbligo nascente a carico delle parti è esclusivamente quello di procedere, in un momento successivo, alla stipula di un contratto definitivo, e quest'ultimo, una volta stipulato sostituisce il preliminare. Pertanto, qualora le parti abbiano previsto nel contratto di compravendita di partecipazioni

specifiche dichiarazioni e garanzie dal venditore e relativi obblighi di indennizzo, all'atto della sottoscrizione del contratto definitivo al *closing*, le dichiarazioni e garanzie ed i relativi obblighi di indennizzo previsti nel contratto di compravendita di partecipazioni verrebbero meno, se non ripetute nel loro contenuto al *closing*. Per raggiungere tale obiettivo, sarà necessario inserire nello stesso contratto di compravendita di partecipazioni una specifica previsione nella quale viene esplicitata l'effettiva volontà delle parti di far sopravvivere al *closing* le dichiarazioni e garanzie del venditore ed i relativi obblighi di indennizzo.

La scelta di sottoscrivere un contratto di compravendita di partecipazioni nella forma del preliminare, piuttosto che di contratto definitivo, si basa essenzialmente sulla volontà delle parti di separare il momento della sottoscrizione del contratto dal momento dell'esecuzione del trasferimento, nel senso che sarà opportuno strutturare il contratto di compravendita di partecipazioni qualora si intenda condizionare l'obbligo di procedere alla sottoscrizione dell'atto di trasferimento all'adempimento di operazioni preliminari da parte del venditore, ovvero dello stesso *venture capitalist*. Di converso, il contratto potrà configurarsi come definitivo condizionato al verificarsi di alcune condizioni, laddove l'efficacia del contratto così concluso dipenda esclusivamente dal verificarsi di alcune circostanze (*conditions precedent*). Nella pratica, il *closing* è spesso condizionato sia al verificarsi di alcune vere e proprie condizioni, sia dal compimento di particolari attività preliminari.

Ai fini che qui rilevano, occorre sottolineare che tra le condizioni che debbono verificarsi per addivenire al *closing*, la più comune è il compimento delle notifiche alle competenti autorità antitrust. In tal senso, la normativa italiana (legge 10 ottobre 1990, n. 287) richiede che la notifica sia effettuata anteriormente all'effettivo acquisto della partecipazione, senza tuttavia subordinare al silenzio assenso ovvero ad un'effettiva autorizzazione tale acquisto. Diversamente, normative vigenti in altri ordinamenti subordinano esplicitamente il compimento dell'operazione all'intervenuta autorizzazione della locale autorità antitrust, facendo sì che il *closing* possa avvenire solo successivamente all'intervento di tali autorizzazioni.

In tema di condizioni sospensive al *closing*, è interessante sottolineare come nella prassi, vengano spesso previste delle *conditions precedent* legate sia al *business* dell'impresa sia all'operazione in generale. Nello specifico, le tipiche condizioni sospensive che vengono inserite in contratti di compravendita di partecipazioni sono (i) l'effettiva concessione in favore dell'acquirente, da parte di istituzioni finanziarie, dei finanziamenti necessari all'attuazione dell'operazione di acquisizione, (ii) l'ottenimento dalle controparti contrattuali dei contratti chiave dell'impresa (e.g. finanziamenti, contratti con fornitori o con clienti) del consenso all'operazione nel caso in cui tali contratti prevedano una clausola di *change of*

*control*¹¹⁶, e (iii) il mancato intervento, tra la firma del contratto di compravendita di partecipazioni e del *closing*, di eventi esterni suscettibili di modificare in senso negativo le caratteristiche economico/patrimoniali dell'impresa *target*, ovvero condizioni economico/strutturali che rendano l'operazione eccessivamente onerosa¹¹⁷.

Di differente natura sono gli adempimenti preliminari che il contratto di compravendita di azioni pone a carico di una parte. In tale categoria vengono annoverati vari obblighi che variano a seconda della struttura che assume l'operazione, e che possono includere, a titolo esemplificativo, (a) l'obbligo di dismettere cespiti o partecipazioni in società che sono al di fuori del perimetro dell'operazione, (b) l'ottenimento delle dimissioni del consiglio di amministrazione della società e la convocazione al *closing* dell'assemblea dei soci al fine di nominare gli amministratori designati dal *venture capitalist*, e (c) l'ottenimento di impegni del *management* a mantenere la propria posizione operativa per un certo periodo. Un'importante obbligazione che viene normalmente fatta gravare sul venditore, con riferimento al periodo intercorrente tra la firma del contratto di compravendita di partecipazione ed il *closing*, è quella di astenersi dal porre in essere atti gestionali straordinari o il cui valore ecceda particolari soglie di valore, se non previo consenso del compratore¹¹⁸.

Ulteriore funzione che assume lo iato temporale tra *signing* e *closing* è quello di consentire l'implementazione di specifiche procedure di revisione o di determinazione di dati patrimoniali e/o economici afferenti la società *target*, e ciò con scopi che possono ricondursi a: (i) l'esame da parte di consulenti terzi di particolari aree di rischio (quali i rischi fiscali o ambientali), e/o (ii) la verifica della correttezza di un determinato bilancio di riferimento, sia con riguardo alla corrispondenza al vero delle poste patrimoniali, sia con riguardo ad eventuali poste economiche collocate a base della formula di valutazione dell'impresa *target*. Le conseguenze di tali verifiche consentiranno, ove previsto, ad una o ad entrambe le parti di recedere dal contratto, laddove il consulente terzo identifichi rischi eccedenti determinate somme, ovvero potrà implicare la rettifica o la modifica di del corrispettivo di cessione. Nella prassi, talune verifiche, come quelle relative alla posizione finanziaria netta dell'impresa *target*, sono da

¹¹⁶ Si tratta di clausole che consentono di risolvere i contratti in presenza di un cambio di controllo nella compagine sociale delle parti.

¹¹⁷ La clausola in questione è conosciuta come clausola di *material adverse change*, ovvero in breve *MAC*.

¹¹⁸ Scopo di tale previsione è, evidentemente, quello di evitare che la società o l'attività oggetto di compravendita, una volta che l'acquirente si sia determinato ad effettuare l'acquisto sulla base dell'apprezzamento e della valutazione compiuta anteriormente alla firma del contratto, possa poi essere in qualche modo significativamente modificata dal venditore nella sua consistenza o nelle sue caratteristiche patrimoniali, economiche o finanziarie per effetto di iniziative straordinarie e non concordate.

porsi in essere successivamente al *closing* al fine di determinare in modo definitivo il corrispettivo dovuto.

4.11 Gli aspetti legali – Le Dichiarazioni e Garanzie

Il contratto di compravendita di partecipazioni nelle operazioni di *venture capital* presenta delle peculiarità rispetto alla disciplina delle garanzie dai vizi e dall'evizione, previste dagli articoli 1490 e 1488 del Codice Civile in relazione al bene compravenduto, e che troverebbero applicazione, nelle operazioni in esame, solo con riferimento alle partecipazioni oggetto della cessione. In particolare, nei contratti di compravendita di partecipazioni ciò che diviene oggetto di specifiche dichiarazioni e garanzie è in larga parte il bene mediato, ossia l'impresa (ed i relativi asset) gestita per il tramite della società e le cui partecipazioni sono oggetto di compravendita¹¹⁹.

La funzione delle dichiarazioni e garanzie del venditore¹²⁰ è quella di far sì che il compratore sia tutelato nel senso che l'oggetto del proprio acquisto (le partecipazioni nell'impresa *target*) non sia difforme dalla valutazione effettuata, la quale costituisce il presupposto che ha portato alla conclusione del contratto di compravendita di partecipazioni alle condizioni (principalmente economiche) ivi pattuite. Tali previsioni negoziali consentono alle parti di colmare la lacuna del sistema italiano, per il quale, in assenza di specifiche pattuizioni contrattuali, le uniche garanzie riconducibili *ex lege* al contratto di compravendita di partecipazioni sarebbero quelle relative all'evizione e all'inesistenza di vizi delle partecipazioni stesse¹²¹.

¹¹⁹ Ciò è forse meno vero rispetto ad un contratto di compravendita che abbia ad oggetto non partecipazioni societarie, ma l'azienda o il ramo d'azienda. In realtà, anche in tal caso, la generale garanzia prevista dal codice civile contro i vizi e l'evizione assicurerebbe solo una parziale protezione, rispetto a quella che si ottiene con le usuali previsioni negoziali contenute nei contratti di compravendita, con riguardo alle passività non dichiarate o potenziali, ma anche con riferimento ai termini di decadenza per la denuncia dei vizi. Nel presente lavoro la disciplina delle dichiarazioni e garanzie viene ricostruita solo brevemente ed unicamente al fine di inquadrare il ruolo che le dichiarazioni e garanzie rivestono nelle operazioni di acquisizione di partecipazioni societario.

¹²⁰ Sul tema dell'importanza delle dichiarazioni e garanzie rilasciate dal compratore nelle operazioni di compravendita di partecipazioni societarie si veda: A. Tina, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, pp. 277 e ss., Milano, Sangiovanni, *Compravendita di partecipazione sociale e garanzie del venditore*, Notariato, 2012, pp. 203 e ss.; Speranzin, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*, Milano, 2006, pp. 8 e ss.; Ponti, *Cessione di Partecipazioni Societarie e Tutela del Compratore*, Società, 1993, pp. 514 e ss.; Giorgi, *In tema di garanzie del cedente e di oggetto del contratto nella cessione di S.r.l.*, Nuova Giur. Civ. Comm., 2005, pp. 143 e ss.; Erede, *I contenuti tipici dei contratti di compravendita internazionale di partecipazioni societarie: representations, indemnities e legal opinions*, *Compravendita Internazionale di partecipazioni societarie*, Milano, 1990; Proverbio, *Le clausole di garanzie nella vendita di partecipazioni sociali*, Milano, 2000, pp. 34 e ss..

¹²¹ La predisposizione di specifiche clausole contrattuali di garanzia è necessaria non solo per assicurare una completa ed ampia rilevanza del patrimonio sociale nel trasferimento di partecipazioni, ma anche per tutelare l'acquirente da alcune circostanze non direttamente riconducibili alla situazione patrimoniale e finanziaria della società target. L'orientamento giurisprudenziale quasi unanime (App. Milano, 9 settembre 1994, *Società*, 1995, p.

La prassi, di matrice essenzialmente anglosassone, per ovviare a tali profili di rischio, ha elaborato forme tipiche, più o meno standardizzate, di dichiarazioni e garanzie fornite dal venditore della partecipazione con riferimento sia al bene di primo grado, cioè le partecipazioni compravendute, sia, in misura più ampia, con riferimento al bene di secondo grado, cioè l'impresa e gli *asset* della società.

Nei contratti di compravendita di partecipazioni si suole suddividere le dichiarazioni e garanzie del venditore in due categorie, a seconda che abbiano ad oggetto le partecipazioni stesse, ovvero l'impresa (ed i relativi *asset*) intesa quale bene di secondo grado¹²².

Alla prima tipologia di dichiarazioni e garanzie si possono ricondurre, a titolo esemplificativo, le dichiarazioni e garanzie aventi ad oggetto:

- la piena titolarità ed il diritto di disporre delle partecipazioni da parte del venditore;
- l'inesistenza di pegni o altri vincoli sulle partecipazioni;

531; App. Roma, 29 maggio 2001, *Arch. Civ.*, 2002, pp. 582; Trib. Milano, 26 novembre 2001, *Società*, 2002, pp. 568 e ss.; Trib. Napoli, 11 marzo 2002, *Società*, p. 81; Trib. Milano, 2 novembre 2004, *Giur. It.*, 2005, pp. 528 e ss.; Cass. n. 16031, 19 luglio 2007, *Giur. Comm.*, 2008, pp. 103 e ss.; contra si veda Cass. n. 2059, 23 febbraio 2000, anche se la pronuncia deve essere letta alla luce del caso di specie e in relazione alla circostanza che si trattava di una società di persone che svolgeva attività di tabaccheria, in cui l'assenza di licenza poteva quasi ritenersi incidere direttamente sullo *status soci*) ritiene che nel contratto di cessione di partecipazioni societarie il patrimonio della società target non possa costituire, né direttamente né indirettamente, l'oggetto del trasferimento. Da tale assunto discende che, come affermato dalla giurisprudenza (si veda in particolare, Cass. 18 gennaio 2005, n. 910, *I Contratti*, 2006, p. 22; Cass. 17 settembre 2004, n. 18758, *Guida al dir.*, 2004, p. 44, Cass. 28 maggio 2003, n. 8515, *Giust. Civ.*, 2004, pp. 157 e ss.; App. Milano, 2 marzo 2001, in *Giur. Milan.*, 2001, pp. 312 e ss.), l'acquirente potrà trovare una tutela specifica solo con la redazione di specifiche clausole di garanzia idonee ad attribuire rilevanza giuridica ai vizi e/o alle mancanze di qualità del patrimonio sociale. A tal fine è quindi necessario che il venditore si assuma nel contratto di compravendita specifici impegni in riferimento alla consistenza dei singoli beni che costituiscono il patrimonio sociale e a tutte quelle circostanze che hanno indotto l'acquirente a perfezionare il contratto di cessione. Rimane aperto il problema di stabilire se sia necessaria una previsione negoziale esplicita o se, invece, si sufficiente un richiamo implicito alla situazione patrimoniale e finanziaria della società. In tal senso è bene segnalare che la giurisprudenza prevalente (Trib. Milano, 25 gennaio 2007, n. 1041, *Resp. Civ.e Prev.*, 2007, p. 1691; Trib. Milano, 10 maggio 2006, n. 5414, Trib. Milano, 13 gennaio 2005, *Giur. It.*, 2005, pp. 748 e ss., contra Cass. 20 febbraio 2004, n. 3370, *Contratti*, 2004, pp. 687 e ss.; Cass. 23 febbraio 2000, n. 2059, *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2002, pp. 209 e ss.) tende ad escludere l'assunzione da parte dell'alienante di ogni garanzia relativa al patrimonio sociale in assenza di una esplicita ed espressa dichiarazione in tal senso. Più precisamente, la giurisprudenza muove dal presupposto che le espressioni contrattuali che pongono in correlazione il prezzo pattuito con uno o più cespiti aziendali non siano univocamente interpretabili come una chiara e precisa assunzione di garanzia da parte dell'alienante. Le diverse, e peraltro minoritarie posizioni, si rinvengono in semplici *obiter dicta* non riferibili a casi concreti. In altre parole, la giurisprudenza richiamata non si è pronunciata circa la riconducibilità di alcune dichiarazioni determinate o di alcuni particolari comportamenti delle parti ad una garanzia implicita. La conseguenza è che non risultano reperibili, dall'analisi delle sentenze citate, parametri in base ai quali valutare quando una garanzia possa considerarsi implicitamente prestata.

¹²² Iorio, *Struttura e funzioni delle clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, Milano, 2006, pp. 224 e ss.; Rubino, Sammartano, *Garanzie nella compravendita di pacchetti azionari e di imprese*, Milano, 2006, p. 51 ss.; Proverbio, *Le clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, 2000, pp. 42 e ss..

- l'assenza di diritti di terzi a sottoscrivere aumenti di capitale, di ottenere partecipazioni tramite l'esercizio di diritti di opzione o di altri strumenti (*e.g. warrants*), ovvero di ottenere in qualsiasi modo partecipazioni nell'impresa *target*; e
- l'assenza di vincoli e/o limiti contrattuali e/o statutari alla circolazione delle partecipazioni.

Per quanto concerne le dichiarazioni e garanzie del venditore aventi ad oggetto l'impresa in sé considerata quale bene secondario acquistato, la prassi contrattuale dimostra come tali dichiarazioni e garanzie generalmente riguardino:

- l'esistenza della società e l'inesistenza di elementi che possano determinare l'insolvenza o la liquidazione *ex lege*;
- la piena proprietà da parte della società *target* di tutti i beni chiave per l'esercizio della propria attività;
- la legittima titolarità, o il legittimo diritto di utilizzo, dei diritti di proprietà intellettuale e del *know-how* relativo allo svolgimento della propria attività;
- la corretta valorizzazione e consistenza dei beni in magazzino secondo le scritture contabili;
- la conformità dell'attività svolta alla normativa applicabile ed il possesso di tutte le necessari autorizzazioni e licenze;
- la conformità dei prodotti realizzati o commercializzati alle normative applicabili nei mercati geografici di riferimento;
- il corretto adempimento dei contratti di cui è parte l'impresa;
- il rispetto della normativa giuslavoristica in relazione al rapporto con i dipendenti e gli altri collaboratori; e
- il rispetto delle normative fiscali, ambientali e di sicurezza sul lavoro.

La violazione o la non rispondenza al vero delle dichiarazioni e garanzie del venditore, determinerà in capo al venditore stesso l'obbligo di indennizzare l'acquirente per le conseguenze negative che potrebbero derivargli a seguito di tale violazione o non veridicità¹²³.

La portata degli obblighi di indennizzo in capo al venditore è oggetto di esplicite pattuizioni negoziate tra le parti ed incorporate nel contratto di compravendita di partecipazioni. Gli obblighi di indennizzo, in genere, prevedono l'impegno del venditore ad indennizzare, euro per euro, il compratore e/o la società, a discrezione del compratore per qualsiasi passività (intendendosi per passività, tutte le passività, sopravvenienze passive, insussistenze di attivo, perdite, oneri, danni, spese o costi che si verificano a carico della impresa *target* e/o del compratore) derivanti da qualunque atto, fatto, evento o circostanza negativo/a riferibile all'attività o alla situazione della impresa *target* che sia difforme alle dichiarazioni e garanzie del venditore. Un aspetto che risulta normalmente essere oggetto di negoziazione tra le parti riguarda le eventuali limitazioni temporali e quantitative applicabili agli obblighi di indennizzo del venditore. In relazione alle limitazioni temporali, può osservarsi che i contratti di compravendita di partecipazioni normalmente prevedano termini di decadenza entro i quali eventuali comunicazioni di violazione delle dichiarazioni e garanzie si debbano porre in essere al fine di attivare gli obblighi di indennizzo, trascorsi i quali nessuna contestazione potrà essere validamente avanzata dall'acquirente.

Quanto alle limitazioni di tipo quantitativo agli obblighi di indennizzo del venditore, queste usualmente comprendono:

- una franchigia minima assoluta (o *de minimis*), intesa quale ammontare di danno che il compratore non potrà in nessun caso azionare gli obblighi di indennizzo;
- una franchigia assoluta o relativa, intesa come ammontare complessivo delle passività conseguenti ad uno o più accertate violazioni di dichiarazioni e garanzie che dovrà risultare superato affinché il compratore possa effettivamente azionare il proprio diritto all'indennizzo nei confronti del

¹²³ L'adempimento dell'obbligo di indennizzo viene generalmente garantito tramite un contratto autonomo di garanzia o un deposito fiduciario in garanzia la cui durata è, nella generalità dei casi, rapportata al periodo in cui è alto il rischio che le dichiarazioni si rivelino non esatte. A tal fine, viene spesso previsto nel contratto di acquisizione che una porzione del prezzo per l'acquisto delle partecipazioni si versato presso un conto di deposito fiduciario (*escrow account*). Il rapporto di deposito fiduciario (*escrow*) viene regolato da uno specifico accordo che viene sottoscritto tra il venditore, l'acquirente, ed una banca depositaria (*escrow agent*). In base al contratto di compravendita, la porzione di prezzo così depositata verrà rilasciata al venditore, al decorrere di una determinata data, qualora non siano state avanzate richieste di indennizzo da parte dell'acquirente. Qualora invece, siano stati attivati da parte dell'acquirente degli obblighi di indennizzo, un pari importo verrà rilasciato dal conto di deposito fiduciario all'acquirente, mentre la restante porzione (se alcuna) verrà rilasciata al venditore. In tema di contratti di deposito fiduciario si veda: Sangiovanni, *Il contratto di escrow nella compravendita di partecipazioni sociali*, I Contratti, 2013, pp. 195 e ss.; Zagami, *L'escrow agreement negli ordinamenti di common law e nell'ordinamento italiano*, Trust, 2012, pp. 365 e ss., e Luciani, *L'escrow*, Contr. e impr., 2005, pp. 801 e ss..

venditore. Tale franchigia sarà assoluta laddove si preveda contrattualmente che il venditore, al superamento della soglia, possa richiedere solo l'importo in eccesso. Di converso, sarà una franchigia relativa laddove si preveda che al superamento dell'importo della stessa franchigia l'intero indennizzo, e non solo l'eccedenza, debba essere corrisposto al compratore; e

- un importo massimo (o *cap*) inteso come importo massimo che il venditore potrà in qualsiasi caso essere chiamato a versare.

In presenza di un siffatto regolamento contrattuale complesso in termini di contenuto, di durata delle dichiarazioni e garanzie rese dal venditore, nonché di termini di decadenza per la loro denuncia, spesso, al fine di evitare ogni dubbio, viene esplicitata l'inapplicabilità dell'articolo 1495 del Codice Civile, avente ad oggetto il termine di 8 giorni per la denuncia dei vizi della cosa compravenduta¹²⁴. Un ulteriore profilo delicato di analisi è il rapporto tra le dichiarazioni e garanzie convenzionalmente pattuite tra le parti e la previsione del primo comma dell'articolo 1229 del Codice Civile, in base alla quale “è *nullo qualsiasi patto che esclude o limita preventivamente la responsabilità del debitore per dolo o colpa grave*”.

L'applicabilità del primo comma dell'articolo 1229 del Codice Civile deve essere valutata sotto il profilo della possibile inefficacia di eventuali limitazioni convenzionali agli obblighi di indennizzo del venditore previsti nel contratto di compravendita di partecipazioni, in caso di comportamenti dolosi o affetti da colpa grave da parte del venditore¹²⁵. In realtà, una parte della dottrina sottolinea come l'articolo 1229 del Codice Civile non possa trovare applicazione per le dichiarazioni e garanzie del venditore e i relativi obblighi di indennizzo previsti nel contratto di compravendita di partecipazioni. Infatti, le dichiarazioni e garanzie del venditore e i relativi obblighi di indennizzo che il venditore si assume nel contratto di compravendita di partecipazioni sarebbero frutto di un accordo convenzionale tra le parti, nel senso che le parti avrebbero potuto decidere che al compratore non spettassero garanzie diverse da quelle di legge, e pertanto non sussisterebbero ragioni ostative alla possibilità di limitare la portata della responsabilità del venditore in relazione alle dichiarazioni e garanzie. In tal senso, non si vedrebbe la ragione per cui, dovendosi ammettere la possibilità per il venditore di non rilasciare dichiarazioni e garanzie, il venditore

¹²⁴ Pinto, *Le garanzie patrimoniali nella vendita di partecipazioni azionarie di controllo: qualificazione giuridica e termini di prescrizione*, Riv. Soc., 2003, pp. 460 e ss.; Speranzin, *op. cit.*, Milano, 2006, pp. 168 e ss.; Panzarini, *Cessione di pacchetti azionari: il contenuto delle clausole di garanzia*, I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario, Trattato diretto da Galgano, Torino, 1995, pp. 329 e ss.; Erede, *Durata delle garanzie e conseguenze della loro violazione*, Acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento, a cura di Bonelli e De André, Milano 1990, pp. 296 e ss.; Kling, Simon, *Negotiated acquisitions of companies, subsidiaries and divisions*, New York, 1996, pp. 15 e ss.

¹²⁵ Si pensi all'ipotesi in cui venga fissato contrattualmente un limite massimo di responsabilità del venditore in relazione alla violazione delle dichiarazioni e garanzie.

che abbia accettato di rilasciarle debba trovarsi, con riferimento alle limitazioni convenzionalmente apposte, in una situazione peggiore del venditore che non le abbia concesse del tutto¹²⁶.

Un profilo ulteriore relativo al rapporto tra la previsione del primo comma dell'articolo 1229 del Codice Civile e le dichiarazioni e garanzie del venditore (e i relativi obblighi di indennizzo previsti nel contratto di compravendita di partecipazioni) è quello della limitazione all'obbligo di indennizzo in capo al venditore nei confronti del compratore, anche qualora si verificassero delle circostanze che legittimerebbero la risoluzione del contratto di compravendita ovvero l'annullamento dello stesso. In tal caso, è bene notare che i rimedi generali in tema di risoluzione, in generale, e di risoluzione per inadempimento, più in particolare, di cui agli articoli 1453 e ss. del Codice Civile, nonché, le azioni di annullamento, di cui agli articoli 1427 e ss. del Codice Civile, rappresentano dei rimedi previsti dal nostro ordinamento al fine di garantire una tutela *ad hoc* ad una parte contrattuale rispetto a comportamenti illegittimi dell'altra parte. Da ciò deriverebbe la conseguenza che, ancorché fosse prevista nel contratto una limitazione della responsabilità ad un importo massimo, ovvero i rimedi a disposizione dell'acquirente siano limitati ai soli obblighi di indennizzo del venditore ivi contrattualmente previsti in relazione alle dichiarazioni e garanzie, deve ritenersi che in presenza di dolo o colpa grave, nonché inadempimento del venditore, la previsione dell'articolo 1229 del Codice Civile troverà applicazione. Ciò implicherà che il venditore non potrà opporre al compratore la pattuizione che prevede il diritto all'indennizzo quale rimedio esclusivo nel caso di comportamenti dolosi o gravemente colposi del venditore, tali da legittimare un'azione di risoluzione o addirittura di annullamento del contratto¹²⁷.

4.12 Note conclusive e rinvio ai capitoli successivi

Le diverse fasi in cui si suddividono le operazioni di private equity e di venture capital in particolare sono reciprocamente collegate, non solo da un punto di vista logico, ma anche dal punto di vista legale. Infatti, nella prassi accade sovente che l'operatore di *venture capital* e i soci "venditori" negozino sin dall'inizio le modalità di gestione della dismissione dell'investimento del *venture capitalist*, ovvero stabiliscano, attraverso accordi parasociali, regole di *governance* della società acquisita, in modo da allocare i diritti di controllo e prevenire potenziali conflitti tra i soci "imprenditori" e l'investitore.

Per semplificazione espositiva, gli aspetti relativi ai rapporti tra investitore e soci "imprenditori", nonché le modalità di dismissione dell'investimento, verranno trattati nei successivi capitoli, ancorché, come

¹²⁶ Gervasoni, Sattin, *Op. cit.*, pp. 399 e ss..

¹²⁷ Per un'analisi più approfondita dei profili relativi ai rimedi relativi ai vizi del consenso nell'ambito di operazioni di M&A si faccia riferimento a: Tina, *op. cit.*, Milano, 2007, pp. 209 e ss..

detto, tali questioni vengano negoziate e concordate nella fase iniziale dell'investimento ed in sede di sottoscrizione degli accordi di investimento.

CAPITOLO 5

Gestione dell'investimento

5.1 La convivenza tra *venture capitalist* e socio "imprenditore"

Il *closing* dell'operazione di investimento, come detto precedentemente, determina l'ingresso del *venture capitalist* nella struttura societaria dell'impresa target. Da tale momento l'investitore potrà apportare il proprio *know-how* e ulteriori risorse finanziarie al fine di consentire all'impresa di crescere. Per poter far ciò l'investitore deve necessariamente interagire con i soci (o il socio) "imprenditori", che dopo aver ceduto al *venture capitalist* una parte delle partecipazioni nell'impresa si trovano a dover anch'essi condividere le linee di azione e di crescita dell'impresa con l'investitore. Tale momento è forse il più delicato di tutte le operazioni di *venture capital*. Infatti, è in tale fase che l'impresa modificando i meccanismi di funzionamento interno, si adegua internamente al *modus operandi* dell'investitore, differente dalle prassi gestionali sino a quel momento perseguite. Il cambiamento non è sempre poco traumatico ed i rapporti con i soci "imprenditori" possono diventare tesi nel caso di non piena condivisione degli aspetti gestionali. A tal fine, considerando che il *venture capitalist* ed i soci imprenditori si trovano a dover vivere un rapporto non breve, ancorché temporaneo, è necessario che gli stessi condividano e concordino, per quanto possibile, le linee di azione. In tal senso, andranno, *in primis*, definite e condivise sia le regole di gestione per l'attività a breve termine, ma anche gli obiettivi strategici di medio-lungo periodo. In secondo luogo, l'investitore ed i soci dovranno impegnarsi a lavorare congiuntamente nella piena trasparenza reciproca al fine di limitare eventuali problemi di *agency*, dovuti alla maggiore conoscenza del *business* e dell'impresa da parte dei soci "imprenditori".

Nel presente capitolo si affronterà, *in primis*, il tema della creazione di valore aggiunto da parte degli operatori di *venture capital* e, successivamente, la questione della gestione, a livello legale e contrattuale, dei rapporti tra socio investitore e soci "imprenditori".

5.2 La gestione dell'investimento

La letteratura economica ha individuato diverse tipologie di investitori che si differenziano principalmente per il loro atteggiamento rispetto all'investimento e al coinvolgimento nell'attività

dell'impresa in cui si è investito. In particolare, MacMillan, Kulow e Khoylian¹²⁸ hanno individuato tre diverse tipologie di investitori:

- (a) una prima tipologia di investitori si caratterizza per avere un approccio più distante rispetto all'impresa partecipata con un bassissimo coinvolgimento nella gestione aziendale. Il loro ruolo è, principalmente, quello di finanziare l'impresa oltre che fungere da veicolo per la creazione di un network di conoscenze, facilitando il dialogo dell'impresa con altri interlocutori finanziari, ovvero fornendo consigli per l'ottimizzazione della struttura gestionale;
- (b) un secondo gruppo di investitori, invece, si caratterizza per un maggiore coinvolgimento nella gestione delle partecipate. Il loro ruolo si estende a tutti gli aspetti relativi al *management* come ad esempio la selezione, la formazione e la stipulazione dei contratti; e
- (c) il terzo gruppo di operatori è quello dei c.d. "operatori attivi" che comprende gli investitori caratterizzati da un elevato coinvolgimento nell'impresa finanziata. I *venture capitalist* che rientrano in tale categoria partecipano attivamente a tutte le fasi di gestione dell'impresa, ad esempio valutando i piani di *marketing* e monitorando la gestione operativa dell'impresa.

Da un'altra analisi¹²⁹, emerge che il coinvolgimento più o meno intenso nella gestione dell'attività dell'impresa finanziata dipende dal tipo di progetto finanziato. Negli "investimenti iniziali" (*seed financing*) e negli "investimenti start-up" (*start up financing*), l'attività dell'investitore risulta maggiormente decisiva e funzionale a consentire un effettivo ed efficiente sviluppo dell'impresa. L'investitore risulta, in tal caso, essere spesso presente in azienda con una presenza di due/tre ore a settimana, contro i tre quarti d'ora generalmente dedicati da parte degli investitori di aziende che si trovano in una fase del ciclo di business più avanzato.

Il ruolo ed il coinvolgimento che l'investitore ha rispetto alla gestione della società variano anche in funzione della quota di partecipazione che viene acquisita. Non raramente, specialmente nei mercati europei, l'investitore acquista la maggioranza delle partecipazioni. Ciò evidentemente impone un ruolo di indirizzo e gestionale più forte rispetto ai casi in cui l'investitore detiene una partecipazione di minoranza, e dove i "soci imprenditori" mantengono ancora una posizione preminente nell'indirizzo del business. A tal proposito, occorre sottolineare una differenza, almeno parziale, tra gli investimenti nel capitale di rischio nel mercato statunitense e quelli che sono posti in essere nell'Europa continentale. Nel primo caso,

¹²⁸ MacMillan, Kulow, Khoylian, *Venture capitalists' involvement in their investments: extent and performance*, Journal of Business Venturing, 1988, pp. 27 e ss.

¹²⁹ Gorman, Sahlman, *What do venture capitalists do?*, Journal of Business Venturing, 1989, pp. 231 e ss.

considerato lo sviluppo del mercato del capitale e della conseguente possibilità di potersi avvalere più facilmente dello strumento della quotazione quale *exit strategy*, le partecipazioni detenute dagli investitori sono per lo più di minoranza. Di converso, nel mercato europeo, dove il mercato dei capitali è meno sofisticato e sviluppato, la principale *exit strategy* rimane la vendita a terzi (*secondary buy-out*) e ciò ha comportato la diffusione, in misura prevalente, di operazioni caratterizzate dall'acquisto di partecipazioni di maggioranza, o comunque tali da garantire in un'influenza dominante.

Prima di affrontare più in dettaglio nel prosieguo del presente lavoro le modalità e le strategie con le quali gli operatori di *venture capital* creano o comunque contribuiscono alla creazione di valore dell'impresa finanziata, è bene soffermarsi su alcune considerazioni preliminari sul ruolo e sul coinvolgimento degli investitori nella gestione delle imprese finanziate. In tal senso, è bene notare che tutte le operazioni di tale tipo si caratterizzano per l'elevato ammontare di risorse investite nel progetto di crescita dell'impresa. Ciò, come evidente conseguenza, rende necessario e particolarmente critico il monitoraggio dell'attività dell'impresa stessa. In tal senso, spesso tale problema viene affrontato ed in parte risolto dagli operatori di *venture capital* attraverso la nomina di alcuni propri rappresentati nel consiglio di amministrazione dell'impresa. Tuttavia, tale strumento, seppure significativo, non costituisce *per sé* un'efficace mezzo di monitoraggio e controllo e, pertanto, non assurge a indicatore significativo del maggiore o minore coinvolgimento dell'investitore nella gestione dell'impresa. Infatti, si può essere estremamente coinvolti e generare notevole valore aggiunto non essendo presenti in seno al consiglio di amministrazione, come essere poco coinvolti pur essendo presenti in consiglio. Tuttavia, appare evidente, a parere di chi scrive, che una presenza all'interno del consiglio di amministrazione possa costituire un'evidente vantaggio per il monitoraggio dell'investimento, potendo avere accesso a maggiori informazioni e con maggiore tempismo rispetto alla posizione del singolo socio.

Alla base della necessità di monitorare in modo stringente ed attento l'andamento dell'impresa e, di conseguenza, l'investimento, non vi sono solo ed esclusivamente ragioni di natura economica, ma veri e propri rischi di comportamenti opportunistici, sia da parte del *management* e/o degli amministratori, ma anche dei "soci imprenditori", i quali evidentemente godono di una maggiore conoscenza del *business*. In questo senso, tanto più sono i possibili interessi privati degli amministratori interni, tanto maggiore è la mancanza di fiducia dell'investitore nei loro confronti, cui conseguirà un aumento della rilevanza del rapporto personale tra *venture capitalist* e un gruppo imprenditoriale¹³⁰. Va, peraltro, evidenziato che la predisposizione di efficaci strumenti di monitoraggio e le soluzioni per i problemi di asimmetrie informative, potenzialmente esistenti tra l'investitore ed i "soci imprenditori"/*management*, sono

¹³⁰ Sapienza, Gupta, *The impact of agency risk and task uncertainty on venture capitalists – CEO interaction*, *Academy of Management Journal*, 1994, pp. 1618 e ss.

strettamente legati alla struttura dell'operazione e agli accordi che vengono sottoscritti in sede di investimento, ed è appunto in tale fase che tali problematiche vengono affrontate e risolte attraverso, ad esempio, la sottoscrizione di accordi parasociali. La *corporate governance*, pertanto, costituisce per gli investimenti di *venture capital* uno strumento irrinunciabile per favorire la creazione di valore nelle imprese¹³¹: In tal senso, come verrà più dettagliatamente indicato nel prosieguo del presente lavoro, gli accordi mirano a disciplinare i seguenti aspetti:

- (a) **la stabilità dell'investimento e della partecipazione del "socio imprenditore"**. Il *venture capitalist* investe, infatti, nella capacità del socio imprenditore e nella sua abilità di realizzare, anche attraverso le risorse ed il *know-how* apportato dall'investitore stesso, il progetto imprenditoriale in periodo medio-lungo. In tal senso, diventa decisivo garantire, da un lato, all'investitore che il "socio imprenditore" non trasferisca le proprie partecipazioni per un periodo di tempo e non lo lasci affrontare da solo il rischio di crescere e sviluppare l'impresa, e dall'altro, garantire al "socio imprenditore" un ritorno economico per l'attività di contribuzione allo sviluppo all'impresa, derivante dall'incremento del valore delle partecipazioni da questo detenute;
- (b) **la gestione dell'impresa e gli equilibri societari**. Uno dei punti più delicati dei rapporti tra investitore e "soci imprenditori" sono, evidentemente, i diritti "sociali" che spettano a ciascuno di essi in relazione alla gestione della società¹³². In tal senso, la prassi mette in evidenza che all'investitore vengono riservati diritti nella nomina degli organi societari nonché diritti di veto (sia in sede assembleare, sia in sede di consiglio di amministrazione indirettamente attraverso la previsione di diritti di veto in favore degli amministratori espressione del *venture capitalist*);

¹³¹ Tale conclusione è stata enfatizzata, ad esempio, attraverso l'istituzione all'interno dell'AIFI di una commissione per la *corporate governance*. Uno studio empirico dell'OECD ha, inoltre, dimostrato che la presenza di investitori istituzionali qualificati nella compagine azionaria aiuta a rafforzare la trasparenza e l'esercizio dei diritti da parte di tutti gli shareholders (A.A.V.V., *The role of private pools of capital in corporate governance: about the role of private equity firms and activist hedge funds*, Organization for economic cooperation and development, Maggio 2007.)

¹³² Come verrà più in dettaglio ripreso nel prosieguo del presente capitolo, la ripartizione dei diritti sociali connessi alla partecipazione in società avviene sia con riferimento ai diritti patrimoniali, sia con riferimento a diritti di natura amministrativa. Gli strumenti con cui si addivene a tale ripartizione sono *in primis* rappresentati dagli accordi parasociali. Nella prassi italiana, l'attribuzione di particolari diritti ai soci di una società a responsabilità limitata avviene, spesso, attraverso apposite previsioni statutarie nelle quali vengono previsti particolari diritti ai singoli soci, ai sensi dell'art. 2468, comma 3, del codice civile. Per quanto concerne le società per azioni, le previsioni codicistiche non consentono l'attribuzione diretta per via statutaria di diritti particolari ad un singolo e determinato socio. Per ovviare a tale ostacolo, nella prassi i diritti particolari vengono attribuiti attraverso lo strumento delle categorie di azioni, di cui all'art. 2348 del codice civile, in tal modo vengono attribuite al investitore ed al socio imprenditore azioni appartenenti a categorie diverse, a cui corrispondono diversi diritti patrimoniali ed amministrativi.

- (c) **le informazioni sulla gestione.** Un elemento critico per i *venture capitalist* è riuscire ad ottenere un costante flusso informativo sull'andamento della società al fine di verificare se le strategie di sviluppo e crescita dell'impresa producono i risultati preventivati. Tale flusso di informazioni deve essere costante, tempestivo e rappresentare effettivamente la gestione della società. In tal senso diviene cruciale stabilire regole in base alle quali vengono implementate precise politiche di divulgazione delle informazioni tra le parti, con lo scopo di garantire una tempestiva e dettagliata visione delle performance economico/finanziarie dell'impresa e, più in generale, individuare i fattori di rischio che possono sorgere in relazione ai risultati dell'investimento; e
- (d) **la dismissione dell'investimento da parte dell'investitore istituzionale.** Come detto precedentemente, l'investimento del *venture capitalist* ha carattere temporaneo e, pertanto, diviene fondamentale, sin dalla fase di realizzazione dell'investimento, definire la fase di disinvestimento. Le caratteristiche delle previsioni relative al disinvestimento sono (i) la definizione di un periodo a partire dal quale l'investitore avrà il diritto di attivare la fase di disinvestimento (normalmente successivamente al decorrere di un periodo di tempo necessario a implementare il *business plan* concordato); (ii) la disciplina di calcolo del valore delle partecipazioni, in modo da consentire che la partecipazione sia valutata in modo oggettivo e rispecchiare, per quanto possibile, il reale valore di mercato delle stesse; e (iii) gli strumenti per favorire l'effettività del processo di dismissione dell'investimento.

Sul piano degli effetti positivi che derivano dalla definizione di un efficiente sistema di *corporate governance* ed attribuzione all'investitore di diritti di controllo penetranti, si segnala uno studio condotto su una rosa di aziende finanziate da *venture capitalists* pubblicato nel 2007¹³³. Tale importante lavoro ha dimostrato come l'apporto degli investitori istituzionali in termini di *governance* genera un forte orientamento al controllo della gestione, in particolare in termini di attenzione ai costi, da parte del *management*, contribuendo, pertanto, in modo significativo alle performance dell'impresa finanziata.

Per quanto concerne la valenza significativa della presenza dell'investitore (o di suoi rappresentanti) nel consiglio di amministrazione della società finanziata, va ricordato che le imprese che costituiscono il target dei *venture capitalists* sono aziende di piccole dimensioni che si trovano nelle prime fasi del ciclo di *business*. I consigli di amministrazione di tali imprese sono di dimensioni molto contenute e spesso composto dagli stessi soci della società. Uno studio condotto da Rosenstein, Bruno e Bygrave ha messo in evidenza che a seguito del perfezionamento dell'operazione di investimento, il numero dei consiglieri di

¹³³ Wijbenga, Postma, Stratling, *The influence of the venture capitalist's governance activities on the entrepreneurial firm's control systems and performance*, Entrepreneurship Theory and Practice, 2007, pp. 257 e ss.

amministrazione incrementa, passando da una media di tre componenti a 4,8 componenti¹³⁴. Le principali differenze tra i consigli di amministrazione delle imprese finanziate da *venture capitalists* e quelli delle piccole imprese risiedono nella circostanza che nei primi si assiste spesso alla presenza di professionisti esterni all'impresa e al coinvolgimento degli stessi negli aspetti di tipo strategici e gestionali. Evidentemente, l'obiettivo dell'investitore è quello di assicurarsi il controllo dell'azienda limitando il ruolo dei "soci imprenditori" e del *management* di loro espressione. Tuttavia, non di rado accade che il *management* precedente mantenga posizioni chiave, e ciò accade specialmente quando la gestione rimane in maggior misura nelle mani dei "soci imprenditori". In tal caso, l'investitore intensificherà necessariamente i controlli e la propria attività di monitoraggio.

La seconda peculiarità dei consigli di amministrazione delle imprese partecipate o controllate da *venture capitalist*, come detto, è costituita dall'elevato coinvolgimento degli amministratori nell'implementazione, oltre che nella definizione, delle linee strategiche. Le dimensioni ristrette dei consigli di amministrazione di tali imprese favoriscono incontri frequenti e la creazione di un rapporto molto costruttivo. La presenza dell'investitore istituzionale, inoltre, contribuisce a spingere il *management* a migliorare le loro performance attraverso, ad esempio, la fissazione di obiettivi e la presenza di continui controlli al fine di verificare il conseguimento degli stessi. Inoltre, qualora risulti evidente o molto probabile che gli obiettivi fissati non siano raggiungibili, l'investitore sarà attivamente coinvolto nella definizione di una nuova strategia.

5.3 Cosa apporta il *venture capitalist*? La creazione del valore aggiunto

Il ruolo che svolgono i *venture capitalist* nel processo di creazione del valore dell'impresa finanziata, non si limita al semplice apporto di risorse economiche che, chiaramente, rappresenta comunque l'elemento principale della relazione tra *venture capitalist* e "soci imprenditori". L'attività dell'investitore si estende ed apporta valore nelle seguenti aree: (i) analisi dell'ambiente competitivo e flusso informativo, (ii) servizi finanziari, (iii) definizione delle strategie e consulenza direzionale, (iv) selezione delle risorse umane, (v) contatti professionali/industriali, (vi) rapporto di partnership, e (vii) intervento di natura operativa.

¹³⁴ Rosenstein, Bruno, Bygrave, *The CEO, Venture Capitalist and the Board*, Journal of business venturing, 1993, pp. 99 e ss..

(a) Analisi dell'ambiente competitivo e flusso informativo

Gli studi di gestione manageriale sottolineano l'importanza per le imprese di comprendere il contesto competitivo nel quale operano. Le imprese, infatti, operano in un ambiente dinamico, in cui il vero strumento per garantire il successo di iniziativa economica è la capacità di adattarsi alle richieste ed alle condizioni di mercato. In termini organizzativi ciò comporta che l'impresa deve essere pronta a prendere continuamente decisioni riguardanti una molteplicità di fattori.

L'assunzione di decisioni strategiche deve essere il prodotto di un adeguato studio e approfondimento di tutte le implicazioni e delle criticità che sono collegate. Infatti, qualsiasi decisione, dalla più semplice alla più complessa, è caratterizzata da un certo numero di profili di rischio, sia in termini di esborsi finanziari che l'adozione di una determinata decisione comporta, sia in virtù della circostanza che qualsiasi decisione può essere caratterizzata da un elevato grado di irreversibilità.

La letteratura economica dimostra come il processo decisionale passi attraverso l'acquisizione di informazioni, l'analisi delle informazioni raccolte, la predisposizione e l'individuazione di diverse soluzioni, e la scelta dell'alternativa strategica più valida¹³⁵. Secondo i principi microeconomici della domanda e dell'offerta¹³⁶, affinché l'impresa possa adottare le decisioni migliori che consentono di massimizzare la funzione di utilità della stessa impresa, fra gli altri elementi, occorre che vi sia una piena informazione del mercato di riferimento e che i soggetti decisionali siano perfettamente razionali. La realtà, tuttavia, dimostra come tali condizioni non possono in concreto verificarsi e, anche per ragioni di tempo, il *management* non può raccogliere spesso tutte le informazioni necessarie per effettuare la scelta ottimale. In tale contesto di incertezza, il processo decisionale non può che essere caratterizzato da valutazioni di natura soggettiva del *management*, il quale dovrà necessariamente farsi carico, nell'assunzione della decisione, dei rischi connessi all'incertezza. Un elemento che consente, senza dubbio, l'incertezza in relazione alle possibili conseguenze dell'adozione di una determinata opzione strategica è rappresentato dalla conoscenza del mercato e dall'esperienza maturata dal *management*. Nelle imprese molto giovani, come quelle oggetto degli investimenti dei *venture capitalist*, molto spesso il socio imprenditore non possiede tutte le *expertise* di natura manageriale che consentono di avere un grado di capacità di prevedere gli eventi futuri tale da porre in essere previsioni attendibili. In tal senso, il *venture capitalist* attraverso il proprio *know-how* gestionale, nonché l'esperienza maturata in operazioni

¹³⁵ Eisenhardt, Zbaracki, *Strategic decision making*, Strategic management journal, 1992, pp. 17 e ss.; Papadakis, Lioukas, Chambers, *Strategic decision-making processes: the role of management and context*, Strategic Management Journal, 1998, pp. 115 e ss.; Simon, *Rational decision making in business organization*, The American Economic Review, 1979, pp. 493 e ss.; Spina, *La gestione dell'impresa*, Milano, 2008, pp. 29 e ss..

¹³⁶ Si veda, Varian, *Intermediate Microeconomics*, 2010, USA, pp. 160 e ss.

precedenti, costituisce un valido sostegno per l'analisi delle possibili soluzioni in contesti caratterizzati da incertezza e per l'adozione della soluzione più efficiente.

In situazioni di incertezza, infatti, il continuo confronto con l'investitore diviene un elemento che attribuisce all'impresa un sicuro vantaggio competitivo, in quanto il *venture capitalist* è in grado di contestualizzare al meglio le proposte del socio "imprenditore" rispetto al relativo ambiente competitivo, ed eventualmente integrarle/modificarle al fine di renderle il più efficienti possibile.

Parimenti, la presenza del *venture capitalist* nell'impresa e la sua supervisione consentono l'instaurarsi di uno stretto rapporto di collaborazione e coordinamento con il socio "imprenditore" ed il *management*. Tale continua relazione impone al *management*, e più in generale alla struttura organizzativa dell'impresa, di adeguarsi e adottare i medesimi standard di efficienza del *venture capitalist*, nonché di velocizzare il processo decisionale. Sebbene la convivenza tra l'investitore e l'anima più imprenditoriale dell'impresa, rappresentata dal socio "imprenditore" e dal *management*, sia per la maggior parte proficua, non mancano casi in cui i *venture capitalist* vengano accusati di una eccessiva ingerenza nel processo decisionale e/o di scarsa esperienza nel settore specifico¹³⁷.

Uno studio¹³⁸ ha cercato di dimostrare l'incidenza sulle imprese finanziate dell'eventuale esperienza del *venture capitalist* nel settore di riferimento, al fine di verificare se la stessa possa effettivamente costituire un elemento in grado di attribuire un vantaggio competitivo¹³⁹. Tale indagine, in particolare, ha analizzato il legame, nei mercati europei e negli Stati Uniti, tra esperienza dell'investitore, distinguendo quella maturata nel settore specifico in cui opera l'impresa e quella relativa agli investimenti nel capitale di rischio, e valore aggiunto fornito all'impresa. L'esito di tale ricerca è che il legame tra esperienza e valore aggiunto è confermato solo in parte. Specificamente, l'esperienza in partecipazioni nel capitale di rischio ed il valore apportato nell'impresa finanziata è correlato negativamente in Europa, mentre negli USA le due variabili risultano indipendenti l'una dall'altra. Per quanto concerne, invece, il rapporto tra esperienza maturata nel settore specifico e il valore apportato all'impresa, la ricerca dimostra come tra queste due variabili sussista una correlazione positiva, sia nel mercato europeo che nel mercato statunitense. Da tale indagine, altresì, risulta evidente l'estrema importanza, al fine della creazione di valore aggiunto per

¹³⁷ Fried, Hisrich, *The venture capitalist: a relationship investor*, California management review, 1995, pp. 2 e ss.

¹³⁸ Sapienza, Manigart, Vermeir, *Venture Capitalists Governance in four countries*, Journal of Business Venturing, 1996, pp. 439 e ss..

¹³⁹ Come osservato da alcuni autori (Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, p. 312), spesso viene dato per scontato che operatori che hanno finanziato centinaia di imprese possano mettere a disposizione delle aziende in portafoglio la propria esperienza ma, in realtà, potrebbe essere vero anche il contrario. Infatti, gli investitori con un elevato grado di esperienza potrebbero avere minori necessità di relazionare con la controparte, la quale dunque potrebbe non avvalersi di questa presunta fonte di valore aggiunto.

l'impresa, di una presenza locale effettiva dell'investitore e della conoscenza del mercato e del settore di riferimento¹⁴⁰.

(b) Servizi finanziari

Il ruolo rivestito dal *venture capitalist* nel processo di sviluppo dell'impresa che, indubbiamente, risulta di maggiore rilevanza è quello di finanziatore. Infatti, il capitale che viene fornito dall'investitore consente all'impresa di acquisire le risorse finanziarie ed economiche al fine di implementare la *business idea* e affacciarsi sul mercato con adeguati strumenti economici.

Per le imprese che si trovano nelle fasi iniziali del proprio ciclo di business, il ricorso ai capitali degli investitori di *venture capital* rappresenta spesso l'unica fonte di finanziamento possibile¹⁴¹. Infatti, per tali imprese, l'accesso ai finanziamenti bancari o del mercato dei capitali risulta molto difficile, rispetto alle imprese di dimensioni maggiori e/o che siano presenti sul mercato da più tempo, in considerazione della difficoltà per i finanziatori di valutare il profilo di rischio dell'impresa da finanziare. Per un finanziatore, la concessione del credito a imprese giovani è particolarmente rischiosa per vari motivi: da un lato, in quanto spesso non è possibile ottenere dei dati storici significativi in relazione all'andamento dell'impresa, e dall'altro, soprattutto quando l'impresa opera in settori altamente specializzati, non è possibile valutare con ragionevole attendibilità le prospettive di crescita dell'impresa stessa.

L'apporto di risorse finanziarie, come ben può immaginarsi, riveste un ruolo particolarmente cruciale. L'ambiente in cui operano le imprese, specialmente quando si trovano nelle fasi iniziali del ciclo di business, offre opportunità che impongono l'adozione di scelte strategiche ed impegni di natura finanziaria. La disponibilità di tali risorse dipenderà dalla struttura finanziaria dell'impresa e dalla facilità con la quale accedere a nuove risorse finanziarie.

Uno studio¹⁴² ha evidenziato che il ruolo che il finanziamento del *venture capitalist* ha rivestito sia stato ritenuto fondamentale non solo dalle aziende finanziate, ma anche dagli stessi investitori. Tuttavia il medesimo studio ha evidenziato che negli USA il ruolo del finanziamento assume certamente una posizione rilevante, ma altrettanta importanza rivestono i servizi ulteriori di tipo strategico e manageriale forniti dall'investitore all'impresa.

¹⁴⁰ A conferma di questo ultimo aspetto, recenti studi (Manigart, Collwaert, Wright, Pruthi, Lockett, Bruining, Hommel, and Landstrom, *Human Capital and the internationalization of Venture Capital Firms*, Working Paper, University of Ghent, 2006), hanno analizzato il processo internazionalizzazione di fondi di *venture capital* arrivando a concludere che l'ingresso in nuove aree geografiche è legato alla presenza di un manager con una significativa precedente esperienza in tale mercato.

¹⁴¹ Fried, Hisrich, *op. cit.*, pp. 2 e ss..

¹⁴² Sapienza, Manigart, Vermeir, *op. cit.*, pp. 439 e ss.

I servizi finanziari apportati dal *venture capitalist* non si limitano, *sic et simpliciter*, all'apporto di denaro ma si estendono (i) alla gestione dei rapporti con i finanziatori ed il ceto bancario, (ii) alla facilitazione della raccolta di capitale di debito e/o di rischio, e (iii) al monitoraggio delle *performance* economico/finanziarie¹⁴³.

Più in generale, è bene sottolineare che la presenza del *venture capitalist* permette di migliorare la percezione che all'esterno si ha dell'impresa. La stessa, infatti, appare più solida e il progetto di *business* risulta essere percepito come valido proprio in ragione del fatto che un investitore esterno ha creduto e crede alle possibilità di successo dell'impresa. Ciò, senza dubbio, facilita l'ottenimento di finanziamenti da parte delle banche e costituisce un motivo di interesse per eventuali ulteriori investitori professionali interessati a supportare la crescita dell'impresa nelle fasi successive¹⁴⁴. Inoltre, il *venture capitalist*, grazie alle proprie conoscenze, riesce attraverso l'attività di monitoraggio delle *performance* a determinare i momenti di eventuali tensioni finanziarie e ad intervenire, ove necessario, apportando nuove risorse. In tali situazioni di difficoltà l'investitore, grazie al suo prestigio e alle capacità relazionali, assume il ruolo decisivo di intermediario nei rapporti con gli altri finanziatori, al fine di rassicurarli sul buon andamento dell'attività dell'impresa.

(c) Definizione delle strategie e consulenza direzionale

Il *venture capitalist*, come detto, non si limita a svolgere il ruolo di mero finanziatore dell'impresa nella quale investe, ma i servizi che lo stesso fornisce all'azienda si estendono fino a quelli di tipo strategico. Ciò consente, specialmente in imprese giovani, di coprire le lacune manageriali del "socio imprenditore" e di consentire una diffusione di una qualificata cultura manageriale. Proprio tali caratteristiche fanno sì che, per le imprese nelle prime fasi del relativo ciclo di *business*, la possibilità di sfruttare le conoscenze manageriali degli investitori professionali contribuisca a rendere particolarmente attrattivo il ricorso a tale tipo di finanziamento¹⁴⁵.

L'importanza dei servizi manageriali e organizzativi forniti dall'investitore è, senza dubbio, maggiore nelle imprese che si trovano nelle prime fasi del relativo ciclo di *business*, mentre nelle imprese che si trovano già nella fase di crescita/maturità il valore aggiunto che tali servizi apportano è minore. Ciò, evidentemente, in ragione del fatto che le aziende più mature e da più tempo presenti sul mercato presentano una struttura organizzativa e gestionale più definita e meglio sviluppata, con processi operativi

¹⁴³ Tali servizi vengono prestati non solo dagli investitori più attivi nella gestione dell'impresa, ma anche da quelli che sono coinvolti in misura minore.

¹⁴⁴ Bovaird, *Introduction to Venture Capital Finance*, UK, 1990.

¹⁴⁵ Fried, Hisrich, *op. cit.*, pp. 2 e ss..

più consolidati. In tali ipotesi, la consulenza sarà per lo più limitata ad operazioni straordinarie (quali fusioni e/o acquisizioni) ovvero in vista di un processo di quotazione dell'azienda.

Numerosi studi hanno¹⁴⁶ evidenziato il ruolo fondamentale dei *venture capitalist* nella definizione delle scelte strategiche delle imprese detenute nel portafoglio e nell'implementazione delle strategie adottate. In particolare, nell'ottica delle imprese finanziate, si è rilevato come l'attività di consulenza strategica e direzionale fornita dal *venture capitalist* sia ritenuta un elemento decisivo per la creazione di valore aggiunto. Allo stesso tempo, notevole importanza rivestono servizi di consulenza più strettamente finanziaria e di marketing. Dal punto di vista degli investitori, il contributo che viene individuato come decisivo per la buona riuscita dell'investimento è costituito proprio dal supporto fornito nella definizione delle strategie, nonché dalla capacità di indirizzare le decisioni strategiche nel caso in cui l'impresa debba far fronte a rapidi mutamenti delle condizioni di mercato e dell'ambiente competitivo nella quale la stessa si trova ad operare.

Per comprendere pienamente la portata del ruolo nella definizione delle strategie da parte dell'investitore, è bene soffermarsi brevemente sulla nozione di strategie e su quelle che, secondo la dottrina manageriale dominante, sono le principali strategie competitive di un'impresa. In linea generale, per strategia si intendono le decisioni di indirizzo di un'impresa per competere in un determinato settore, al fine di conseguire dei vantaggi competitivi rispetto ai concorrenti, in modo da poter conseguire una maggiore redditività¹⁴⁷. La definizione delle strategie impone all'impresa di scegliere e determinare il *business* nel quale operare, l'individuazione dei punti di forza interni, e di cercare di conseguire, attraverso i punti di forza, un vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti difendibile e durevole nel tempo. Tale attività dovrà, altresì, tener conto di quelle che sono le caratteristiche dell'ambiente competitivo in cui opera l'impresa.

La teoria economica¹⁴⁸ ha individuato tre differenti strategie di base: (i) *leadership* di costo, la quale, in estrema sintesi, si basa sullo sfruttamento delle economie di scala, e consente la riduzione dei costi medi all'aumentare della produzione, fino al raggiungimento della dimensione ottima minima;¹⁴⁹ (ii)

¹⁴⁶ Rosenstein, *The Board and Strategy: Venture Capital and High Technology*, Journal of Business Venturing, 1988, pp. 99 e ss.; Caselli, *op. cit.*, pp. 205 e ss.; Gompers, Lerner, *op. cit.*, pp. 241 e ss.; Hellmann, Puri, *Venture Capital and the Professionalization of the Star-up firms: Empirical Evidence*, The Journal of Finance, 2002, pp. 169 e ss..

¹⁴⁷ Fontana, Caroli, *Economia e gestione delle imprese*, Milano, 2006, pp. 87 e ss.; Hax, Majluf, *La gestione strategica dell'impresa*, Napoli, 1991, pp. 143 e ss..

¹⁴⁸ Porter, *Competitive Advantage: creating and sustaining superior performance*, USA, 1985, pp. 11 e ss..

¹⁴⁹ Fontana, Caroli, *op. cit.*, pp. 104 e ss..

differenziazione, la quale, in breve, si sostanzia nell'attribuzione al prodotto o al servizio commercializzato dall'impresa di fattori (tangibili o intangibili) che ne incrementano il valore riconosciuto dal mercato rispetto a quello attribuito ai prodotti e/o ai servizi concorrenti¹⁵⁰; e (iii) focalizzazione, la quale consiste nella ricerca di una posizione di vantaggio assoluto nei costi o di differenziazione in un'area circoscritta del mercato¹⁵¹.

Nelle imprese che si trovano nelle fasi iniziali del relativo ciclo di *business*, le scelte strategiche saranno orientate verso la definizione delle modalità di penetrazione di mercato e, stante la struttura ancora embrionale, raramente potranno basarsi su strategie di *leadership* di costo, che normalmente richiedono dimensioni produttive piuttosto rilevanti. Perciò, le strategie che caratterizzano per lo più tali imprese saranno riconducibili alla strategia di differenziazione e di focalizzazione. Tali strategie, infatti, ben si pongono rispetto a imprese giovani, le quali non hanno raggiunto le dimensioni per sfruttare le economie di scala o di scopo, ma si caratterizzano per un'elevata specializzazione della produzione, con la necessità di prendere in considerazione le esigenze e i bisogni dei fornitori, nonché dei consumatori, e le caratteristiche dei prodotti o servizi sostitutivi offerti dai concorrenti. Il ruolo che viene rivestito dal *venture capitalist*, in tale contesto, consiste essenzialmente nel reperimento delle informazioni che consentono di valutare le opzioni strategiche e nella scelta della strategia che appare maggiormente efficiente. Ciò può avvenire grazie all'esperienza ed alle conoscenze maturate dal *venture capitalist* nel settore di riferimento.

Oltre alla formulazione e implementazione delle strategie, un altro contributo rilevante che viene apportato dall'investitore riguarda la definizione delle politiche di *marketing*. Infatti, le imprese giovani spesso sottovalutano l'importanza di un'efficace politica di promozione dei prodotti e servizi; in tal senso, l'investitore non fa altro che sensibilizzare l'impresa partecipata ed il *management* ad una cultura di *marketing* e far comprendere l'importanza delle modalità con le quali veicolare il prodotto o servizio offerto ai potenziali clienti.

Il supporto fornito dall'investitore nella definizione della strategia e nella relativa implementazione non sarebbero di per sé efficaci se non fossero accompagnate da una costante attività di monitoraggio delle *performance* da parte dell'investitore. Infatti, un'azienda giovane, ancorché abbia adottato ed implementi delle valide strategie, nel suo sviluppo potrebbe incontrare numerose difficoltà. Il processo di monitoraggio posto in essere dal *venture capitalist* consente allo stesso di prestare particolare attenzione ai possibili segnali di difficoltà, come, ad esempio, ritardi nel cambiamento e nell'adeguamento alle

¹⁵⁰ Fontana, Caroli, *op. cit.*, pp. 113 e ss..

¹⁵¹ Fontana, Caroli, *op. cit.*, pp. 121 e ss..

mutate condizioni di mercato, il crescere dei costi, l'incapacità di mantenere il controllo sull'incasso dei crediti, e/o la dipendenza da un numero ridotto di clienti o fornitori. Qualora, a seguito di tale attività di controllo, emerga qualche problema o criticità, l'investitore definirà le modalità di intervento e sostegno all'impresa e si coordinerà con il "socio imprenditore" per eventualmente definire le modalità di adeguamento delle strategie¹⁵².

Infine, un ulteriore contributo di tipo strategico/direzionale è la partecipazione alla creazione di una mentalità adatta ad affrontare problemi in modo costruttivo e tempestivo. La diffusione di una cultura manageriale favorisce una maturazione del management e delle scelte poste in essere dallo stesso, facendo sì che (i) l'impresa non si avventuri, senza un'adeguata ponderazione, in settori in cui ha scarsa esperienza, (ii) si sviluppino strumenti informativi efficienti per la diffusione delle informazioni strettamente necessarie, (iii) si crei un gruppo di lavoro coordinato, (iv) si definisca un sistema di ripartizione efficiente delle funzioni organizzative e gestionali del personale, senza evitare inutili sovrapposizioni, (v) vi sia la diffusione di un costante modello di controllo dei risultati aziendali e dei costi, e (vi) si diffonda un atteggiamento costruttivo nell'anticipare i problemi e sfruttare le opportunità fornite dall'ambiente competitivo.

(d) Selezione e gestione delle risorse umane

Il *venture capitalist* consente all'impresa, attraverso la propria partecipazione nella sua gestione, all'impresa di beneficiare del *know-how* dallo stesso sviluppato. Tuttavia, ciò di per sé non è sufficiente a garantire che la struttura organizzativa e gestionale dell'impresa operi in maniera efficiente. Per riuscire a far sì che un'impresa operi efficientemente occorre che vi sia un *management* in grado di implementare le strategie. Infatti, come affermato dalla dottrina economica¹⁵³, i *manager* costituiscono l'elemento dinamico e fonte di impulso per qualsiasi business, senza il quale le risorse produttive sarebbero solo risorse e non diverrebbero mai produttive.

Il ruolo del *management* è particolarmente delicato e complesso. Infatti, questi sono chiamati a gestire l'azienda dovendo comprendere non solo il *business* nel quale opera l'impresa, ma anche fronteggiare il cambiamento nell'ambiente competitivo anticipandolo e ponendo in essere valide contromisure per sostenere la pressione dei concorrenti. Dal punto di vista dell'impresa occorre stabilire la struttura più idonea a massimizzare ed ottimizzare le prestazioni del *management*. In estrema sintesi, le aree di intervento nell'ambito delle risorse umane vengono individuate (i) nella selezione delle risorse umane nei

¹⁵² Ehrlich, Noble, Moore, Weaver, *After the cash arrives. A comparative study of Venture Capital and Private Investor involvement in entrepreneurial firm*, Journal of Business Venturing, 1994, pp. 67 e ss..

¹⁵³ Drucker, *The practice of management*, UK, 1989.

ruoli vacanti, occorrendo elaborare un sistema di selezione e promozione del personale, in modo da creare flussi di persone corrispondenti alla mission e alla strategia dell'impresa; (ii) la definizione di un sistema di valutazione volto a valutare i comportamenti del personale e correggendo i comportamenti non in linea con le linee di sviluppo dell'impresa; (iii) l'elaborazione di un sistema di incentivi che, sulla base del sistema di valutazione, motivi il personale, evitando, da un lato, la fuoriuscita dall'impresa, e dall'altro, per favorire il percorso di crescita professionale; (iv) lo sviluppo della dirigenza, intervenendo con piani di formazione volti a creare competenze specifiche in un'ottica di lungo periodo; e (v) la gestione dei rapporti con i dipendenti.

Nelle imprese che si trovano nelle prime fasi del proprio ciclo di *business*, a differenza delle imprese di maggiori dimensioni, vi è la difficoltà di formare validi professionisti all'interno dell'impresa. Tali aziende, infatti, trovandosi all'inizio del loro sviluppo, presentano numerose carenze manageriali e di personale, non rappresentando posti di lavoro particolarmente allettanti per i professionisti qualificati, i quali preferiscono normalmente posizioni in aziende più stabili e di maggiore *outstanding*. Anche in quest'area, il *venture capitalist* contribuisce alla crescita dell'impresa, sostenendo il processo di selezione del personale e del *management*¹⁵⁴. Uno studio condotto da autorevoli autori ha dimostrato come gli aspetti relativi al *management* sono molto rilevanti e rivestono un ruolo fondamentale per i *venture capitalist*¹⁵⁵. Il coinvolgimento dell'investitore nelle politiche del personale riguarda (a) la ricerca dei candidati per le posizioni di *management*, (b) interviste e selezione dei potenziali *managers*, (c) negoziazione dei termini contrattuali dei rapporti con i *managers*, (d) la definizione dei meccanismi di incentivi monetari e motivazionali per il personale, e (e) la sostituzione del *management* laddove i risultati prefissati non siano stati raggiunti¹⁵⁶.

Pertanto, i principali interventi di sostegno apportati dal *venture capitalist* sono finalizzati alla ricerca e selezione dei *manager*. Il *venture capitalist* è senza dubbio agevolato nello svolgimento di tale attività grazie alla propria rete di contatti e, spesso, è in grado di sapere dove trovare validi professionisti disposti ad affrontare sfide particolarmente impegnative¹⁵⁷. La creazione di meccanismi di incentivi costituisce un'altra sfida particolarmente impegnativa per le imprese più giovani, le quali sono spesso prive di una

¹⁵⁴ Ehrlich, Noble, Moore, Weaver, *op. cit.*, pp. 67 e ss..

¹⁵⁵ MacMillan, Kulow, Khoylian, *Venture Capitalists' involvement in their investments: extent and performance*, Journal of Business Venturing, 1988, pp. 27 e ss..

¹⁵⁶ La centralità di tali aspetti è stata enfatizzata anche dall'indagine condotta da alcuni autori (Ehrlich, Noble, Moore, Weaver, *op. cit.*, pp. 67 e ss.) che, sebbene evidenzi un livello di intervento non elevato, al tempo stesso sottolinea che le partecipate richiedono un coinvolgimento da parte degli investitori.

¹⁵⁷ Fried, Hisrich, *Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making*, Financial Management, 1994, pp. 28 e ss..

spiccata mentalità imprenditoriale. Il *venture capitalist* contribuisce, grazie alla propria esperienza, a creare sia un sistema di valutazione dei risultati aziendali, sia un adeguato meccanismo di incentivi.

Il ruolo degli investitori non si limita, come detto, alla selezione del top *management*, ma si estende anche alla selezione delle altre posizioni manageriali. Uno studio ha dimostrato, infatti, come tra i tre contributi maggiormente significativi forniti dai *venture capitalist* vi sia il reperimento e/o la sostituzione del *management* in tutte le posizioni¹⁵⁸. Una conferma viene da un altro lavoro, dal quale si deduce che, sia nel mercato statunitense, che in quello europeo, il ruolo dell'investitore in tale funzione è percepito come particolarmente rilevante e funzionale a garantire un percorso di sviluppo dell'impresa¹⁵⁹.

(e) Contatti professionali/industriali

Il *venture capitalist*, come emerso nel corso di quest'analisi preliminare, apporta all'impresa nella quale investe una serie di servizi aggiuntivi e di natura non strettamente economico/finanziaria che contribuiscono alla crescita dell'impresa stessa. Tra questi merita sicuramente menzione la condivisione del network che l'investitore ha creato nel corso dell'esercizio della propria attività. Infatti, l'investitore in imprese che si trovano nelle prime fasi del loro ciclo di *business*, operando in settori che presentano una naturale vocazione all'innovazione con alto contenuto tecnologico, ha a sua disposizione una serie di conoscenze e contatti preziosi che, se adeguatamente sfruttati e unitamente ad una politica di sviluppo aziendale adeguata, costituiscono senza dubbio degli elementi preziosi per accelerare e favorire lo sviluppo dell'impresa, garantendo alla stessa un tasso di crescita maggiore rispetto alle aziende che non risultano essere partecipate da investitori professionali.

Lo sfruttamento dell'opportunità derivante dalla rete di contatti professionali e industriali che il *venture capitalist* mette a disposizione degli azionisti può atteggiarsi in modo diverso. Si può, infatti, semplicemente beneficiare di tali conoscenze per avere maggiori informazioni, consulenze particolarmente qualificate, facilitazioni nell'accesso al credito, ovvero si può giungere a forme più importanti e stabili di cooperazione, sottoscrivendo veri e propri accordi di *partnership* commerciale, fino ad arrivare alla costituzione di *joint-ventures* o ad altre forme di integrazione tra le diverse strutture imprenditoriali¹⁶⁰.

¹⁵⁸ Rosenstein, Bruno, Bygrave, Taylor, *The CEO, Venture Capitalist and the Board*, Journal of Business Venturing, 1993, pp. 99 e ss..

¹⁵⁹ Sapienza, Manigart, Vermeir, *op. cit.*, pp. 439 e ss..

¹⁶⁰ Signorelli, *Strategie di coalizione*, Torino, 1998, pp. 53 e ss..

Dal punto di vista più strettamente operativo, lo sfruttamento del *network* di conoscenze dell'investitore può riguardare sia il lato tecnico/produttivo attraverso, ad esempio, l'accesso a consulenze tecniche di alto profilo, ovvero i rapporti con i fornitori e/o i clienti consentendo di acquisire nuovi materiali a prezzi più vantaggiosi e/o raggiungere clienti altrimenti difficilmente acquisibili con ordinarie strategie di *marketing*, ovvero ancora migliorare o espandere la rete distributiva verso mercati precedentemente non raggiungibili a costi ragionevoli.

Vari studi¹⁶¹ hanno dimostrato che il *network* dell'investitore, unitamente all'imprescindibile esperienza dello stesso nel settore di riferimento, costituisce uno dei fattori che viene percepito tra gli imprenditori finanziati come valore aggiunto nell'azienda nella quale si investe. In particolare, in uno studio¹⁶² è stata sottolineata l'importanza e l'efficacia di tali contatti rispetto allo sviluppo di imprese particolarmente giovani, proprio in ragione della minore esperienza che caratterizza tali aziende rispetto alle aziende partecipate in un fase più avanzata dello sviluppo.

A tale proposito, i lavori di Maellan ed Ehrlich¹⁶³ distinguono due aree in cui l'intervento del *venture capitalist* si sostanzia: (i) una legata ai fornitori, ai distributori, ai clienti, nonché alle tecniche di produzione; e (ii) un'altra legata ad attività più interne quali la selezione del management o lo sviluppo di un gruppo di supporto professionale. I risultati della ricerca di tali Autori dimostrano come i contributi connessi alla creazione di una rete di contatti si sostanziano principalmente nella selezione e sostituzione delle figure dei key managers, i quali saranno (unitamente all'imprenditore) i fattori dello sviluppo dell'impresa.

Per quanto riguarda le sinergie con altre imprese, molti studiosi hanno sottolineato come, proprio in considerazione dei contatti e dell'esperienza maturata dall'investitore in un dato settore, le imprese possano, a titolo esemplificativo, porre in essere collaborazioni finalizzate alla realizzazione di progetti di ricerca e sviluppo congiunti che consentono un miglioramento del processo produttivo con divisione dei costi e dei rischi connessi. I vantaggi così conseguiti risultano maggiormente significativi se si tiene conto che, da un lato l'investitore istituzionale nel capitale di rischio non è intenzionato a rimanere nella compagine azionaria per un periodo di tempo lungo, e dall'altro che l'attività aziendale invece deve collocarsi in un'ottica di lungo periodo che consenta all'impresa stessa di restare competitiva per un lungo

¹⁶¹ EVCA – Coopers & Lybrand, *The economic impact of Venture Capital in Europe*, 1997, pp. 3 e ss.; EVCA, *Survey of the economic impact of venture capital in Europe*, 2006; BVCA, *The economic impact of private equity in the UK*, 2007.

¹⁶² Bygrave, Timmons, *Venture Capital at the crossroad*, Harvard Business School Press, 1992, pp. 95 e ss.

¹⁶³ Ehrlich, Noble, Moore, Weaver, *op. cit.*, pp. 67 e ss.; MacMillan, Kulow, Khoylian, *op. cit.*, *Journal of Business Venturing*, 1988, pp. 27 e ss...

periodo di tempo, prescindendo dalla presenza nell'azionariato dell'investitore. In altre parole, lo sfruttamento del network di conoscenze dell'investitore deve mettere in condizione l'impresa di far propri tali contatti, di beneficiarne pienamente e di poter, così, gestire autonomamente la propria attività senza la necessità di essere affiancati dalla professionalità del *venture capitalist*.

I vantaggi che derivano dalla condivisione dei contatti del *venture capitalist* con l'impresa si estendono anche alle strategie di crescita interna o esterna. Infatti, il network dell'investitore risulta molto utile per individuare controparti per eventuali operazioni di fusioni e acquisizioni qualora si intenda procedere ad una integrazione verticale ovvero orizzontale. L'intervento dell'investitore diviene evidente soprattutto in relazione all'ipotesi in cui si voglia perseguire una strategia di internazionalizzazione che evidentemente imprese particolarmente giovani non sono in grado di affrontare da sole, se non assiste da un investitore che favorisce l'individuazione di partner stranieri validi¹⁶⁴.

La presenza degli investitori può, inoltre, favorire percorsi di crescita interna. Infatti, i *venture capitalist* hanno spesso a che fare con imprenditori-tecnici dotati di conoscenze specifiche, ma che, in relazione alla fase e alle strategie di crescita dell'impresa, al momento della crescita del loro business sono spesso privi di adeguati contatti industriali e finanziari. Tali considerazioni sono confermate da uno studio condotto da autorevoli Autori¹⁶⁵, nel quale l'importanza della rete dei contatti, misurata in una scala da 1 (nessun contributo da parte dell'investitore) a 5 (massima partecipazione con esclusione dell'imprenditore), risultava in media tra 2,5 e 3 attestando, in tal modo un livello importante di benefici derivanti dalla rete di contatti dell'investitore (si veda lo schema di seguito riportato). Tra i contributi che, secondo tali Autori, risultano più rilevanti per le imprese si annoverano: l'assistenza nell'individuare nuovi clienti e nell'incrementare il numero degli ordini, la possibilità di acquisire licenze e diritti di proprietà intellettuale, e/o individuare nuovi fornitori.

	Regno Unito	Francia	Paesi Bassi	USA
Valore aggiunto dai <i>venture capitalist</i> con la rete di contatti industriali.	2,60	3,00	2,50	2,60

Fonte: Sapienza, Manigart, Vermeir, *Venture capitalists governance and value added in four countries*, Journal of Business Venturing, 1996, pp. 439 e ss.

¹⁶⁴ Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, pp. 333 e ss.

¹⁶⁵ Sapienza, Manigart, Vermeir, *op. cit.*, Journal of Business Venturing, pp. 439 e ss..

I risultati sopra riportati sono stati confermati anche dall'analisi di Gorman e Sahlman¹⁶⁶, nella quale si mette in evidenza che i contatti con i fornitori e i clienti costituiscono tra i fattori che vengono percepiti dagli imprenditori come i più decisivi per la crescita dell'impresa.

Da quanto sopra esposto si può dedurre che la rete di contatti a disposizione dell'imprenditore, precedentemente all'ingresso degli investitori, risulta insufficiente per poter autonomamente sostenere la crescita dell'impresa. Parimenti, va segnalato che la presenza del *venture capitalist* nella compagine azionaria dell'impresa contribuisce a creare un generale clima di fiducia non solo verso le banche e i finanziatori, ma anche rispetto ai fornitori e ai clienti. Ne consegue che, indipendentemente dall'intervento attivo dell'investitore, la presenza dello stesso favorisce la realizzazione di accordi e contratti che costituiscono un elemento fondamentale per favorire la crescita dell'impresa. A tale tipo di contatti, vanno aggiunti le conoscenze di tipo più professionale con manager e consulenti, cui si ricorre al fine di colmare lacune nell'organizzazione delle imprese partecipate o se si intenda rimpiazzare una figura dirigenziale o più operativa¹⁶⁷.

(f) Rapporto di partnership

Dall'analisi sin qui condotta risulta evidente che tra le caratteristiche tipiche degli investimenti di *venture capital* si annovera la permanenza nella compagine sociale dell'investitore. Tale permanenza si caratterizza per protrarsi per un periodo medio-lungo, facendo sì che si instauri un rapporto di collaborazione e fiducia tra investitore e imprenditore, derivante tra l'altro dalla circostanza che tra gli stessi vi è una condivisione, quantomeno parziale, degli obiettivi di lungo periodo.

Uno studio ha dimostrato¹⁶⁸ che uno degli elementi chiave del successo di una partecipazione è il legame che si crea tra *venture capitalist*, imprenditore e *management*. Tale legame diviene fondamentale per il proficuo sviluppo dell'impresa: infatti, la capacità dell'investitore di far percepire la propria presenza come un elemento positivo, di porsi come un soggetto fortemente motivato e coinvolto e trasmettere il proprio impegno affinché l'operazione vada a buon fine, nonché di non invadere la sfera di autonomia che va necessariamente lasciata all'imprenditore nella conduzione dell'azienda, costituiscono elementi fondamentali per creare un ambiente di lavoro proficuo e motivare non solo l'imprenditore ma tutti i collaboratori allo sforzo comune di far crescere l'impresa. L'investitore deve cercare di stabilire un rapporto fiduciario con l'imprenditore e basare la propria relazione con lo stesso sulla chiarezza degli

¹⁶⁶ Gorman, Sahlman, *op. cit.*, Journal of business venturing, 1989.

¹⁶⁷ La rilevanza di tale tipo di contatti è stata messa in evidenza da MacMillan, Kulow, Khoylan, *op. cit.*, Journal of Business Venturing, 1988.

¹⁶⁸ Gompers, Lerner, *op. cit.*, 2004, pp. 79 e ss.

obiettivi e della comunicazione degli stessi. Diviene fondamentale, al fine di creare un percorso di sviluppo condiviso dell'impresa, far comprendere che l'investitore si occupa ed è presente nella vita dell'azienda e partecipa alla gestione della stessa. Come attestato da alcuni Autori¹⁶⁹, gli imprenditori sono particolarmente colpiti dagli investitori, i quali risultano non solo portatori di un interesse meramente finanziario ma anche operativo, interessandosi e partecipando direttamente all'attività d'impresa vera e propria. In particolare, i *venture capitalist* vengono considerati positivamente dagli imprenditori qualora non si limitano ad apportare risorse finanziarie, ma assumono un potere decisionale tale da indirizzare, congiuntamente all'imprenditore stesso, l'attività dell'impresa verso una crescita che possa durare nel tempo. Diverse indagini condotte a tal proposito hanno sottolineato l'importanza che un buon rapporto tra investitore e imprenditore assume nella crescita dell'impresa. In particolare, tale rilevanza è stata stimata intorno al 43% da Gorman e Sahlman¹⁷⁰, al 68% da Bygrave e Timmon¹⁷¹, e al 69% da Sapienza, Manigart e Vernmeir¹⁷².

Nell'importante lavoro di Sapienza, Manigart e Vernmeir, l'analisi ha riguardato il mercato europeo e quello statunitense, mettendo in evidenza un rilevanza uniforme nei vari mercati del rapporto tra imprenditore e investitore con un'importanza elevata. Nello studio di Bygrave e Timmon la relazione *venture capitalist*-imprenditore viene analizzata distinguendo (i) il ruolo di guida e di definizione delle strategie, e (ii) il ruolo di vero e proprio partner. Dalla loro analisi non emerge una particolare differenziazione tra l'importanza delle due relazioni nelle diverse fasi del ciclo di business dell'impresa. Il porsi come guida e partner viene considerato rilevante ed efficace sia dagli investitori che dagli stessi imprenditori.

Merita inoltre menzione la circostanza che, come detto, gli investitori istituzionali richiedono alle imprese nelle quali investono una gran quantità di informazioni. Ciò consente di far percepire all'imprenditore e al management quali sono gli elementi su cui concentrarsi e come procedere al fine di perseguire la strategia di crescita. Infatti, attraverso le proprie richieste di informazioni e variando le stesse in funzione dello sviluppo della impresa finanziata, consentono all'imprenditore di focalizzarsi su ciò che è veramente rilevante, portando lo stesso ad impiegare il tempo e le risorse nella maniera più efficiente. Inoltre, un attento monitoraggio permette di individuare situazioni di difficoltà e crisi. Attraverso l'attività di verifica si è nelle condizioni di percepire anomalie e di intervenire prontamente. In tal senso, appare evidente

¹⁶⁹ Fried, Hisrich, *The venture capitalist: a relationship investor*, California Management Review, 1996, 37, pp. 101 e ss.

¹⁷⁰ Gorman, Sahlman, *op. cit.*, 1989.

¹⁷¹ Bygrave, Timmons, *op. cit.*, 1992, pp. 95 e ss..

¹⁷² Sapienza, Manigart, Vermeir, *op. cit.*, 1996, pp. 439 e ss..

come gli investitori, specie se attivamente coinvolti nella gestione dell'impresa, possono risultare essenziali e apportare valore all'azienda partecipata fornendole validi servizi e influenzandone, se non addirittura indirizzandone le decisioni. La partecipazione e lo stretto contatto tra l'investitore e l'azienda sono decisivi per instaurare un buon rapporto con l'imprenditore e favorire così un percorso di sviluppo armonico dell'impresa. Ciò non si traduce solo nella partecipazione a riunioni dell'organo amministrativo, ma anche nella promozione di incontri informali permettendo un dialogo continuo e proficuo. L'efficacia dell'attività di monitoraggio sarebbe vanificata o verrebbe fortemente limitata, se alla stessa non si accompagnasse l'instaurazione di un rapporto di dialogo e fiducia con l'imprenditore ed il management che consente l'adozione di adeguate soluzioni condivise in caso di necessità. La possibilità dell'instaurazione di tale proficua relazione dipende, soprattutto dalla chiarezza e trasparenza con cui si è caratterizzato sin dall'inizio il rapporto con tutte le parti coinvolte nell'operazione e della coerenza dei comportamenti tenuti nelle varie fasi successive rispetto al programma iniziale. Sarà compito dell'investitore creare un rapporto positivo e costruttivo, chiarendo e definendo in modo dettagliato gli obiettivi e le conseguenze derivanti dal loro raggiungimento ovvero dal mancato conseguimento degli stessi. Tali obiettivi andranno necessariamente discussi e, per quanto possibile, condivisi non solo con l'imprenditore ma anche con tutti coloro i quali hanno un ruolo nell'operazione e nella gestione dell'impresa.

(g) Intervento di natura operativa

In via preliminare è bene sottolineare il significato di intervento "operativo" al fine di evitare il dubbio che l'attività del *venture capitalist* debba estendersi fino ad un contatto più o meno continuo con il *middle management* e con la forza lavoro che interviene direttamente nella fase di produzione¹⁷³. Infatti, se alla nozione di intervento operativo dovesse attribuirsi tale significato, è evidente che il *venture capitalist* non contribuisce assolutamente all'aspetto operativo dell'impresa. Qualora, invece, venissero considerate operative alcune attività che implicano il contatto ed il confronto tra investitori istituzionali ed il *top management*, allora è possibile riconoscere l'esistenza di un tale tipo di intervento.

Le ricerche di MacMillan¹⁷⁴ ed Ehrlich¹⁷⁵ evidenziano l'importante ruolo che svolge l'intervento di natura operativa per la crescita e lo sviluppo dell'impresa, in special modo attraverso un continuo monitoraggio delle performance aziendali. La rilevanza di tali apporti è sottolineata dal fatto che gli stessi investitori passivi, ovvero che non si lasciano coinvolgere se non marginalmente, operano comunque un

¹⁷³ Fried, Hisrich, *op. cit.*, pp. 2 e ss.

¹⁷⁴ MacMillan, Kulow, Khoylian, *op. cit.*, 1989.

¹⁷⁵ Ehrlich, Noble, Moore, Weaver, *op. cit.*, 1994, pp. 67 e ss..

monitoraggio delle prestazioni operative. Tuttavia, tale circostanza non dovrebbe costituire una sorpresa in quanto dalle performance operative dipende in larga parte il successo di un'azienda ed è, dunque, evidente che gli investitori siano interessati a controllare l'andamento generale ed a intervenire per risolvere eventuali problemi.

Lo studio di Gorman e Sahlman¹⁷⁶ si spinge oltre avendo sostenuto l'importanza di una forte partecipazione, che può sfociare in una vera e propria ingerenza, nella pianificazione operativa. Dalle risposte registrate nella ricerca sopra citata, è risultato che il 55% degli investitori ha dichiarato di svolgere tale attività operativa in maniera rilevante¹⁷⁷.

Da ciò risulta ragionevole poter affermare che un intervento ed un coinvolgimento dell'investitore in aspetti di carattere prettamente operativo sia utile allo sviluppo dell'impresa. Ciò è ancor più vero laddove si considera che, tramite tale partecipazione operativa, il *venture capitalist* è nelle condizioni di creare e mantenere una forte coerenza tra le scelte strategiche e l'attività di implementazione delle stesse, non limitandosi a monitorare gli aspetti più operativi, ma arrivando ad aggiustare la direzione delle attività in modo da renderle (o quanto meno cercare di renderle) più aderenti possibili agli obiettivi strategici fissati a livello di *top management*.

5.4 Il Rapporto tra socio imprenditore e *venture capitalist*

Nell'ambito della società beneficiaria dell'investimento del *venture capitalist* possono e generalmente emergono problemi e costi di agenzia¹⁷⁸. I costi di agenzia sono tipici di tutte le società commerciali, siano esse a proprietà diffusa o società chiuse. Nell'ambito delle operazioni di *venture capital*, i costi di agenzia possono emergere da due ordini di circostanze. Il socio imprenditore potrebbe ottenere benefici non monetari dell'operazione, c.d. "benefici privati"¹⁷⁹, i quali possono essere di diversa natura, e possono andare da benefici meno rilevanti e seri, come la soddisfazione per l'imprenditore di vedere commercializzata la propria idea, e più seri e rischiosi, quali l'uso da parte dell'imprenditore di beni sociali a scopo personale.

¹⁷⁶ Gorman, Sahlman, *op. cit.*, 1989.

¹⁷⁷ In un altro studio (Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, pp. 339) sottolinea come tale affermazione, pur non trovando riscontro in altri studi condotti in materia, può essere confermata da un'analisi di alcuni casi recenti. La concentrazione maggiore di tale intervento si ha nelle aziende in forte crisi o comunque nelle quali è stata operata una profonda riorganizzazione e ripianificazione del *business*.

¹⁷⁸ La teorizzazione dei costi di agenzia nell'ambito del contesto societario è dovuta a Jensen-Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, 1976, pp. 305 e ss..

¹⁷⁹ Aghion, Bolton, *An incomplete contracts approach to financial contracting*, Review of Economic Studies, 1992, pp. 476 e ss..

Inoltre, il socio (imprenditore o investitore, a seconda dei casi) che detiene maggioranze, in sede di consiglio di amministrazione o assembleari, nell'adozione delle scelte operative e gestionali della società, potrebbe tenere un comportamento opportunistico¹⁸⁰. La possibilità di sfruttare la società e ottenere benefici personali dipende, essenzialmente, dalla posizione di controllo tenuta dal socio imprenditore o dal socio investitore in un determinato momento dell'investimento. Nelle operazioni di *venture capital*, la posizione di controllo della società risulta mutevole proprio in considerazione delle previsioni contrattuali tipiche di tali operazioni che permettono, e talvolta favoriscono, il trasferimento del controllo della società da un soggetto all'altro in ragione dell'andamento positivo o negativo dell'impresa. In tale ambito, il comportamento opportunistico si sostanzia nell'adozione di decisioni (in sede assembleare o dell'organo gestionale) che massimizzano l'utilità del soggetto opportunistica a scapito dell'interesse sociale, inteso quale massimizzazione del valore per tutti gli azionisti¹⁸¹. Individuare le ipotesi in cui si concretizza un comportamento opportunistico non è semplice dal punto di vista fattuale. Spesso, infatti, i comportamenti opportunistici non sono immediatamente osservabili, né verificabili, e in ogni caso non possono essere condivisi dall'imprenditore con il socio investitore. In tal senso, una parte della dottrina economica ha sviluppato dei modelli teorici che, con particolare riferimento alle operazioni di *venture capital*, individuano una situazione di *double sided moral hazard*, sostenendo che né l'impegno dell'imprenditore, né quello profuso dall'investitore siano osservabili¹⁸². A livello empirico, una ricerca sottolinea, invece, che il rischio di comportamento opportunistico da parte del socio investitore sia maggiore rispetto al rischio relativo al socio imprenditore¹⁸³. Tale conclusione deriverebbe dalla circostanza che l'investitore si garantisce una qualche forma di controllo che, come vedremo meglio nel prosieguo del presente capitolo, gli attribuisce un controllo sulla società o sull'organo di gestione.

Tra gli strumenti che consentono di limitare i comportamenti opportunistici dell'investitore e/o dell'imprenditore, elaborati dalla prassi negoziale, una posizione centrale rivestono gli accordi o patti parasociali. Mediante tali accordi, infatti, il socio imprenditore e il *venture capitalist* disciplinano i rispettivi impegni in termini di esercizio di voto, nomina degli organi di gestione e controllo della società, attribuzione di diritti di veto in relazione ad alcune operazioni e/o attività della società, e limiti alla circolazione delle partecipazioni azionarie. In tal modo, il socio imprenditore e l'investitore cercano di

¹⁸⁰ Zanoni, *Venture Capital e Diritto Azionario*, Milano, 2010, pp. 47 e ss.; Broughman, *Investor opportunism and Governance in Venture Capital*, Companion to Venture Capital, Wiley, 2009, pp. 6 e ss..

¹⁸¹ Ferrarini, *Valore per gli azionisti e governo societario*, Riv. Soc., 2002, pp. 473 e ss.

¹⁸² Repullo, Suarez, *Venture Capital Finance: A security design approach*, Review of Finance, 2004, pp. 75 e ss..

¹⁸³ Broughman, *op. cit.*, pp. 6 e ss.

proteggersi dagli eventuali comportamenti opportunistici dell'altro, evitando che si possano creare delle situazioni di contrasto dannose per la gestione e l'andamento della società.

In considerazione del ruolo rilevante che rivestono i patti parasociali nel disciplinare i rapporti tra socio imprenditore e *venture capitalist*, è bene soffermarsi brevemente sulla disciplina generale prevista in Italia in relazione a tali accordi, per poi analizzare le diverse previsioni negoziali relative alla *governance* societaria, che nella prassi vengono più comunemente inserite in patti parasociali tra socio imprenditore e investitore in operazioni di *venture capital*.

5.5 Aspetti generali sulla disciplina dei patti parasociali

Attraverso i patti parasociali alcuni soci concludono degli accordi volti a regolare tra loro l'esercizio di diritti inerenti alla propria partecipazione azionaria. La materia oggetto dell'accordo e le previsioni ivi contenute sono interamente rimesse ai diversi interessi delle parti, che regolano la loro posizione in società con accordi che sfuggono alle classificazioni, tali accordi dipendo infatti dai casi concreti e dalla prassi diffusa. La dottrina¹⁸⁴ sottolinea come il nome "patti" derivi dalla circostanza che in origine e nella tradizione, alle parti mancava l'intento di concludere un contratto vincolante sul piano giuridico, cioè in grado di generare obbligazioni azionabili nel caso si verificasse l'inadempimento. Per diverse ragioni le parti, storicamente, si affidavano alla reciproca fiducia in un *accordo fra gentiluomini*. Tali accordi, infatti, venivano considerati e ritenuti in contraddizione con l'ordinamento formale della società, delle assemblee e dell'organo di amministrazione, spostando, di fatto, il centro decisionale all'esterno della società. In tal senso, tale profilo critico emergeva specialmente con riferimento ai sindacati di voto, la cui ammissibilità avrebbe condotto ad una vera e propria alterazione con il ruolo che la legge attribuisce all'assemblea. Successivamente, soprattutto grazie alla diffusione di tali strumenti negoziali registratasi specialmente con riferimento ad imprese di maggiore dimensione, si è consolidato un orientamento che è divenuto largamente prevalente e che ritiene pienamente legittimi i patti parasociali¹⁸⁵. Ciò è ancor più vero oggi, dove il Codice Civile *sub art. 2341-bis*¹⁸⁶ disciplinandone alcuni aspetti ne legittima pienamente la rilevanza e l'ammissibilità nell'ambito del diritto societario.

¹⁸⁴ Si veda, *inter alia*, per una ricostruzione dell'evoluzione della natura e della disciplina dei patti parasociali, Visentini, *Principi di Diritto Commerciale*, Padova, 2006, pp. 447 e ss.

¹⁸⁵ Semino, *Il problema della validità dei sindacati di voto*, Milano, 2003, pp. 10 e ss..

¹⁸⁶ Il testo di legge prevede: "I patti, in qualunque forma stipulati, che al fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società: (a) hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni o nelle società che le controllano; (b) pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni in società che le controllano; (c) hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società, non possono avere durata superiore a cinque anni e si intendono stipulati per questa durata anche se le

A livello astratto, i patti parasociali¹⁸⁷ vanno annoverati nella categoria degli accordi atipici tra i soci stipulati nell'esercizio dell'autonomia privata, con i quali vengono disciplinate situazioni che presuppongono l'esistenza e la necessità di gestire un rapporto sociale. Trattandosi, tuttavia, di un mero accordo tra soci, la società rimane totalmente estranea alla pattuizioni parasociali, le quali non assumo valore vincolante per la società stessa (a meno che la stessa non sottoscriva l'accordo stesso). Tale assunto si traduce in due conseguenze principali: (a) la società può assumere comportamenti contrastanti con le regole del patto, senza per questo poter incorrere in alcuna forma di responsabilità o essere considerata inadempiente; (b) anche i soci sottoscrittori dell'accordo parasociale possono validamente assumere decisioni assembleari in contrasto con le sue disposizioni, pur rimanendo inadempienti rispetto agli altri soci e, pertanto, rispondere dei danni eventualmente causati.

Alla luce di quanto precede, il patto parasociale è in grado di esplicitare un'efficacia obbligatoria meramente tra le parti, senza vincolare la società e senza poter condizionare la validità o l'efficacia delle delibere, ma potendo al più far sorgere in capo al socio che ha disatteso gli impegni assunti nel patto parasociale una responsabilità contrattuale nei confronti degli altri soci. In tal senso, è bene sottolineare che le previsioni statutarie, che come vedremo più avanti possono essere arricchite con pattuizioni che hanno una natura più parasociale invece che più prettamente "statutaria" e/o organizzativa, hanno invece un'efficacia reale e si applicano a tutti i rapporti tra i soci e la società e, quindi, anche verso i terzi che entrino in relazione con la stessa.

Nella prassi si possono individuare diverse tipologie di patti parasociali: si va, infatti, dai sindacati di blocco, finalizzati a cristallizzare la struttura azionaria, a quelli di voto, aventi l'obiettivo di concertare le decisioni assembleari, ai patti consultazione o di gestione che, invece, mirano da un lato a consentire una pre-informativa tra le parti e, dall'altra, di intervenire su aspetti gestionali (pur rimanendo questi nella competenza dell'organo di amministrazione). La legge non detta una disciplina generale dei patti parasociali, né li definisce, limitandosi a disciplinare, in relazione alle società per azioni, esplicitamente alcuni aspetti e solo per alcuni delle tipologie di patti parasociali sopra menzionati (art. 2341 – *bis* del Codice Civile). In particolare, sono oggetto di regolamentazione i patti riguardanti: (i) l'esercizio del diritto di voto, (ii) le limitazioni al trasferimento delle partecipazioni, e (iii) l'esercizio anche congiunto di

parti hanno previsto un termine maggiore; i patti sono rinnovabili alla scadenza. Qualora il patto non preveda un termine di durata, ciascun contraente ha diritto di recedere con un preavviso di centottanta giorni. Le disposizioni di questo articolo non si applicano ai patti strumentali ad accordi di collaborazione nella produzione o nello scambio di beni o servizi e relativi a società interamente possedute dai partecipanti all'accordo."

¹⁸⁷ Per un'analisi più approfondita della disciplina dei patti parasociali si veda, tra gli altri: Visentini, Palazzolo, *Compendio di diritto commerciale*, Padova, 2010, pp. 112 e ss.; Campobasso, *Diritto delle Società*, Milano, 2009, pp. 339 e ss.; Proverbio, *I patti parasociali. Disciplina, prassi e modelli contrattuali*, Milano 2010, pp. 39 e ss..

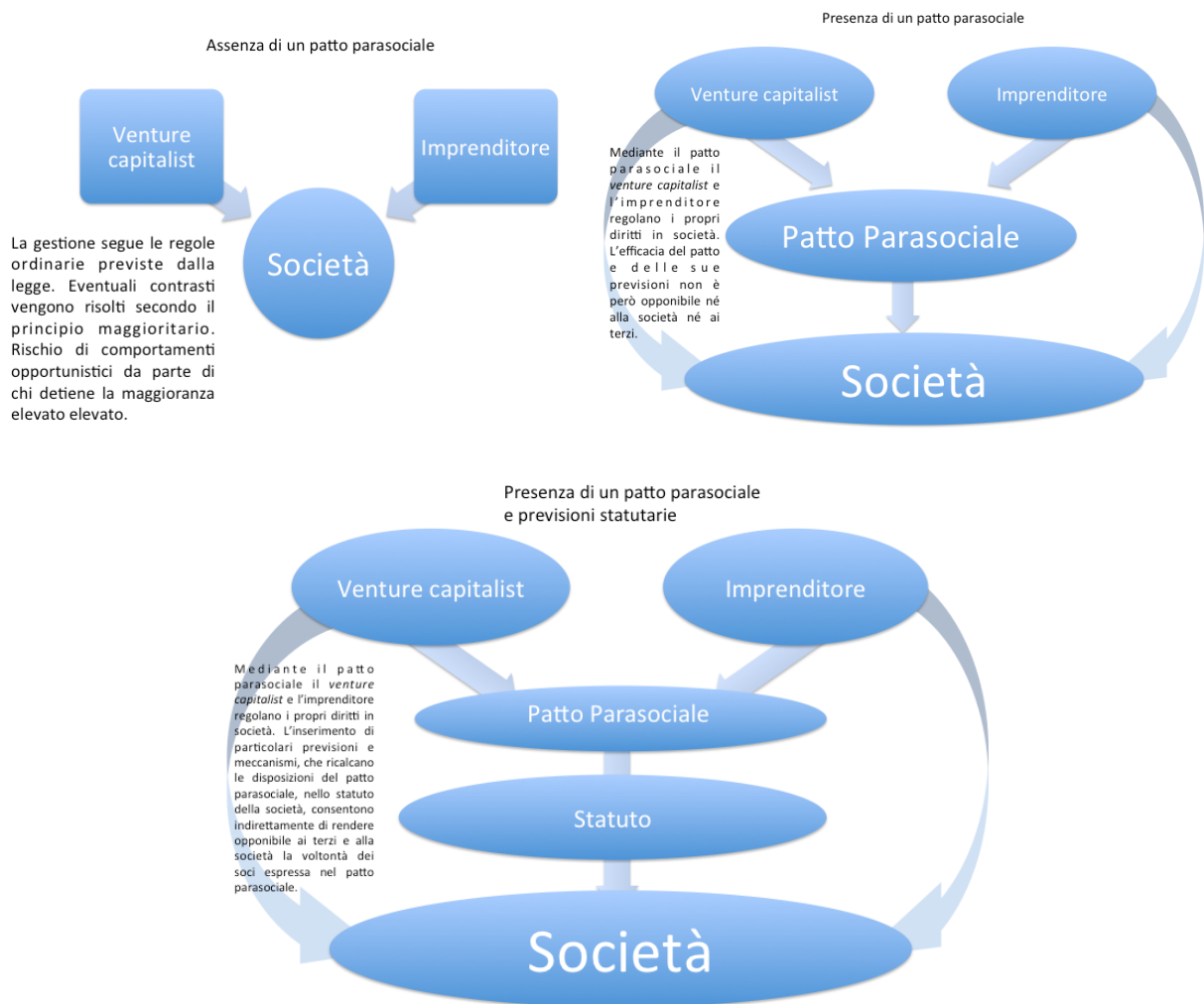
un'influenza dominante sulla società. Tutti gli altri patti non rientrano nella speciale disciplina di legge e sono cioè liberi, fatti salvi i profili inderogabili del diritto dei contratti e delle società.

I patti parasociali non sono soggetti a particolari forme e sono normalmente conclusi per un periodo limitato di tempo che, comunque, non può eccedere il quinquennio. Se non è prevista una durata specifica, i patti si intendono a tempo indeterminato, e per l'effetto ciascuna parte può recedere dandone preavviso all'altra di almeno 180 giorni.

Dalla sopra riportata sintesi della disciplina attualmente in vigore in Italia, emerge tutta la varietà degli aspetti relativi alla vita della società che possono essere oggetto di un patto parasociale. In tal senso, appare evidente l'importanza che tale strumento riveste nella disciplina dei rapporti tra socio imprenditore e *venture capitalist*. Infatti, mediante tali accordi, proprio in considerazione dell'elasticità di tale strumento contrattuale, si può addivenire ad una efficiente regolamentazione dei diritti di controllo e/o gestione attribuiti all'investitore e gli opposti diritti di controllo e/o gestione spettante al socio investitore, nonché specificare regole relative alla circolazione delle partecipazioni, andando dalla previsione di clausole che attribuiscono un diritto di prelazione, fino a vere proprie clausole di co-vendita che costituiscono, come vedremo nel successivo capitolo, uno strumento che favorisce l'exit dall'investimento del *venture capitalist*.

La stessa sottoscrizione di patti parasociali può, di per sé, non essere sufficiente a fornire all'investitore e/o all'imprenditore un'adeguata tutela rispetto ai comportamenti opportunistici che potrebbero essere posti in essere dall'altra parte. Infatti, come detto, gli obblighi assunti dalle parti tramite un patto parasociale hanno una mera efficacia obbligatoria, nel senso che la loro eventuale violazione si risolve in un obbligo di risarcimento del danno nei confronti della parte adempiente, e non può essere opposta né alla società, né tantomeno ai terzi. Pertanto, in concreto può ben darsi che, pur avendo l'investitore o l'imprenditore assunto specifici impegni tramite la sottoscrizione dell'accordo, nel concreto gli stessi adottino comportamenti in contrasto e, ad esempio, votino in maniera differente rispetto a quello che si era stabilito nell'accordo parasociale. In tale evenienza, la società sarà vincolata esclusivamente alle risultanze delle votazioni e delle deliberazioni del relativo organo e, ancorché aventi un contenuto in contrasto con le pattuizioni parasociali, dovrà darne attuazione. Al socio adempiente, in tal caso, non spetterebbe altro che il risarcimento del danno, peraltro di difficile quantificazione, da richiedere alla parte inadempiente, non potendo assolutamente promuovere una impugnativa della delibera per la sola violazione delle previsioni contenute nel patto parasociale. Per evitare situazioni di tal genere, la prassi si è evoluta nel senso di inserire previsioni e delineare meccanismi statutari che consentono il raggiungimento dei medesimi risultati delle clausole contenute in un patto parasociale, con l'importante

differenza che, trattandosi di disposizioni contenute nello statuto, la loro violazione sarà ben opponibile alla società e/o ai terzi; inoltre, l'eventuale delibera adottata, ad esempio, senza le maggioranze richieste dallo statuto per il voto contrario del socio adempiente al patto parasociale (a fronte, evidentemente, del voto favorevole del socio inadempiente al patto parasociale), saranno impugnabili per violazione delle previsioni dello statuto (e, si badi bene, non del patto parasociale). In tal caso, infatti, mediante l'inserimento di tali previsioni e meccanismi nello statuto, la volontà delle parti manifestata nel patto parasociale assume un'efficacia reale, divenendo opponibile sia alla società che ai terzi.



5.6 Previsioni parasociali relative alla gestione e al controllo dell'attività societaria

Tra gli aspetti più delicati degli investimenti di *venture capital* vi è, come si è visto, la relazione tra investitore e socio imprenditore in termini di gestione e controllo dell'impresa¹⁸⁸. Da un lato, infatti, l'imprenditore vorrebbe mantenere una certa autonomia nella gestione della società in modo da perseguire la *vision* imprenditoriale e lo sviluppo dell'idea di business come immaginata ed elaborata dallo stesso; dall'altro l'investitore, al fine di massimizzare il risultato del proprio investimento, ha la necessità, da un lato, di gestire o comunque avere una voce nella gestione dell'impresa, indirizzandone lo sviluppo e cercando in tal modo di cogliere occasioni che l'imprenditore spesso non è in grado di cogliere ovvero non ha interesse a cogliere in quanto potrebbero risultare distanti dalla propria idea di impresa, e dall'altro lato, ha la necessità di monitorare che l'attività dell'imprenditore sia conforme ai piani d'azione concordati e che questi ultimi stiano raggiungendo i risultati sperati. Ciò è essenzialmente dovuto alla forte asimmetria informativa che sussiste tra imprenditore e *venture capitalist*. Infatti, il *venture capitalist* conosce l'impresa solo in maniera più o meno superficiale, basandosi sulle informazioni utilizzate ai fini dell'investimento; l'imprenditore, al contrario, conosce la propria impresa, ha pieno controllo dell'idea di business e delle sue potenzialità. Pertanto, il *venture capitalist* non può che tentare di proteggersi rispetto a tale rischio e tale protezione avviene mediante la previsione, nel patto parasociale, di strumenti contrattuali che, attraverso la allocazione dei diritti di *governance* societaria, consentono di raggiungere un equilibrio tra gli interessi dell'imprenditore e l'interesse dell'investitore.

La ripartizione dei diritti di *governance* non può non passare attraverso previsioni che abbiano ad oggetto il funzionamento dei principali organi societari: (a) il consiglio di amministrazione, (b) l'assemblea, e (c) il collegio sindacale e il revisore legale dei conti¹⁸⁹. Risulta, infatti, usuale che, i soci (investitore e *venture capitalist*) si accordino per determinare il numero dei consiglieri e/o membri del collegio sindacale che ciascuno avrà il diritto di designare, ovvero si possono limitare a definire le modalità tramite cui pervenire a tale ripartizione e alla nomina dei componenti degli organi societari¹⁹⁰.

Nel caso in cui il patto preveda la designazione dei componenti del consiglio di amministrazione e/o del collegio sindacale, le previsioni parasociali imporranno ai singoli soci il preciso obbligo di votare dei

¹⁸⁸ Nel presente paragrafo si prenderanno in considerazione principalmente i sindacati di voto, in quanto maggiormente attinenti ai meccanismi di *governance* e di gestione della relazione tra *venture capitalist* ed investitore. Nel successivo capitolo verranno analizzati i sindacati di blocco ed i meccanismi che consentono di favorire l'uscita dall'investimento da parte del *venture capitalist*.

¹⁸⁹ Proverbio, *I patti parasociali*, Milano, 2010, pp. 50 e ss..

¹⁹⁰ Stevenson, *The venture capital solution to the problem of close corporation shareholder fiduciary duties*, Duke Law Journal, 2001, pp. 1139 e ss., il quale sottolinea che “*securing seats on the board is one of the most significant mechanism through which venture capitalists exercise control over management of their portfolio companies*”.

componenti designati anche dagli altri soci. Qualora, invece, siano previsti meccanismi particolari, ciascun socio dovrà rispettare le modalità di nomina concordate, prevedendosi a livello parasociale l'impegno di adottare statutariamente meccanismi elettivi concordati, quali il voto di lista. Entrambi i meccanismi consentono un'adeguata protezione dei diritti di ciascuno dei soci ancorché l'efficacia varia dal modello societario adottato. Infatti, laddove si sia optato per una società a responsabilità limitata, i diritti di designazione spettanti al socio imprenditore e/o al *venture capitalist* potranno essere inseriti nello statuto societario come diritti speciali attribuiti ai soci ai sensi dell'articolo 2468 del Codice Civile. In tal modo, il socio (imprenditore e/o *venture capitalist*) vedrà direttamente tutelati con efficacia reale i propri diritti di *governance* e di nomina degli organi gestionali e di controllo¹⁹¹. Allo stesso modo, la previsione di un meccanismo statutario di voto di lista consente di proteggere al meglio la posizione di un singolo socio, laddove allo stesso non siano attribuibili statutariamente diritti particolari, come nel caso delle società per azioni. Attraverso l'inserimento in statuto di previsioni parasociali, le clausole acquistano "efficacia reale", in tal modo le stesse non potranno essere facilmente violate, in occasione di una votazione particolarmente rilevante per gli equilibri del rapporto tra *venture capitalist* e socio imprenditore.

A tal proposito, è bene sottolineare che dopo un primo orientamento dottrinale secondo cui tali previsioni erano da considerarsi illegittime, dottrina¹⁹² e giurisprudenza¹⁹³ si sono in seguito espresse a favore della loro ammissibilità. Ad oggi, tuttavia, sussistono alcuni dubbi circa la validità degli impegni tra soci aventi ad oggetto le limitazioni all'esercizio delle azioni di responsabilità nei confronti di amministratori e/o sindaci nominati in conformità alle previsioni del patto parasociale¹⁹⁴. Collegate alle materie ora

¹⁹¹ Sui diritti particolari dei soci si vedano: Santus – De Marchi, *Sui particolari diritti del socio nella nuova s.r.l.*, in Riv. not., 2004, p. 86; Abete, *I diritti particolari attribuibili ai soci di s.r.l.: taluni profili*, Società, 2006, p. 297. Zanarone, *La nuova s.r.l. tra società di persone e società di capitali*, La riforma del diritto societario, Milano 2003, p. 240; Perrino, *La rilevanza del socio nella s.r.l.: recesso, diritti particolari, esclusione*, Giur. comm., 2003, p. 829; De Stasio, *Commento sub art. 2468 c.c.*, Codice commentato delle s.r.l. diretto da P. Benazzo – S. Patriarca, Torino 2006, p. 136; Santoni, *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, Il nuovo diritto societario. Liber Amicorum G.F. Campobasso, diretto da G.E. Colombo – G.B. Portale, vol. 3, Torino 2006, p. 383; Stella Richter, *La società a responsabilità limitata. Disposizioni generali. Conferimenti. Quote*, in AA. VV., Diritto delle società di capitali. Manuale breve, 3a ed., Milano 2006, p. 287.

¹⁹² Semino, *Il problema della validità dei sindacati di voto*, Milano, 2003, pp. 141 e ss., il quale sottolinea come la dottrina abbia espresso un atteggiamento di particolare favore nei confronti degli accordi attraverso i quali la maggioranza assembleare, autolimitando le proprie prerogative, concede alla minoranza una rappresentanza negli organi amministrativi e/o di controllo. Per cui sarebbe unanimemente considerato lecito anche il patto secondo cui i soci si impegnano ad eleggere il consiglio di amministrazione secondo una predeterminata composizione, anche al di là della semplice rappresentanza alla minoranza.

¹⁹³ Trib. Varese, 1 marzo 1999, Società, 1999, pp. 864 e ss.; Cass. 20 settembre 1995, Giur. Comm., 1997, pp. 50 e ss.; Appello Milano, 24 luglio 1998, Giur. It., 1998, pp. 2336 e ss..

¹⁹⁴ Cass. 28 aprile 2010 n. 10215, Proverbio, *op. cit.*, pp. 53 e ss.. In particolare, la Suprema Corte ha riconosciuto come un siffatto patto tenda ad elidere l'applicazione delle norme relative all'azione di responsabilità degli

esaminate sono quelle inerenti l'amministrazione della società ed, in particolare l'attività ordinaria. Tali decisioni, infatti, sono usualmente sottoposte al diritto di veto dei soci di minoranza, in sede assembleare, ovvero degli amministratori da loro designati, in sede di consiglio di amministrazione. Tale risultato si raggiunge prevedendo, in sede parasociale e/o statutaria, che alcune decisioni del consiglio di amministrazione della società siano adottate con il voto favorevole di una maggioranza rafforzata degli amministratori (c.d. *supermajorities*). Tra le materie che, nell'ambito di operazioni di *venture capital*, rientrano nel novero delle decisioni che devono essere adottate con il voto favorevole del socio di minoranza (e/o dei loro amministratori) vi rientrano: (i) l'acquisto e la vendita di partecipazioni o di aziende (in tal modo si riesce ad esercitare un controllo diretto sulle modifiche della società oggetto dell'investimento da parte del *venture capitalist*); (ii) l'assunzione di finanziamenti a medio-lungo termine (soprattutto nel contesto di operazioni di integrazione); (iii) l'approvazione di bilanci, *business plan* e *budget plan* (per l'investitore, infatti, tali decisioni rappresentano una priorità assoluta anche al fine di indirizzare la società verso le scelte strategiche più opportune); (iv) la distribuzione di dividendi o di riserve (è, infatti, interesse comune sia dell'investitore che del socio imprenditore vigilare sull'allocazione delle risorse economiche derivanti da un utile di esercizio al fine di garantire lo sviluppo dell'impresa); e/o (v) l'espressione di voto in società controllate e/o collegate.

Come appare dall'elenco delle materie sopra riportate, alcune di queste sono di competenza del consiglio di amministrazione. In tal caso, come detto, sarà necessario adattare il meccanismo deliberativo dell'organo gestionale al fine di conseguire i risultati voluti, prevedendo a livello parasociale un impegno dei soci (ex art. 1381 del Codice Civile) a far sì che i consiglieri di amministrazione di propria espressione esprimano il proprio voto in conformità alle previsioni parasociali¹⁹⁵. In alternativa, si può concordare a livello parasociale che alcune decisioni, normalmente di spettanza del consiglio di amministrazione, necessitino del previo consenso dell'assemblea¹⁹⁶.

amministratori che rivestono il carattere di norme imperative. Il patto darebbe quindi luogo ad una ipotesi di nullità in quanto l'oggetto ovvero i motivi comuni delle parti del patto sociale in esame sono illeciti poiché la clausola è stipulata per far prevalere l'interesse dei singoli soci che si sono accordati per la non proposizione dell'azione sociale a detrimento dell'interesse generale della società al promovimento dell'azione di responsabilità.

¹⁹⁵ Sul tema si veda Trib. Milano 2 luglio 2001, *Giur. It.*, 2002, pp. 562 e ss.; Salafia, *I patti parasociali nelle società non quotate*, Società, 2005, pp. 945 e ss.

¹⁹⁶ Tale possibilità viene oggi riconosciuta esclusivamente nel caso di società a responsabilità limitata. Per quanto riguarda gli investimenti di *venture capital*, Donativi, *Varietà di strumenti di corporate governance nel rapporto tra private equity e pmi*, Banca borsa e titoli di credito, 2008, pp. 205 e ss., sottolinea che i diritti di veto normalmente riconosciuti al *venture capitalist* includono tutte le decisioni che possono avere una ricaduta significativa sull'investimento effettuato e sulle aspettative di ritorno economico. In tal caso, qualora si tratti di delibere del consiglio di amministrazione, il socio di maggioranza si impegna, anche eventualmente quale promessa del fatto del terzo, a far sì che gli amministratori da lui nominati non pongano in essere, senza il previo consenso del *venture*

In tale ultima evenienza, il rischio principale è che il ruolo e la funzione del consiglio di amministrazione possano venire, di fatto, limitati e svuotati in misura eccessiva e, di converso, potrebbe creare una cogestione dell'attività dell'assemblea con conseguente paralisi dell'attività della stessa¹⁹⁷. Nel caso in cui, invece, sia previsto a livello parasociale un impegno dei soci (ex art. 1381 del Codice Civile) a far sì che gli amministratori di propria espressione votino in un determinato modo, i rischi sono di duplice natura. Infatti, da un lato gli amministratori potrebbero rifiutarsi di votare secondo le indicazioni dei soci che li hanno designati, con la conseguenza che gli impegni di voto risulterebbero sostanzialmente privi di significato, e dall'altro, vi è il rischio che l'impegno dei soci rispetto al contegno degli amministratori (ex art. 1381 del Codice Civile) sia illecito¹⁹⁸, ciò in quanto gli amministratori sarebbero vincolati alla sola società e non al singolo socio¹⁹⁹.

Per quanto concerne, invece, la posizione degli amministratori, merita menzione la circostanza che gli stessi, ai sensi di legge, rimangono principalmente impegnati ad agire nell'interesse della società e in conformità alla legge e allo statuto. Ciò vale indipendentemente dalla circostanza che i soci abbiano sottoscritto tra loro accordi parasociali che prevedono determinate linee di condotta da tenere con riferimento a particolari decisioni rimesse al consiglio di amministrazione. Di conseguenza, eventuali comportamenti non conformi allo statuto, alla legge e/o che abbiano causato un danno alla società, ai soci e/o ai terzi, ancorché conformi e in attuazione di un accordo parasociale²⁰⁰, potranno essere fonte di responsabilità. Tra i compiti che vengono attribuiti al consiglio di amministrazione, nell'ambito dei rapporti di *governance* tra socio imprenditore e *venture capitalist*, un ruolo rilevante assume la necessità di garantire un costante flusso di informazioni e dati tra organo gestionale e soci. Segnatamente, tale flusso di informazioni è necessario a consentire a ciascuno dei soci di verificare con puntualità l'andamento della gestione sociale. In tal modo il *venture capitalist* è nella condizione di eventualmente

capitalist, operazioni rientranti nella tipologia e/o negli importi contrattualmente predefiniti. In alternativa, si potrà prevedere un innalzamento dei *quorum* deliberativi del consiglio per le operazioni individuate nel patto parasociale.

¹⁹⁷ Fré, Sbisà, *Della società per azioni*, Bologna, 1997, pp. 567 e ss.; Cottino, *Le società*, Padova, 1999, pp. 405 e ss.; Picone, *Diritti diversi e categorie di azioni*, Riv. Dir. Comm., 2003, pp. 167 e ss., secondo cui, sebbene in linea di principio qualsiasi atto gestionale può essere attribuito alla competenza esclusiva dell'assemblea, sembra, peraltro, altrettanto certo che non possano essere devoluti all'assemblea tutti i poteri gestori. Pertanto, l'organo amministrativo non può limitarsi ad essere esclusivamente un mero organo operativo che esegue le delibere dell'assemblea.

¹⁹⁸ Semino, *op. cit.*, pp. 145 e ss.

¹⁹⁹ In tal senso, si veda App. Roma 24 gennaio 1991, *Giur. It.*, 1991, pp. 241 e ss.; Semino, *op. cit.*, p. 145; Proverbio, *op. cit.*, p. 58. Si veda, inoltre, Salafia, *op. cit.*, pp. 1334 e ss., secondo cui un patto parasociale che vincoli i contraenti, agendo fuori dalla sede assembleare, a condizionare la gestione dell'impresa societaria mediante ordini o approvazioni o autorizzazioni non può non considerarsi nullo per l'illiceità della sua causa a norma dell'art. 1418 c.c."

²⁰⁰ Trib. Milano 30 ottobre 2008 n. 12839, Proverbio, *op. cit.*, p. 59.

modificare, integrare e/o aggiustare le strategie di crescita dell'impresa, nonché di valutare l'andamento della gestione più operativa dell'impresa, che viene normalmente lasciata al socio imprenditore.

Alla luce di quanto precede, risulta evidente che, nel rapporto tra socio imprenditore e *venture capitalist* e nella tensione dialettica rispetto alla posizione e agli interessi di cui ciascuno di essi è portatore, la sottoscrizione di un patto parasociale e le previsioni ivi contenute costituiscono validi strumenti di bilanciamento tra il socio imprenditore e l'investitore. In assenza, infatti, di un siffatto accordo, le tensioni e gli eventuali contrasti tra *venture capitalist* e socio imprenditore potrebbero esasperarsi fino a giungere ad una paralisi del funzionamento e dell'operatività della società.

5.7 Meccanismi di enforcement del patto parasociale

Tra gli aspetti più delicati nella gestione e nei meccanismi di ripartizione dei diritti di *governance* tra socio imprenditore e *venture capitalist* vi è, senza dubbio, la necessità che le previsioni del patto parasociale siano rispettate e, di conseguenza, che siano previsti dei deterrenti che spingano le parti a dare piena attuazione alle disposizioni concordate e a non deviare dalla strada disegnata dall'accordo parasociale. Infatti, come detto, la violazione delle pattuizioni contenute in un patto parasociale hanno solo natura obbligatoria, tale per cui un'eventuale violazione delle previsioni ivi contenute avrà la sola conseguenza di far sorgere, in capo al socio che non ha rispettato gli accordi un obbligo di natura risarcitoria. Pertanto, l'eventuale decisione adottata dal relativo organo societario in modo difforme da quanto previsto nel patto parasociale non potrà essere oggetto di impugnazione, e tale contrasto con le previsioni del patto non potranno essere opposte né ai terzi, né alla società stessa.

In considerazione di quanto sopra, nonché alla luce della circostanza che la determinazione del danno risultante dalla violazione delle previsioni parasociali è di difficile quantificazione, la prassi ha individuato ed elaborato una serie di strumenti che consentono di indurre le parti all'adempimento delle previsioni e degli obblighi contenuti nel patto parasociale. Sicuramente, come detto già in precedenza, lo strumento che consente una piena tutela rispetto all'adempimento delle previsioni parasociali è costituito dal loro inserimento (o meglio dalla trasposizione) nello statuto della società, tenendo in ogni caso conto dei limiti all'autonomia statutaria previsti inderogabilmente dalla legge. In tal modo, infatti, gli obblighi, i diritti, ed i meccanismi di *governance* previsti a livello di accordo parasociale, acquistano efficacia reale, tale per cui, non solo un'eventuale decisione adottata in contrasto con tali disposizioni statutarie sarà impugnabile (nei modi e nei termini di legge), ma tutte le previsioni parasociali trasposte nello statuto saranno opponibili agli altri socio, ai terzi, ed alla società stessa.

Tra gli strumenti che la prassi contrattuale ha elaborato, non vi è dubbio che la clausola penale costituisca una valida soluzione deterrente rispetto ad eventuali tentativi di sottrarsi agli obblighi previsti dal patto parasociale²⁰¹. Risulta in ogni caso evidente, che la forza deterrente della penale sarà tanto maggiore quanto più alto risulti il valore espresso e concordato tra le parti²⁰². Tale considerazione impone un'attenta riflessione circa il problema del valore della clausola penale²⁰³. Infatti, nonostante la determinazione dell'ammontare della clausola penale sia lasciato alla libera negoziazione delle parti, ai sensi dell'articolo 1384 del Codice Civile, la misura della penale può essere ridotta in via equitativa dal giudice, laddove la stessa sia ritenuta manifestamente eccessiva. Tuttavia, nel condurre tale valutazione, il giudice dovrà considerare in ogni caso l'interesse che il creditore (ossia il socio adempiente nel caso di specie) ha nell'ambito del rapporto con il socio inadempiente, cosicché vi è la possibilità che penali in astratto particolarmente elevate, possano essere ritenute adeguate²⁰⁴ e pertanto venire successivamente ridotte. Ciò, di fatto, contribuisce a minare l'efficacia della clausola penale, in quanto il pagamento della stessa potrebbe essere procrastinato sino alla definizione del giudizio di accertamento sulla congruità della stessa. Per limitare l'arbitrio e il rischio connesso alla potenziale rivalutazione dell'ammontare della penale da parte del giudice, la prassi contrattuale si è evoluta nel senso di inserire nei patti parasociali una clausola nelle quali i soci sottoscrittori dell'accordo parasociale diano espressamente atto e riconoscano che l'entità della penale viene ritenuta congrua rispetto all'interesse che la stessa clausola penale mira a tutelare²⁰⁵. Ciò, infatti, costituirebbe uno strumento che facilita il giudice, eventualmente chiamato a decidere ai sensi dell'articolo 13484 del Codice Civile.

Un ulteriore profilo critico è rappresentato dal fatto che, ai sensi dell'articolo 1383 del Codice Civile, nel caso in cui si richieda la corresponsione della penale, non si potrà richiedere l'adempimento della prestazione principale. L'impatto che tale previsione potrebbe avere nei sindacati di voto è evidente, infatti, qualora venisse richiesta il pagamento della penale a seguito della violazione di un impegno di

²⁰¹ Con particolare riferimento alle clausole penali relative a sindacati di voto si veda Torino, *I contratti parasociali*, Milano, 2000, pp. 321 e ss.; Carbone, *Le convenzioni di voto e la teoria generale del contratto*, Nuova Giur. Civ. Comm., 1992, pp. 83 e ss., secondo il quale, in considerazione della circostanza che è estremamente difficile la prova e la quantificazione del danno derivante dalla violazione di previsioni aventi ad oggetto l'esercizio del diritto di voto in ambito societario, nella prassi viene normalmente inserita una clausola penale. Sul punto si veda anche, Piselli, *I patti parasociali tra diritto dei contratti e diritto societario*, Società, 2007, pp. 1114 e ss..

²⁰² Dotti, *Violazione dei patti di sindacato e strumenti di tutela: profili processuali*; Sindacati di voto e sindacati di blocco, Milano, 1993, pp. 147 e ss..

²⁰³ Torino, *op. cit.*, pp. 323 e ss..

²⁰⁴ Atelli, *Recesso e inadempimento nelle convenzioni di voto*, Contr. Impr., 1997, pp. 97 e ss.. Secondo tale autore, una volta fissata la penale, in caso di inadempimento degli obblighi derivanti da una convenzione di voto sarà il responsabile, secondo i principi generali, a doverne provare la manifesta eccessività, restando la definizione dell'ammontare, in definitiva, rimessa alla valutazione equitativa del giudice.

²⁰⁵ Proverbio, *op. cit.*, pp. 123 e ss..

voto potrebbe avanzarsi il dubbio, come fatto da alcuni autori, che non sia più possibile chiedere l'adempimento dei medesimi impegni per le successive delibere degli organi societari²⁰⁶. Tale tesi è stata però smentita dalla giurisprudenza della Suprema Corte di Cassazione²⁰⁷, la quale ha riconosciuto che nelle obbligazioni di durata assistite da una clausola penale, il divieto di cumulo fra la prestazione principale e la penale prevista dall'art. 1383 del Codice Civile riguarda le sole prestazioni già maturate e inadempite, e non anche quelle non ancora maturate. Infatti, in caso contrario, sarebbe consentito al debitore (il socio inadempiente nel caso di specie) di sottrarsi all'obbligazione attraverso il proprio inadempimento. In considerazione di ciò, si potrebbe ritenere che l'eventuale violazione di un obbligo previsto da un patto parasociale, e la conseguente richiesta di attivazione della clausola penale, non inficino la sopravvivenza delle previsioni e degli obblighi previsti in capo al socio inadempiente per il futuro. Al fine di eliminare ogni dubbio, tuttavia, la prassi contrattuale riconosce la valenza della costruzione di una clausola contrattuale nel senso che la penale vada a sanzionare ciascun inadempimento, senza pregiudizio per l'efficacia del patto in relazione a qualsiasi futura decisione degli organi societari oggetto di specifiche previsioni parasociali.

Un diverso strumento che permette di rafforzare le previsioni parasociali e diminuire il rischio di inadempimento, è rappresentato dalle opzioni di vendita (*put option*) e dalle opzioni di acquisto (*call option*)²⁰⁸ a prezzo punitivo. Attraverso tali previsioni parasociali, il socio adempiente si riserva, nel caso di inadempimento dell'altro socio, di acquistare le partecipazioni di quest'ultimo e/o di vendergli le proprie. La particolarità risiede nella circostanza che il prezzo di acquisto (nel caso di *call option*) e/o il prezzo di vendita (nel caso di *put option*) sono determinati in modo da costituire uno strumento sanzionatorio rispetto all'inadempimento o al comportamento illegittimo del socio che subisce l'esercizio dell'opzione. Segnatamente, il prezzo della *call option* sarà molto minore del valore di mercato, ovvero nel caso di *put option*, molto maggiore del valore di mercato. In altri termini, attraverso l'uso della *call option* a prezzo punitivo, si consente di sanzionare il socio inadempiente attraverso una vendita al socio adempiente della propria partecipazione ad un prezzo inferiore a quello che percepirebbe in una normale transazione sul mercato, il cui valore afflittivo sarà, tra l'altro, tanto maggiore quanto maggiore è l'interesse del socio a rimanere all'interno della società. Parimenti, l'uso della *put option* a prezzo

²⁰⁶ Si veda, Rescio, *I patti parasociali*, Riv. not., 2002, pp. 317 e ss.. Secondo tale autore, si potrebbe ritenere che, qualora un socio abbia preteso il pagamento della penale non si possa più esigere la prestazione di voto anche nelle assemblee a venire; in sostanza, la richiesta della penale implicherebbe lo scioglimento del rapporto contrattuale nei confronti dell'inadempiente. Per ovviare a tale rischio, l'autore suggerisce di costruire la clausola penale come penale per ciascun inadempimento.

²⁰⁷ Cass. 15 febbraio 2005, n. 2976, *Giust. Civ. Mass.*, 2005, pp. 2 e ss..

²⁰⁸ Le opzioni di vendita e di acquisto verranno esaminate nel successivo capitolo in relazione agli strumenti di *exit* a disposizione del *venture capitalisti*.

punitivo consente al socio adempiente, che veda leso l'equilibrio di *governance* raggiunto mediante il patto parasociale e che ritenga venire meno i presupposti di una convivenza sana tra i soci, di colpire il socio inadempiente trasferendogli le proprie partecipazioni ad un prezzo elevato (maggiore di quello di mercato), causandogli una duplice perdita, da un lato diretta e di natura economica, costituita dalla somma che deve essere versata per l'acquisto delle partecipazioni, e dall'altro più strategica, viene, infatti, meno un partner con cui condividere le strategie aziendali e di crescita del business.

5.8 Le classi di azioni e modelli diritti amministrativi

Particolarmente interessante ai fini delle operazioni di *venture capital*, in cui l'impresa *target* abbia la forma della società per azioni²⁰⁹ (ovvero tale forma venisse assunta nell'ambito del perfezionamento dell'operazione di investimento), risulta essere la possibilità di attribuire ad alcuni soci, mediante la creazione di categorie di azioni o altre modalità, il diritto di nominare un certo numero di amministratori (e disporre la revoca degli stessi solo con il voto favorevole di particolari maggioranze qualificate o la previsione che debba esservi il voto favorevole della relativa categoria di azioni)²¹⁰. Rispetto a tali clausole, gli operatori del diritto dovranno prestare particolare cautele al fine di evitare, attraverso il loro inserimento nello statuto, la personalizzazione della posizione del socio che, come tale, nelle società per azioni è trattato più rigidamente rispetto alla disciplina della società a responsabilità limitata (dove, come detto, al singolo socio possono essere attribuiti statutariamente diritti particolari)²¹¹.

Nell'ambito dei diritti amministrativi, ed in particolare della nomina dell'organo di gestione, il principio cardine risulta essere quello della competenza assembleare. In linea generale, si tratta di una vera e propria competenza inderogabile, salvo che si sia adottato il sistema di amministrazione dualistico²¹², che

²⁰⁹ Sul tema si veda il prezioso lavoro di Zanoni, *Venture capital e diritto azionario*, Padova, 2010, nel quale viene offerta un'ampia analisi sia del diritto statunitense che italiano in tema di operazioni di *venture capital* e partecipazioni azionarie.

²¹⁰ Ai fini che qui rilevano è bene sottolineare che l'analisi sarà limitata alla sola nomina dell'organo di gestione, ma le considerazioni che verranno qui svolte ben possono essere estese anche alla nomina dei sindaci. Per quanto concerne la revoca di questi ultimi, tuttavia, il discorso deve tener conto della previsione di cui all'art. 2440 c.c. secondo cui la revoca dei sindaci è possibile solo per giusta causa e a seguito dell'approvazione con decreto del tribunale competente sentito il sindaco interessato.

²¹¹ La ratio di tale differente trattamento risiede nel carattere prettamente personalistico della società a responsabilità limitata. Diversamente, nella società per azioni prevale l'elemento capitalistico, la società risulta maggiormente separata dai soci e per vocazione destinata al mercato. Pertanto, a livello sistematico, appare evidente che un'eccessiva personalizzazione della posizione di un socio contrasta con la natura del rapporto socio/società per azioni, caratterizzato da una maggiore distanza rispetto alle società a responsabilità limitata.

²¹² Ulteriori deroghe sono state espressamente ammesse dalla legge. Ad esempio i primi amministratori sono nominati nell'atto costitutivo; un amministratore indipendente può essere nominato dai titolari di strumenti finanziari; e la nomina può essere altresì riservata all'assemblea dei sottoscrittori (nel caso di costituzione per pubblica sottoscrizione).

sancisce il legame fiduciario che deve necessariamente instaurarsi tra proprietà (i soci) e gestione (gli amministratori)²¹³. Da tale principio generale discendono una serie di corollari che comportano la nullità delle previsioni statutarie che (i) attribuiscono un diritto di nomina diretto (al di fuori quindi della sede assembleare); (ii) consentono la nomina di membri del consiglio di amministrazione a soggetti diversi dai soci; e/o (iii) che alterino la durata massima limitata dell'incarico degli amministratori ed il meccanismo di revoca²¹⁴.

Per ovviare a tali limiti inderogabili e consentire una ripartizione dei diritti di *governance* tra socio imprenditore e *venture capitalist*, diviene particolarmente rilevante nelle operazioni di *venture capital* il ricorso a categorie di azioni. Infatti, mediante la creazione di categorie di azioni, si possono attribuire all'imprenditore e all'investitore diritti diversi sia in ambito patrimoniale che in ambito amministrativo. Per meglio inquadrare la nozione di categoria di azioni, va preliminarmente rilevato che nel diritto societario vige il principio di uguaglianza degli azionisti nel senso che, ai sensi dell'articolo 2348 del Codice Civile, comma 1, "*le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti*". Tale principio viene, appunto, derogato mediante la creazione di categorie di azioni²¹⁵. Infatti, l'articolo 2348 del Codice Civile al suo secondo comma, prevede che "*Si possono tuttavia creare, con lo statuto o con successive modificazioni di questo, categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite. In tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie.*". Tuttavia, in presenza di più categorie di azioni, il legislatore ha posto il principio che vieta la discriminazione dei soggetti all'interno della stessa categoria, in ossequio all'art. 2348, comma 3, del Codice Civile, in forza del quale "*Tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti*".

Per quanto attiene alla qualificazione della nozione di categoria di azioni, e della conseguente applicazione della disciplina dell'articolo 2376 del Codice Civile, vi è un dibattito dottrinale. Da un lato, alcuni autori individuano in una vera e propria posizione giuridica soggettiva diversa l'elemento su cui

²¹³ La regola dell'inderogabilità emerge con chiarezza dal combinato disposto degli articoli 2364, 2383 e 2386 c.c.. Tale ricostruzione è stata avallata dalla giurisprudenza tra cui si segnala: Cass. Civ. 17 aprile 1990, n. 3181, *Foro It.*, pp. 1533 e ss.; Cass. Civ. 14 dicembre 1995, n. 12820, *Giur. It.*, 1996, pp. 1360 e ss..

²¹⁴ Sanfilippo, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000, pp. 284 e ss.; Maugeri, *Se possa riservarsi a una categoria di azioni o a gruppi di azionisti la nomina di singoli amministratori o sindaci*, Società di Capitali, Casi e Materiali, Torino, 2006, pp. 58 e ss..

²¹⁵ Sul tema si veda: Picone, *Diritti diversi e categorie di azioni*, Riv. Dir. Comm., 2003, pp. 755 e ss.; Galgano, Ghenghini, *Il nuovo diritto societario. Le nuove società di capitali e cooperative, Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2007, pp. 607 e ss.; Grosso, *Categorie di Azioni e Assemblee Speciali*, Milano, 1999, p. 285; Leozappa, *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Milano, 2008, pp. 46 e ss..

fondare una categoria di azioni²¹⁶. Una seconda tesi individua l'elemento sulla base del quale costituire una diversa categoria di azioni in una qualsiasi situazione giuridica soggettiva astrattamente attribuibile dallo statuto alle azioni (in conformità ai limiti derivanti dalla *causa societatis* e dalla disciplina inderogabile del tipo, sia agli specifici divieti e limiti dettati in astratto dalla legge) ed astrattamente suscettibile di una diversa attribuzione solo ad una parte delle azioni²¹⁷. La prima tesi sembrerebbe quella preferibile, in ragione della circostanza che il pregiudizio rilevante ai fini dell'applicazione dell'art. 2376 del Codice Civile deve ancora, anche a seguito della riforma, incidere sui diritti speciali di categoria che, in quanto tali, differenziano le diverse categorie. Pertanto, non è rilevante il pregiudizio che invece incide su un certo tipo di diritto o privilegio, se tale privilegio o diritto è comune a tutte le categorie di azioni in circolazione²¹⁸. Il pregiudizio può, infatti, incidere esclusivamente sul diritto speciale e, per essere rilevante ai fini dell'art. 2376 del Codice Civile, deve concretizzarsi in un'alterazione in negativo del diritto tipico della categoria, sia direttamente che indirettamente.

Con particolare riferimento alle operazioni di *venture capital*, l'aspetto che è sicuramente di maggiore interesse riguarda l'analisi delle modalità con le quali i diritti vengono ripartiti tra il socio imprenditore ed il socio investitore. Infatti, tramite lo strumento delle categorie di azioni e delle relative previsioni statutarie è possibile prevedere che alcune operazioni o decisioni debbano essere approvate necessariamente dagli appartenenti ad una categoria di azionisti, riconoscendo in tal modo a detti azionisti un potere di veto, con una tecnica diversa rispetto alle *super-majorities*. In tal senso, il diritto societario italiano ammette, con riferimento alle azioni, un'ampia autonomia statutaria nel dettare delle regole che attribuiscono ai soci di minoranza (*venture capitalist* o imprenditore, a seconda del caso) con una partecipazione comunque non del tutto trascurabile, un diritto di veto rispetto ad alcune operazioni societarie. Tale risultato, come detto, può essere conseguito sia mediante la creazione di categorie di azioni con voto, per così dire, determinante, ovvero mediante la previsioni di maggioranze rafforzate ai fini dell'approvazione di determinate operazioni. La differenza è evidente: nel primo caso, il diritto di veto spetta solo agli azionisti con diritto di voto determinante (ad esempio al socio imprenditore, titolare

²¹⁶ Si veda: Mignoli, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, pp. 62 e ss., il quale distingue tra categorie di azioni e tipi di azioni, includendo in questa nozione le diversità che non sono relative a diritti incorporati nell'azione ma a caratteristiche esteriori dell'azione. In dottrina si veda inoltre: Picone, *op. cit.*, pp. 755 e ss; e Grosso, *op. cit.*, Milano, 1999, p. 285 e ss..

²¹⁷ Notari, *commento sub articolo 2348*, Commentario alla riforma delle società, diretto da Marchetti, Milano, 2008, pp. 153 e ss.; Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 95 in materia societaria; Ferri, *Le società*, in Trattato di diritto civile, Torino, 1987, pp. 446 e ss.

²¹⁸ In tal senso, diritto speciale (diritto speciale di membro che spetta solo ai soci appartenenti ad una medesima categoria) è inteso come distinto dal diritto individuale (o diritto legato allo status di socio e che, in quanto tale, spetta a tutti i soci) e anche dal diritto *quesito* che, come definito da Mignoli, è il diritto maturato a seguito di un determinato evento della società.

di azioni di una determinata categoria, nel caso di operazioni straordinarie di fusione o scissione), mentre nel secondo caso, il diritto di veto spetterebbe a chiunque detenga tante azioni che rappresentino almeno una percentuale di blocco. In tal senso, la presenza e l'attribuzione di azioni di una determinata categoria consentono di personalizzare il diritto di veto, attraverso la sua incorporazione nello strumento azionario, mentre la seconda ipotesi ricollega il diritto di veto al possesso di una certa percentuale di blocco del capitale sociale.

In ogni caso, il legislatore detta dei limiti a tale autonomia. Infatti, non tutte le decisioni che possono essere adottate dall'assemblea ricevono una medesima copertura legislativa. Infatti, l'articolo 2369, comma 4, del Codice Civile, non permette l'inserimento di maggioranze più elevate di quelle legislativamente previste nel caso di approvazione del bilancio e della nomina e revoca delle cariche sociali. Il quinto comma di tale articolo prevede, inoltre, che anche in seconda convocazione, in caso di cambiamento dell'oggetto sociale, trasformazione della società, scioglimento anticipato, proroga della società, revoca dello stato di liquidazione, trasferimento della sede sociale all'estero, emissioni delle azioni con voto alterato, siano necessari quorum rinforzati. In tal senso, sembra logico che la categoria di azioni con voto determinante non potrà avere ad oggetto le materie previste dall'articolo 2369, comma 4, del Codice Civile.

Tale limite comporta, soprattutto per quanto attiene alla nomina delle cariche sociali, in ragione dei delicati equilibri tra il socio imprenditore ed il *venture capitalist*, problemi relativi all'allocazione dei diritti di *governance* e soprattutto criticità in materia di gestione e monitoraggio dell'attività d'impresa. Infatti, da un lato, l'imprenditore ha interesse a mantenere una gestione dell'impresa quanto meno negli aspetti più operativi relativi soprattutto all'implementazione della *business idea*, nonché un controllo sull'attività svolta dall'investitore; dall'altro, l'investitore ha interesse a gestire l'impresa e a definirne le strategie di crescita, nonché di monitorare l'attività dell'imprenditore ed evitare che possa adottare comportamenti opportunistici. Per far ciò, sia l'imprenditore che l'investitore hanno la necessità di avere un proprio rappresentante (ovvero di partecipare direttamente) nel consiglio di amministrazione o nel collegio sindacale della società. Per raggiungere tale risultato, la prassi ha mutuato lo schema del voto di lista previsto per le società quotate. In tal modo, prevedendo che tutti i soci appartenenti ad una medesima categoria avranno il diritto di presentare una sola lista e che da ciascuna delle liste più votate si nomineranno una data percentuale di amministratori (o sindaci), si consente di raggiungere il medesimo risultato, arrivando, di fatto, ad un meccanismo di designazione. Un esempio potrà chiarire meglio il meccanismo. Si supponga che il *venture capitalist* sia titolare di una partecipazione di maggioranza rappresentata da azioni di categoria A, mentre l'imprenditore sia titolare di una partecipazione di minoranza rappresentata da azioni di categoria B. In una siffatta situazione, il *venture capitalist*, in

assenza di diverse previsioni statutarie, avrebbe il diritto di nominare l'intero consiglio di amministrazione (ed il collegio sindacale). Con il meccanismo di voto di lista, invece, si consente al socio di minoranza (l'imprenditore, nel nostro esempio) di nominare un determinato numero di amministratori. Si supponga, infatti, che lo statuto preveda che:

- (i) i soci titolari di azioni di categoria A (ossia il *venture capitalist*) possano presentare una sola lista di amministratori;
- (ii) i soci titolari di azioni di categoria B (ossia l'imprenditore) possano presentare una sola lista di amministratori;
- (iii) i soci titolari di azioni di categoria A e di categoria B possano votare solo le liste presentate dai soci appartenenti alla medesima categoria (i.e. il *venture capitalist* può votare esclusivamente la lista da lui presentata e, *mutatis mutandis*, l'imprenditore può votare solo la lista da lui stesso presentata);
- (iv) dalla lista più votata (i.e. quella del *venture capitalist* nel nostro esempio) si nominino la maggioranza dei consiglieri di amministrazione (e.g. in un consiglio di amministrazione composto da 3 membri, se ne nomineranno 2);
- (v) dalla seconda lista più votata (i.e. quella dell'imprenditore, nel nostro esempio) si nomini una minoranza dei consiglieri di amministrazione (e.g. nel caso di un consiglio di amministrazione di 3 membri, ne verrà nominato esclusivamente 1); e
- (vi) nel caso in cui venga meno (per decadenza, revoca, dimissioni, ecc...) un amministratore espressione di una lista, lo stesso verrà sostituito cooptando l'amministratore che risulta il primo dei non-nominati nella lista di cui l'amministratore dimissionario era espressione. In tal modo, evidentemente si viene a limitare l'effetto distorsivo che potrebbe provocare il sistema di cooptazione previsto a livello codicistico²¹⁹.

L'esempio sopra esposto, che può essere replicato *mutatis mutandis* anche con riferimento alla nomina del collegio sindacale, consente di cogliere pienamente l'utilità dei meccanismi di nomina delle cariche sociali e delle categorie di azioni quali strumenti attraverso i quali realizzare una piena allocazione dei diritti di *governance* che sia in linea con gli accordi tra socio imprenditore ed investitore.

A livello di consiglio di amministrazione, si ripropongono le medesime problematiche, sia in termini di ripartizione delle cariche (e.g. presidente e amministratore delegato), sia in termini di delibere del

²¹⁹ Si veda l'art. 2386 c.c..

consiglio da adottare con maggioranze rafforzate ovvero con il voto favorevole degli amministratori espressione di un determinato socio. Anche in tal caso, le categorie di azioni ed i meccanismi statutari possono risolvere la maggior parte dei profili critici. Infatti, lo statuto ben potrà prevedere, ad esempio, che il presidente sia nominato tra gli eletti da una determinata lista, che alcune materie possano essere delegate esclusivamente agli amministratori espressione dei soci di una categoria particolare, ovvero che alcune delibere debbano essere adottate con il voto favorevole degli amministratori appartenenti ad una data lista. In tal modo, si riesce a raggiungere anche a livello di consiglio di amministrazione un'allocazione dei diritti di *governance* tra socio imprenditore e *venture capitalist* efficiente. Infatti, al socio imprenditore potranno essere delegati, a titolo esemplificativo, poteri operativi, mentre gli amministratori espressione dell'investitore potranno vedersi delegati poteri di natura strategica, ovvero prevedere che decisioni strategiche debbano essere necessariamente prese con il voto favorevole degli amministratori tratti dalla lista dell'investitore (o anche dell'imprenditore, a seconda di quelle che sono gli accordi tra le parti che vengono recepiti in statuto).

La creazione di categorie di azioni, quindi, consente di trasportare a livello statutario e societario le previsioni di un patto parasociale, le quali sarebbero di difficile implementazione laddove non venissero adeguatamente recepite in statuto o venissero create diverse categorie di azioni.

5.9 Deadlock

Nei paragrafi che precedono si sono analizzati i diversi strumenti attraverso i quali il *venture capitalist* ed il socio imprenditore disciplinano i relativi diritti in tema di *governance* e gestione dell'impresa. In particolare, si è visto che al fine di assicurare un equilibrio tra gli interessi di entrambi i soci di gestire e controllare l'impresa (controllando indirettamente anche l'operato dell'altro socio) vengono usualmente previste delle decisioni che debbono necessariamente essere adottate dal relativo organo societario competente con particolari maggioranze, tali da assicurare a ciascun socio il diritto di veto su tali materie. Tale situazione, se da un lato permette a ciascuno dei soci di tutelare il proprio interesse alla gestione e/o controllo su alcuni aspetti fondamentali della vita dell'impresa, dall'altro rischia di paralizzare il funzionamento degli organi della società e della società stessa laddove i soci non riescano a concordare una soluzione condivisa e le maggioranze previste dallo statuto non siano raggiunte. In tal caso si verifica una situazione di c.d. "*deadlock*" ossia di paralisi della società, che deve essere necessariamente risolta al fine di evitare che l'impresa e, di conseguenza, l'investimento possano subire dei riflessi negativi²²⁰. Si

²²⁰ Picone, *op. cit.*, p. 139, secondo cui le situazioni di stallo decisionale vengono comunemente definite con il termine *deadlock*. Si tratta di situazioni nelle quali, o perché vi sono due azionisti di partecipazioni prioritaria, o perché esiste un quorum deliberativo talmente elevato da richiedere necessariamente il voto favorevole del socio di minoranza, gli organi sociali si trovano nell'impossibilità di deliberare.

tratta, in sostanza, di elaborare degli strumenti contrattuali e/o di *governance* societaria che, partendo dalla constatazione che non vi è un accordo tra i soci, attribuiscano ad un socio (ovvero agli amministratori espressione di tale socio) di superare la situazione di *deadlock*, ovvero prevedano il diritto di acquistare la partecipazione e/o di vendere la propria partecipazione al socio dissenziente.

Tra le clausole che a livello parasociale vengono previste al fine di risolvere una situazione di *deadlock* vi è quella che prevede un tentativo di comporre il dissenso, rimettendo la decisione ai presidenti e/o amministratori delegati dei rispettivi gruppi, ovvero ad un terzo che svolga la funzione di arbitratore²²¹. In entrambe le ipotesi, la clausola prevedrà che la relativa decisione venga considerata vincolante per entrambi i soci, con il conseguente impegno dei soci stessi di darvi esecuzione in sede assembleare o consiliare (a seconda di dove si sia verificata la situazione di stallo). Ciò presuppone, evidentemente, che gli organi di vertice dei soci o l'arbitratore (a seconda del caso) abbiano raggiunto una decisione entro il periodo concordato tra le parti²²². Qualora un accordo non sia stato raggiunto, una soluzione che viene normalmente adottata è quella di prevedere una successiva convocazione dell'assemblea o del consiglio di amministrazione (a seconda che lo stallo si sia verificato in sede di assemblea o di consiglio di amministrazione) nella quale la decisione non adottata nella riunione precedente e che non è stata approvata, verrà riproposta all'ordine del giorno. In tale seconda riunione, viene normalmente previsto che la decisione potrà eventualmente essere presa a maggioranza semplice, assicurando al socio di maggioranza (normalmente l'investitore) un diritto di assumere la decisione finale. Laddove, invece, le parti si accordino per tutelare maggiormente il socio di minoranza, si prevedrà che in caso di mancato accordo a livello di vertici dei due soci, la decisione non sia adottata in sede assembleare o consiliare, la stessa debba considerarsi come definitivamente non approvata.

Merita, inoltre, menzione la soluzione che spesso viene adottata per risolvere uno stallo che potrebbe danneggiare eccessivamente l'impresa in quanto idonea a minare la relazione tra socio imprenditore e *venture capitalist*. Tale soluzione consiste nell'uscita di uno dei due soci dalla società e dalla conseguente assunzione del controllo da parte del socio²²³. A tal proposito, merita menzione la cosiddetta clausola della "*russian roulette*", mediante la quale si prevede che, una volta verificata una situazione di *deadlock*, un socio possa comunicare all'altro la propria valutazione dell'intero capitale della società. In

²²¹ Proverbio, *op. cit.*, pp. 111 e ss..

²²² Tale periodo sarà tanto più breve, quanto più importante sia ritenuta la materia oggetto di contrasto decisionale.

²²³ La clausola spesso prevede che qualora un socio desideri e ritenga opportuno effettuare una determinata operazione su cui l'altro socio non è d'accordo, il secondo socio ha la facoltà di offrire un prezzo al quale è tenuto ad acquistare le azioni del primo socio ovvero a cedere le proprie. Dal punto di vista pratico, il problema centrale è costituito dalla difficoltà di predisporre criteri di valutazione del valore delle partecipazioni in quanto le operazioni di *venture capital* sono spesso operazioni particolarmente complesse dal punto di vista finanziario ed economico.

tal modo, il socio cui viene attribuito tale diritto beneficerà, di fatto, di un'offerta irrevocabile di acquisto della partecipazione dell'altro socio, sia quale offerta irrevocabile di vendita della propria partecipazione, ad un prezzo che viene determinato in base ad una valutazione fatta sull'intero capitale sociale, e pertanto determinata pro-quota sulla quota di partecipazione propria o dell'altro socio (a seconda del caso)²²⁴. In altri termini, si tratta di un'offerta irrevocabile con cui il socio, che abbia esercitato il diritto attribuitogli dal patto parasociale in caso di *deadlock*, assume nei confronti del socio destinatario della comunicazione, un'obbligazione alternativa (ai sensi dell'art. 1285 del Codice Civile) di acquistare la partecipazione di tale socio o di vendergli la propria. Tale diritto viene normalmente attribuito in capo al *venture capitalist*, al fine di rafforzare la sua posizione direttiva in società e forzare le decisioni del socio imprenditore, qualora quest'ultimo non concordi con le linee strategiche e le proposte dell'investitore. Per quanto concerne le modalità con cui, in concreto, si ricorre per attribuire al socio un tale diritto, due sono le più frequenti. In particolare, potrebbe venire garantita un'opzione di vendita dal socio futuro venditore al socio acquirente o, di contro, potrebbe attribuirsi al socio futuro acquirente un'opzione di acquisto rispetto alla partecipazione del socio futuro venditore. Il più delle volte, al fine di rendere tendenzialmente certa l'uscita del socio dissenziente e non più gradito, le parti concordano che le opzioni di vendita e di acquisto siano incrociate, nel senso che l'esercizio delle opzioni debba avvenire nello stesso arco di tempo, ovvero che una volta scaduto il termine di efficacia di una delle due, inizi a decorrere il periodo di esercizio della seconda²²⁵.

Un'ultima soluzione a situazioni di *deadlock*, sicuramente più radicale, consiste nella previsione secondo la quale nel caso di stallo la società ed i suoi assets verranno messi in liquidazione. Si tratta, come evidente, di un rimedio estremo che viene adottato, ancorché in misura minore rispetto agli altri strumenti di soluzione di deadlocks, nel caso di situazioni di stalli insanabili e in relazione ad imprese che necessitano la presenza di tutti i soci per essere gestite in maniera profittevole senza uno di tali soci, in modo tale che l'eventuale previsione di un'opzione di vendita o di acquisto non vale a risolvere il

²²⁴ Proverbio, *op. cit.*, pp. 113 e ss.; Dotti, *op. cit.*, pp. 228 e ss.. Secondo tale autore con tale clausola si prevede che in caso di deadlock, ciascun socio possa fare un'offerta di acquisto della partecipazione dell'altro socio. Quest'ultimo sceglie se accettare l'offerta summenzionata o acquistare la quota del primo socio di modo che il socio che fa l'offerta è obbligato a comprare se l'altro accetta, ma, allo stesso tempo, si obbliga a vendere se l'altro si dichiara invece di essere lui disposto ad acquistare. Si veda inoltre, Draetta, *Un esempio di russian roulette clause per la soluzione di deadlocks*, Dir. Comm. Int., 1992, pp. 515 e ss..

²²⁵ Picone, *op. cit.*, pp. 151 e ss., secondo tale autore, nulla vieta alle parti di prevedere solo il diritto di call o di put, ovvero che il put e call sia reciproco anche in relazione al trasferimento, in modo tale che entrambe le parti possano acquistare le partecipazioni altrui: in altri termini, la volontà delle parti in ordine al contenuto di tali patti è assolutamente sovrana. Dotti, *op. cit.*, pp. 230 e ss..

problema, in quanto il socio divenuto unico proprietario non sarebbe da solo in grado di gestire l'impresa²²⁶.

5.10 Limiti al trasferimento delle partecipazioni

Elemento centrale negli investimenti di *venture capital* è dato dall'orizzonte temporale dell'investimento stesso. Come detto, infatti, il *venture capitalist* acquista partecipazioni in imprese giovani al fine di favorirne il processo di crescita e dismettere la propria partecipazione ad esito dello stesso. Per far ciò occorre che il socio imprenditore e l'investitore lavorino e collaborino insieme per un determinato arco temporale e, pertanto, risulta necessario che per un periodo di tempo, né l'investitore, né il socio imprenditore abbandonino l'impresa cedendo la propria partecipazione in società²²⁷.

Lo strumento contrattuale che viene utilizzato per limitare la circolazione delle partecipazioni e, pertanto, assicurare la stabilità della compagine sociale, è dato dalle pattuizioni contenute nel patto parasociale che danno vita ad un c.d. sindacato di blocco²²⁸. Tramite tali disposizioni negoziali, infatti, il socio imprenditore e l'investitore disciplinano non solo le formalità cui ciascuno di loro dovrà attenersi qualora intenda cedere la propria partecipazione, ma anche il termine fino al quale tali partecipazioni non potranno essere alienate. Assumono in tal senso rilevanza i patti di *lock-up*, di prelazione, o quelli che prevedono il gradimento dell'altro socio in relazione al cessionario.

(a) *Lock-up*

Le clausole di un patto parasociale che introducono in capo ad alcuni soci, ovvero alla totalità della compagine sociale, un puro e semplice divieto di alienazione vengono comunemente definite clausole di *lock-up*. Tali clausole rientrano, come evidente, nella generale categoria dei c.d. sindacati di blocco volti a limitare la circolazione delle azioni. Dato il carattere particolarmente stringente e limitativo della libertà dei soci di tali previsioni contrattuali, la validità delle stesse deve essere attentamente vagliata alla luce

²²⁶ Proverbio, *op. cit.*, pp. 118 e ss..

²²⁷ L'interesse è evidentemente reciproco. Infatti, il socio imprenditore ha interesse a che il *venture capitalist* non abbandoni immediatamente l'impresa e adempia ai propri impegni di natura finanziaria e manageriale. Parimenti, l'investitore ha interesse a che lo stesso non rimanga solo a gestire l'impresa e che, pertanto, il socio imprenditore continui a prestare la propria attività a servizio dell'impresa stessa, essendo lo stesso socio imprenditore il soggetto che ha generato la *business idea*, senza il quale la stessa può difficilmente essere adeguatamente implementata.

²²⁸ Si veda, *inter alia*, Torino, *Note in tema di efficacia dei patti parasociali di blocco e di contendibilità del controllo societario nell'ordinamento giuridico italiano e francese*, Riv. Dir. Comm., 1999, pp. 748 e ss.; Proverbio, *op. cit.*, pp. 69 e ss.; Tucci, *Il ruolo dei soci e dei patti parasociali*, Analisi giuridica dell'economia, 2007, pp. 445 e ss.; Buonerba, *I limiti alla circolazione delle azioni. Limiti legali e limiti convenzionali: divieto di trasferimento e clausola di prelazione*, Vita Notarile, 2009, pp. 1571 e ss.; Divizia, *Circolazione della partecipazione sociale e limiti soggettivi di efficacia dei patti parasociali*, Riv. Notariato, 2012, pp. 615 e ss.; Bucciarelli Ducci, *I patti parasociali: natura giuridica e profili di tutela*, Riv. Notariato, 2009, pp. 462 e ss..

del disposto dell'articolo 1379 del Codice Civile. Tale disposizione, come noto, prevede che eventuali divieti di alienazione contrattualmente negoziati sono validi solo se contenuti entro convenienti limiti di tempo e se rispondenti ad un apprezzabile interesse di una delle parti. Da ciò discende che, ferma restando l'evidente necessità di prevedere una durata non eccessivamente prolungata²²⁹, sarebbe opportuno inserire una previsione contrattuale che, al fine di chiarire l'interesse delle parti e fugare ogni possibile dubbio, dia atto dello scopo e della finalità che le parti intendono perseguire mediante la previsione di un divieto di alienazione. Segnatamente, la finalità tipica di tali pattuizioni in operazioni di *venture capital* consiste nella necessità di garantire, per un determinato arco temporale, una stabilità nell'assetto azionario e della gestione della società che è assolutamente fondamentale affinché la crescita dell'impresa inizi e prosegua secondo i piani che l'investitore e il socio imprenditore hanno concordato²³⁰.

Proprio in relazione ad operazioni di *venture capital*, la permanenza del socio imprenditore che ha sviluppato l'idea imprenditoriale nella compagine sociale e nel management della società risulta decisivo per la buona riuscita dell'investimento. D'altra parte, il socio imprenditore, pur essendo conscio del carattere temporaneo e speculativo dell'investimento del *venture capitalist*, ritiene che la sua partecipazione nello sviluppo dell'impresa unitamente alla permanenza dell'investitore, sia l'unica combinazione che consente alla società di svilupparsi in maniera solida e duratura.

Tale rigidità, tuttavia, viene in un certo senso attenuata dalle previsioni con le quali l'investitore si garantisce la possibilità di dismettere la partecipazione in caso di mancato raggiungimento, per più esercizi sociali, di determinati livelli di *performance* aziendali; ovvero, la possibilità di dismettere la partecipazione al verificarsi di una situazione di stallo (*deadlock*) che non consente l'armonica prosecuzione della vita della società; o ancora, la possibilità per il *venture capitalist* di trasferire una porzione della propria quota di partecipazione ad altri investitore, in modo da poter ridurre i propri rischi derivanti da tale investimento.

(b) Prelazione

²²⁹ Come osservato da Proverbio, *op. cit.*, pp. 91 e ss., tale problema sembrerebbe oggi superato dal dato normativo, posto che (quanto meno con riferimento alle società per azioni di tipo chiuso) il limite legislativo ad oggi previsto in generale per la durata dei patti parasociali è di cinque anni. A tale conclusione giunge anche Salafia, *I patti parasociali nelle società non quotate*, Società, 2005, pp. 945 e ss..

²³⁰ Si veda in tal senso, Siri, *Clausole statutarie e control devices in una fifty-fifty corporated joint venture*, Dir. Comm. Int., 1989, pp. 247 e ss., per il quale la ragione giustificatrice è ravvisabile nella volontà di entrambe le parti di proseguire congiuntamente nella gestione dell'impresa, consci del fatto che il successo dell'impresa stessa sia dipendente per la coincidenza tra proprietà e gestione, dalle capacità operative, finanziarie, manageriali degli azionisti.

Le clausole di un patto parasociale che prevedono un diritto di prelazione hanno una duplice funzione: da un lato, infatti, hanno lo scopo di preservare l'interesse di entrambe le parti (i.e. *venture capitalist* e socio imprenditore) a mantenere una relazione con uno specifico partner e, dall'altro, qualora la continuazione della collaborazione con i soci iniziali non sia possibile, consentire ai soci che intendono proseguire l'attività di impresa senza dover gestire un rapporto associativo con un soggetto nuovo e non gradito²³¹.

Le clausole di prelazione operano in modo tale che i soci che intendano trasferire la propria partecipazione debbano preventivamente informare gli altri soci della loro intenzione, comunicando, altresì, il nome del soggetto interessato, nonché dell'eventuale valore dell'offerta. La conoscenza dell'identità del terzo offerente consente ai soci di verificare se il terzo possieda caratteristiche tali da far ritenere immutato l'*intuitus personae* che li ha indotti ad entrare in affari con il socio che ha manifestato il proprio interesse a cedere la propria partecipazione²³². Tale situazione è ancor più vera rispetto agli investimenti di *venture capital*, nei quali l'operazione viene perfezionata proprio in considerazione della presenza, quale co-investigatore, del socio imprenditore che ha creato e contribuito all'ideazione della *business idea*. In tal senso, è evidente che il *venture capitalist* abbia il timore della possibilità che il socio imprenditore ceda la propria partecipazione ad un terzo soggetto che non abbia alcuna conoscenza dell'impresa o del settore in cui la stessa opera. Pertanto, è a tutela di tale primaria esigenza che le clausole di prelazione operano, imponendo al socio che voglia cedere la propria quota l'obbligo di darne notizia agli altri soci.

Un altro elemento essenziale di cui il socio cedente o deve informare i soci titolari del diritto di prelazione è dato dai termini contrattuali ed economici dell'offerta fatta dal terzo potenziale acquirente. Ciò è evidentemente funzionale all'esercizio del diritto di prelazione, il quale consente ai soci titolari di tale

²³¹ Sbisà G., *La disciplina dei patti parasociali nella riforma del diritto societario*, Nuova giur. civ. comm., 2004, pp. 481 e ss., secondo cui i patti di prelazione tra soci non sono patti parasociali sottoposti alle relative norme, in quanto non sarebbero preordinati al fine di stabilizzare gli assetti proprietari. Non sembra, secondo tale autore, che tale scopo possa essere escluso in assoluto. Infatti, è vero che il patto di prelazione che non abbia quello scopo non rientra nell'ambito di applicazione della disciplina, ma è altrettanto vero che non di rado le clausole di prelazione hanno il precipuo fine di garantire il mantenimento delle posizioni acquisite all'interno della compagine sociale in funzione del controllo della società. Arato, *Clausole di prelazione e clausole di gradimento nelle s.p.a.*, Giur. Comm., 1983, pp. 308 e ss.; Binni, *Vendita congiunta di azioni e clausola di prelazione*, in Giur. Comm., 1997, pp. 709 e ss.; Fauceglia, *Diritto di prelazione e trasferimento fiduciario del titolo azionario*, Giur. Civ., 1989, pp. 31; Alessi, *Alcune riflessioni intorno alla clausola di prelazione*, Riv. Dir. Comm., 1987, pp. 51 e ss.; Carnevali, *Clausola di prelazione nella vendita di azioni e tutela del patrimonio*, Società, 1993, pp. 977 e ss..

²³² Cardarelli, *Ancora in tema prelazione delle azioni di società*, Società, 1998, pp. 1185 e ss.; Meneghini, *La circolazione delle partecipazioni azionarie, la clausola di prelazione e i requisiti della denunziatio*, Dir. Fall., 1982, pp. 1039 e ss.; Sansone, *Clausola di prelazione nella vendita di azioni*, Società, 1988, pp. 689 e ss..

diritto di acquistare la partecipazione del socio cedente ai medesimi termini e condizioni del potenziale acquirente²³³.

Qualora, invece, a seguito della ricezione della comunicazione relativa all'intenzione del socio cedente di trasferire la propria partecipazione ad un terzo debitamente individuato e a date condizioni economico/contrattuali, i soci non dovessero esercitare il proprio diritto di prelazione, è evidente che il socio cedente potrà procedere liberamente al perfezionamento dell'operazione di cessione. In tal caso, infatti, i soci titolari del diritto di prelazione avranno valutato in modo positivo il soggetto potenziale acquirente, ritenendo che la propria posizione di partner e il loro interesse in società non sia danneggiato dall'ingresso di tale nuovo soggetto²³⁴.

(c) Gradimento

Un ulteriore strumento attraverso il quale si raggiunge la tutela dell'interesse dei soci a mantenere una stabilità nella compagine sociale ed evitare l'ingresso di soggetti non in linea con gli interessi degli altri soci in società è la previsione di c.d. clausole di gradimento. Mediante tali disposizioni viene, infatti, attribuito il potere ad un organismo *ad hoc* (es. assemblea e/o consiglio di amministrazione, ovvero i soci in generale) di indicare al socio che abbia manifestato la propria intenzione di dismettere la propria partecipazione, il nominativo di un soggetto cui trasferirla, in luogo del soggetto che ha presentato l'offerta al socio cedente²³⁵.

Anche in tal caso, al fine di evitare un pregiudizio per il diritto del socio cedente, il trasferimento al soggetto individuato come alternativa al terzo offerente, dovrà avvenire ai medesimi termini e condizioni concordate con quest'ultimo. Con riferimento, invece, al soggetto indicato quale acquirente, questo potrà essere un socio ovvero un soggetto che non sia tale, nel qual caso, la clausola di gradimento avrà una funzione (oltre che una struttura) simile a quella di prelazione.

²³³ Guerra, *Contenuto e disciplina del diritto di prelazione nella prassi degli statuti e dei patti parasociali*, in *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, a cura di Bonelli – Jaeger, Milano, 1993, pp. 228 e ss.

²³⁴ In tale evenienza, evidentemente, l'*intuitus personae* e la continuità dell'impresa societaria a condizioni ritenute fondamentalmente immutate risulterà tutelato. Brock, *Vendita di azioni e violazione del patto di prelazione*, Contratti, 1994, pp. 296 e ss..

²³⁵ Ambrosini, *Sociale e parasociale nella clausola statutaria di gradimento*, Società, 2009, pp. 171 e ss., secondo cui la funzione della clausola in oggetto è quella di preservare il mantenimento della omogeneità soggettiva della compagine sociale vietando l'ingresso di individui che per le loro qualità personali, possano in qualche modo attentare a tale omogeneità secondo la valutazione discrezionale affidata ad un organo sociale predeterminato. Castellano, *Declino delle clausole di gradimento*, Giur. Comm., 1983, pp. 177 e ss..

5.11 Osservazioni conclusive

Nei paragrafi che precedono si sono analizzati i diversi strumenti attraverso i quali il *venture capitalist* ed il socio imprenditore disciplinano i rispettivi diritti di *governance*, nell'ottica di trovare e definire un equilibrio contrattuale tra i diversi interessi in gioco. La previsione e l'implementazione di strumenti che consentano una piena tutela di tali diversi interessi portano, alcune volte, a situazioni di difficile gestione in concreto e che rischiano di creare una paralisi societaria. Per evitare tali situazioni, i soci devono necessariamente prevedere dei meccanismi che consentano agli stessi soci di affrontarle, risolverle e superarle, ed eventualmente disporre la prevalenza dell'interesse di uno dei soci rispetto a quella dell'altro. La scelta su quale interesse o posizione debba prevalere è essenzialmente rimessa alla libera negoziazione dei soci e dipende, in ultima istanza, dalla forza contrattuale di ciascuna delle parti in sede di contrattazione delle clausole parasociali. In tale ottica, il ruolo e la posizione contrattuale del *venture capitalist* risulta molto spesso quella più forte, in modo tale che gli interessi dell'investitore e/o le proprie scelte o proposte saranno quelle che riceveranno maggiore tutela, rispetto invece alla posizione del socio imprenditore il quale risulta spesso in un posizione subordinata rispetto all'investitore.

CAPITOLO 6

Disinvestimento

6.1 L'importanza della fase di uscita dall'investimento

Nei precedenti capitoli si è potuto verificare come l'attività del *venture capitalist* si sostanzia, in estrema sintesi, nell'acquisizione da parte di un investitore di partecipazioni, di maggioranza o di minoranza, in nuove iniziative imprenditoriali; ciò al fine di supportarne la crescita di valore e di cedere (dopo un periodo medio-lungo) la relativa quota di partecipazione una volta che il valore dell'impresa oggetto dell'investimento sia incrementato, ottenendo un profitto pari alla differenza tra la somma investita ed il ricavo della cessione. In tale ottica, risulta evidente che il controllo da parte dell'investitore di una partecipazione nell'impresa non può che essere di breve periodo e, pertanto, esaurito l'arco temporale di investimento, il *venture capitalist* deve necessariamente disinvestire.

La fase di uscita costituisce²³⁶, quindi, la parte finale della sequenza del processo di investimento. Si tratta, peraltro, di una fase estremamente delicata perché solo a seguito della buona riuscita del disinvestimento, il *venture capitalist* può ottenere il guadagno pari alla differenza tra il ricavato della dismissione e le somme investite, che altro non è che il fine ultimo dell'investitore istituzionale nel capitale di rischio. Come detto, infatti, il *venture capitalist*, proprio in considerazione della sua struttura giuridica (spesso un fondo) e dell'attività che svolge, non rimane e non può rimanere vincolato per troppo tempo alle imprese finanziate. Il *venture capitalist*, in tal senso, altro non è che partner temporaneo il cui obiettivo è quello di realizzare profitto nel medio-lungo periodo, sostenendo la crescita e lo sviluppo dell'impresa finanziata.

In relazione alla fase di disinvestimento, gli aspetti più delicati che devono essere presi in considerazione e, per quanto possibile concordati, dall'investitore ed il socio imprenditore sono:

- (i) la scelta del *timing* più opportuno per perfezionare il disinvestimento; e

²³⁶ Sulla fase di disinvestimento si vedano i contributi di: Cumming, *Contracts and exits in venture capital finance*, *The Review of Financial Studies*, 2008, pp. 21 e ss.; Smith, *The exit structure of venture capital*, *UCLA Law Review*, 2005, pp. 315-356.; Schwienbacher, *Innovation and Venture Capital Exits*, *The Economic Journal*, 2008, pp. 1888 e ss.; Cumming, Fleming, Schwienbacher, *Legality and venture capital exits*, *Journal of Corporate Finance*, 2006, pp. 214 e ss.; Cumming, MacIntosh, *A cross-country comparison of full and partial venture capital exits*, *Journal of Banking and Finance*, 2003, pp. 511 e ss.;

(ii) la definizione del modo più profittevole, adeguato e/o celere di disinvestimento.

Risulta evidente che, sebbene si tratti di due elementi separati, gli stessi sono tra loro intimamente legati, anche perché in grado di condizionarsi reciprocamente, in modo tale che una forma di disinvestimento particolarmente proficua in una determinata circostanza, possa non essere pienamente coincidente con il timing del disinvestimento e, pertanto, non potrà essere colta o sfruttata adeguatamente.

Ancorché, sin dalla fase di perfezionamento dell'investimento, come vedremo meglio nel prosieguo del presente capitolo, il *venture capitalist* tenta di concordare *ex ante* con il socio imprenditore le modalità di *exit* attraverso, ad esempio, previsioni contenute nei patti parasociali e/o nello statuto, ovvero concordando le modalità di quotazione dell'impresa, di fatto, le stesse misure concordate *ex ante* debbono essere poi rinegoziate e/o adattate alla situazione in cui l'impresa si trova nel momento in cui matura la decisione dell'investitore di uscire dall'impresa finanziata²³⁷. Alla luce di tale considerazione, è possibile sostenere che la dismissione della partecipazione non risulta mai realmente programmabile con un grado di certezza assoluta, in quanto *timing* e modalità di disinvestimento dipenderanno essenzialmente dai risultati dell'impresa e, quindi in ultima istanza, dalla validità dell'apporto non solo economico fornito dal *venture capitalist* all'impresa e dalla capacità di far crescere l'impresa stessa. Il rischio, infatti, che l'investitore assume, acquisendo partecipazioni in società che si trovano nelle prime fasi del ciclo di business, è quello di non riuscire a smobilizzare l'investimento. Tale rischio è essenzialmente funzione della capacità del *venture capitalist* di saper lavorare con il socio imprenditore e di far crescere l'impresa ed il suo valore, facendo generare nel mercato un certo interesse verso l'impresa. Nel caso in cui tale risultato non sia raggiunto, è ovvio che l'investitore sia in seria e forte difficoltà nell'uscire dall'investimento²³⁸. In sostanza, la possibilità che l'*exit* sia profittevole per l'investitore sembrerebbe dipendere, in misura più o meno rilevante, dalla capacità dello stesso di saper far crescere l'impresa, anche in armonia con la *vision* del socio imprenditore che ha per primo maturato l'idea di business alla base dell'impresa finanziata.

Per quanto attiene più specificamente alla tempistica del disinvestimento, in linea generale, è necessario innanzitutto che il disinvestimento da parte dell'operatore di *venture capital* possa essere attivato all'interno di un arco temporale, che viene concordato tra l'investitore ed il socio imprenditore sin dall'inizio ed all'atto dell'investimento. In tal modo, il *venture capitalist*, da un lato segnala sin da subito

²³⁷ Cumming, Johan, *Preplanned exit strategies in venture capital*, European Economic Review, 2008, pp. 1209 e ss..

²³⁸ Tale discorso vale, sia pure in misura inferiore, anche per quegli investitori nel capitale di rischio che non perseguono l'obiettivo di uno smobilizzo totale, preferendo invece conservare una partecipazione, sia pure ridotta, nelle società che hanno aiutato a sviluppare con successo.

all'imprenditore il carattere temporaneo del suo investimento, e dall'altro la limitatezza temporale dell'investimento funge da stimolo all'imprenditore per il raggiungimento di risultati in termini di crescita e performance aziendali in tempo utile, prima che lo stesso si ritrovi senza l'investitore a suo fianco a seguito dell'uscita dalla società di quest'ultimo. In pratica, trascorso un dato arco temporale dal momento dell'investimento, nel corso del quale il *venture capitalist* e il socio imprenditore hanno lavorato insieme al fine della crescita dell'impresa tramite l'implementazione del piano industriale, l'investitore si garantisce l'opportunità di iniziare il procedimento che porta alla dismissione della propria partecipazione e quindi all'uscita dall'investimento.

In termini generali, quello che rileva per l'investitore è la possibilità di riuscire a cedere la propria quota, quantomeno in base a criteri oggettivi e definibili "di mercato", in un'ottica di cessione dell'intera società partecipata. Inoltre, la presenza di un socio di minoranza (i.e. il socio imprenditore) impone all'investitore, come detto, di cercare sin dalla fase di investimento di individuare dei meccanismi che rendano in concreto il processo di dismissione perseguibile nei tempi e nei modi stabiliti, evitando, quindi, qualsiasi forma di ostacolo e/o ostracismo da parte del socio imprenditore. In altri termini, le *way out* devono essere già predeterminate, o quantomeno devono essere delineate in modo tale che le stesse debbano essere solamente definite nei dettagli prima della loro implementazione. Come vedremo meglio nel presente capitolo, lo strumento attraverso il quale il *venture capitalist* concorda e definisce *ex ante* le modalità di dismissione ed uscita dall'investimento è costituito dai "patti parasociali", stipulati al momento della realizzazione dell'investimento con il socio imprenditore²³⁹.

6.2 Come scegliere la *way out*

Da quanto analizzato sino ad ora emergono la centralità e l'importanza di determinare e concordare *ex ante* le modalità e la tempistica per la realizzazione dell'uscita dall'investimento da parte del *venture capitalist*. Ciò costituisce senza dubbio uno degli elementi caratteristici delle operazioni di *venture capital*, tuttavia, è bene segnalare che, più in concreto, le principali modalità di cessione della partecipazione dell'investitore sono rappresentate da:

- (a) la cessione delle azioni al pubblico dei risparmiatori, sia nell'ambito di una IPO (*initial public offer*), sia posta in essere quando l'impresa è già quotata e quando sia trascorso un periodo di tempo minimo a partire dalla quotazione (comunemente chiamato *lock-up period*);
- (b) il trasferimento della partecipazione ad un operatore industriale (c.d. *trade sale*);

²³⁹ Dilda, *La tutela degli investimenti di minoranza*, Rivista AIAF, 2002, n. 44.

- (c) il c.d. *secondary buy-out*, ossia la cessione ad un operatore di *private equity* (se l'impresa ha superato con successo le prime fasi del proprio ciclo di business, o di *venture capital* (qualora l'impresa si trovi ancora nelle fasi iniziali del proprio ciclo di business)); e
- (d) il riacquisto della partecipazione da parte del socio imprenditore, rimasto con quote di minoranza, nella compagine azionaria per tutta la durata dell'operazione (c.d. *buy back*).

Tale ultima ipotesi rappresenta un caso limite, che si verifica qualora l'investimento da parte del *venture capitalist* non abbia prodotto i risultati auspicati e, pertanto, l'impresa non sia appetibile per il mercato. Infatti, come detto, l'investitore non può continuare a detenere la partecipazione per un periodo di tempo indeterminato in considerazione della propria struttura; pertanto, qualora il mercato, a causa del parziale insuccesso dell'investimento e del processo di crescita dell'impresa, non offra occasioni di *way out* profittevoli, all'investitore non resta altro che cedere la partecipazione allo stesso socio imprenditore. Ovviamente, tale modalità di uscita deve essere necessariamente concordata sin dalla fase di investimento, in considerazione proprio della circostanza che il socio imprenditore dovrà sobbarcarsi una parte ulteriore di rischio dell'investimento, potendo essere chiamato a riacquistare la partecipazione ceduta precedentemente all'investitore. Dal canto suo, il *venture capitalist* cercherà di ri-trasferire la propria partecipazione all'imprenditore, in modo da recuperare quanto meno le somme investite nell'impresa. Si tratta, come evidente, di una forma di disinvestimento particolarmente delicata, la cui negoziazione richiede notevoli sforzi da ambo le parti e la convinzione che la stessa costituisca un'ipotesi remota o comunque l'*extrema ratio* cui ricorrerà l'investitore. Il meccanismo sopra delineato viene previsto, come visto precedentemente, anche nell'ipotesi in cui, a seguito di dissidi profondi tra socio imprenditore e *venture capitalist*, la prosecuzione dell'investimento non sia possibile e l'attività della società risulti in sostanza paralizzata (c.d. opzioni a prezzo punitivo).

In aggiunta a quanto precede, tradizionalmente si ricomprende all'interno dell'attività di disinvestimento anche il caso di svalutazione, parziale o totale, del valore della partecipazione (c.d. *write off*) a seguito di perdita di valore della stessa non correlata ed un atto di cessione²⁴⁰. Tale evento viene comunemente ricompreso dalla letteratura economica²⁴¹ all'interno dei casi di disinvestimento, in quanto provoca, al

²⁴⁰ L'AIFI definisce il *write off* come "Abbattimento totale o parziale del valore della partecipazione detenuta da un investitore nel capitale di rischio, a seguito della perdita di valore permanente della società partecipata ovvero della sua liquidazione o fallimento, con conseguente riduzione della quota detenuta o uscita definitiva dalla compagine azionaria".

²⁴¹ Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, pp. 353 e ss.; Caselli, *op. cit.*, pp. 159 e ss.; Cumming, Fleming, Schwiendbacher, *op. cit.*, pp. 214 e ss.; Ruhnka, Feldman, Dean, *The living dead phenomenon in venture capital investments*, Journal of Business Venturing, 1992, pp. 137 e ss.; Bottazzi, Da Rin, *Venture capital in Europe and the financing of innovative companies*, Economic Policy, 2002, pp. 229 e ss..

pari delle vere e proprie dismissioni, la riduzione o la totale scomparsa della specifica voce di attivo all'interno del bilancio del soggetto investitore.

Con riferimento alle opzioni di disinvestimento sopra citate, seppure, come detto più volte, ciascuna di esse sia già indicativamente concordata al momento della negoziazione dell'investimento, la scelta di quale seguire dipende da una serie di elementi connessi alla tipologia dell'impresa target, quali la dimensione, il settore di attività, le caratteristiche organizzative e, principalmente, i risultati raggiunti attraverso il lavoro comune del *venture capitalist* e del socio imprenditore. Nella scelta del canale di disinvestimento, l'investitore dovrà considerare la fase attraversata dal mercato borsistico, nel caso intenda promuovere la quotazione dell'impresa, e quella che caratterizza il mercato delle operazioni di M&A, nel caso in cui intenda avvalersi delle opzioni che prevedono il trasferimento della partecipazione mediante *trade sale* o *secondary buy-out*. Sul piano teorico, gli approcci seguiti dagli investitori nel capitale di rischio nella programmazione della *way out* risultano variegati e di difficile categorizzazione. Uno studio condotto negli Stati Uniti²⁴² sottolinea che è possibile individuare due diversi modelli, chiamati, rispettivamente, *path sketcher* e *opportunist*, a seconda dell'importanza che la pianificazione del disinvestimento riveste nel momento in cui la decisione di investimento viene presa, nonché dell'importanza dell'attività del management della società nella concreta scelta della modalità di dismissione.

Segnatamente, nel modello *path sketcher*, l'investitore non pianifica in dettaglio le modalità di disinvestimento, ma cerca di incrementare le probabilità che l'uscita dall'investimento sia economicamente profittevole. Infatti, qualora il *venture capitalist* sia convinto, per esperienza in precedenti operazioni e/o per la conoscenza del mercato locale, che la maggior parte dei disinvestimenti di successo si realizza mediante *trade sale*, nel caso specifico procederà ad un'analisi circa le concrete possibilità di realizzazione di una operazione di *trade sale*, in modo che i risultati di tale analisi influiscano e contribuiscano a delineare la struttura dell'accordo all'atto dell'investimento.

Di converso, il modello *opportunist* si basa sulla fiducia che l'investitore ripone nel management e nelle capacità di questo di valorizzare l'impresa nella quale si investe. In tale modello, l'investitore in una fase prodromica all'investimento conduce un'analisi anche al fine di identificare delle opportunità di uscita, ma le stesse finiscono per avere un ruolo secondario nella scelta se effettuare o meno l'operazione di investimento e sui relativi termini e condizioni. Gli autori dell'importante lavoro sopra menzionato

²⁴² Relander, Syrjanen, Miettinen. *Analysis of the trade sale as a venture capital exit route*, Realizing Investment Value. London: Pitman Publishing, 1994, pp. 132 e ss.

sottolineano che la *way out* perseguita dai *venture capitalist* in tale modello è, in genere, la quotazione dell'impresa su un mercato regolamentato.

Un lavoro successivo²⁴³ condotto su alcuni casi di operazioni di successo, individua due diverse categorie di investitori, a seconda dell'approccio da questi manifestato nei confronti del processo di disinvestimento. In particolare, la prima tipologia di investitori, definita *proactive investors*, è costituita da *venture capitalist* che preferiscono acquisire partecipazioni di maggioranza e, al tempo stesso, utilizzare *stock options plans* al fine di incentivare il management della società e limitare il rischio di comportamenti opportunistici. Dallo studio sopracitato, emerge che, nella maggior parte dei casi, tali operatori pianificano la modalità di disinvestimento già al momento della negoziazione dell'investimento e dell'implementazione dello stesso, scegliendo il canale privilegiato di *way out* principalmente in funzione del massimo livello di IRR ottenibile. Oltre a tale tipo di investitori, viene individuata la categoria *passive investors*. Tali operatori di *venture capital* acquistano in linea di massima quote di minoranza nell'impresa e sono poco coinvolti nella gestione dell'impresa, avvicinandosi alla figura di meri finanziatori. Lo studio mette in evidenza che il *passive investor* investe nell'impresa per un orizzonte temporale più lungo rispetto a quello dei *proactive investors*, senza avere pianificato alcuna specifica modalità di dismissione della partecipazione e affidandosi, per ripagare il proprio investimento, ai dividendi forniti dalla partecipata. La più frequente *way out* è rappresentata per tale tipo di investitori dal riacquisto della partecipazione da parte del management e degli altri soci, non prestandosi particolare attenzione alla massimizzazione dell'IRR. Inoltre, è bene tenere a mente che, in tale contesto, la figura del *passive investor* è per lo più riferita a mercati poco maturi, con un ridotto numero di competitor.

Dai risultati che emergono dalla ricerca sopra riportata, gli autori concludono che le più frequenti cause di fallimento o di problemi, relative al processo di disinvestimento, risultano essere:

1. la mancata appetibilità della società in cui il *venture capitalist* ha investito da parte del mercato borsistico;
2. un interesse limitato verso i titoli rappresentativi delle partecipazioni della società da parte degli investitori istituzionali nell'ambito di una operazione di quotazione;
3. la mancanza di manifestazioni di interesse da parte dei potenziali acquirenti industriali nel caso in cui si intenda disinvestire mediante una *trade sale*;

²⁴³ Si veda, Wall, Smith, *Better exits, results of a survey of the venture capital exit market and guidance on how venture capitalists can improve exit performance*, EVCA Special Paper 1998.

4. l'assenza di una collaborazione effettiva da parte del *management* e/o del socio imprenditore;
5. la presenza di criticità emerse nel corso di processi di *due diligence*; e/o
6. il mancato conseguimento di risultati aziendali soddisfacenti ed in linea con i piani di sviluppo dell'impresa.

In tale ottica, è bene sottolineare, ancora una volta, come le probabilità di un disinvestimento che risulti profittevole per l'investitore sia il prodotto di tutte le fasi precedenti. Risultano, quindi, fondamentali gli sforzi profusi nella negoziazione dell'investimento per la definizione e gli accordi relativi alle diverse soluzioni di *way out* dall'investimento. Di pari importanza sono la continua condivisione del percorso di crescita e sviluppo dell'impresa, nonché la stretta cooperazione tra il *venture capitalist* e il socio imprenditore; questi costituiscono strumenti che, incrementando le possibilità che l'impresa riesca a conseguire i risultati di sviluppo prospettati, aumentano le probabilità del perfezionamento di un'operazione di disinvestimento che sia profittevole. Eventuali rischi di natura sistemica, quali lo stato dell'economia nazionale e l'andamento dei mercati azionari al tempo del probabile disinvestimento, non potendo essere previsti *ex ante*, né potendosi adottare adeguate e piene protezioni contrattuali, potranno essere affrontati solo in prossimità del disinvestimento.

Con particolare riferimento alle modalità di uscita, uno studio condotto su un campione di imprenditori a livello europeo ha comparato le due principali *way out* (*i.e. trade sale* e quotazione)²⁴⁴. Da quanto risulta da tale indagine, gli imprenditori manifestano opinioni differenti sulla possibilità di una maggiore o minore valutazione dell'impresa a seconda del canale di cessione prescelto. In particolare, mentre vi è una concordanza circa la minore onerosità e sulla maggiore facilità di una vendita ad un soggetto industriale o finanziario rispetto alla quotazione, dallo studio citato si rileva una visione positiva della quotazione nel mercato borsistico da parte degli imprenditori, in quanto ritenuto fonte di prestigio e strumento per consentire un'ulteriore raccolta di mezzi finanziari.

6.3 Quotazione

La quotazione dei titoli della società partecipata su un mercato regolamentato rappresenta per il *venture capitalist* la più ambita via di dismissione della partecipazione da parte dell'investitore istituzionale. Ciò in considerazione non solo degli evidenti maggiori vantaggi economici, ma anche alla luce degli ulteriori

²⁴⁴ EVCA, EFER, *Entrepreneurs views on various methods of realising the value of their business*, EVCA 1992.

vantaggi reputazionali conseguenti ad un'efficace processo di quotazione²⁴⁵. Allo stesso tempo, tuttavia, l'ammissione ad un mercato regolamentato non costituisce un processo semplice per le imprese minori e giovani come quelle finanziate dai *venture capitalist* e, quindi, tale opzione di disinvestimento potrà aversi solo in un'ottica di medio-lungo termine e solo qualora la società oggetto di investimento abbia già raggiunto un certo grado di sviluppo.

In termini generali, la quotazione in borsa di una società partecipata presenta, anche per il *venture capitalist*, vantaggi e svantaggi. Infatti, da un lato, la liquidità dei titoli rappresentativi della partecipazione nella società finanziata consente all'investitore di smobilizzare in forma graduale la propria partecipazione; d'altro canto però l'impresa finanziata sarà necessariamente soggetta agli stringenti controlli della relativa autorità di controllo dei mercati finanziari, indagini per loro natura penetranti, che potrebbero risultare non gradite. Inoltre, come accennato precedentemente, il processo che porta alla quotazione risulta particolarmente oneroso, non solo in termini economici, ma anche in termini di dispendio di attività organizzativa e gestionale. Infatti, l'accesso al mercato richiede una programmazione costante di tutte le attività della società, affinché la stessa sia pronta a livello non solo economico/produttivo, ma anche operativo/gestionale per la quotazione, e che tutta la gestione imprenditoriale risulti pienamente conforme alle normative. Tale incremento di costi e modifiche delle politiche organizzative/gestionali dell'impresa potrebbe generare un certo attrito tra l'investitore e il socio imprenditore, che potrebbe compromettere tutto il lavoro svolto precedentemente.

Per quanto concerne gli effetti del processo di quotazione sull'azienda partecipata, gli stessi imprenditori sono consci che la presenza di un socio istituzionale nella proprietà diminuisca gli effetti negativi o per alcuni versi maggiormente impattanti, facilitando altresì l'avvicinamento al mercato. Le regole, oggetto di specifica formulazione all'interno di patti parasociali, di *corporate governance* e di *best practice* nella gestione societaria richieste dal *venture capitalist* al momento dell'investimento (quali, a titolo esemplificativo, la revisione dei bilanci, maggiore trasparenza, la predisposizione di reportistica periodica, la completa separazione tra il patrimonio familiare e quello aziendale), infatti, non sono altre che anticipazioni di alcuni degli adempimenti formali, richiesti dai da tutte le autorità di vigilanza sui mercati finanziari maggiormente evoluti e sviluppati, preparando, di fatto, anche culturalmente il management e il socio imprenditore alle stringenti previsioni regolamentari. In questo modo, anche grazie al supporto e sull'assistenza fornita da banche d'affari, l'impresa si trova spesso nella condizione di

²⁴⁵ L'investitore, indubbiamente, beneficerà dei vantaggi reputazionali della quotazione delle imprese partecipate in special modo in sede di raccolta dei capitali da parte dell'investitore. Mostrare, infatti, una *track record* di successo costituisce un valido segnale ai risparmiatori e ai finanziatori delle capacità professionali del *venture capitalist*. Tali vantaggi reputazionali consentiranno, inoltre, al socio imprenditore di avere maggiore fiducia nei confronti dell'investitore e di rafforzare, in tal modo, la reciproca collaborazione.

affrontare nel modo migliore l'apertura al mercato. Inoltre, laddove la crescita dell'impresa è avvenuta secondo i programmi dell'investitore e la quotazione risulta un successo, spesso il *venture capitalist* continua a mantenere una quota di partecipazione (ancorché ridotta) nel capitale sociale dell'impresa. In base alle indicazioni fornite da uno studio che raccoglie le indicazioni di un selezionato gruppo di investitori europei²⁴⁶, i principali vantaggi derivanti dalla dismissione tramite quotazione sono attribuibili ai seguenti fattori:

- A. possibilità di avere un maggiore ritorno in termini economici dall'operazione di disinvestimento (nonostante tale possibilità sia in concreto legata a variabili di natura sistemica e non dipendenti dalla singola realtà imprenditoriale);
- B. maggiore possibilità di ottenere la collaborazione del management dell'impresa, in quanto la quotazione risulta essere un'operazione particolarmente significativa; e
- C. la possibilità di un ulteriore profitto conseguente all'incremento, in un momento successivo alla quotazione, del valore delle azioni rimaste di proprietà dell'investitore.

Di converso, gli svantaggi che vengono spesso dichiarati e percepiti come tali dagli stessi investitori sono relativi:

- 1) ai maggiori costi da sostenersi rispetto ad altre alternative di dismissione;
- 2) la presenza di clausole di lock-up che impediscono al *venture capitalist* e al socio imprenditore di cedere immediatamente dopo la quotazione tutte le partecipazioni detenute;
- 3) lo scarso sviluppo del mercato dei capitali di rischio in Europa e la difficoltà, in tali paesi, di ricorrere alla quotazione come *way out*;
- 4) la necessità, affinché la quotazione produca risultati e ritorni economici per l'investitore, di attrarre un vasto numero di sottoscrittori; e
- 5) la quotazione rimane, in realtà, un'ipotesi ancora impraticabile per alcune piccole imprese, specialmente in paesi in cui il mercato dei capitali di rischio non è ancora pienamente maturo.

²⁴⁶ Si veda, Wall, Smith, *op. cit.*, EVCA Special Paper 1998.

6.4 *Trade sale*

Tra le opzioni percorribili dall'investitore per dismettere la propria partecipazione, la modalità più diffusa, anche in considerazione della circostanza che in alcuni paesi il mercato borsistico non risulta particolarmente sviluppato, è rappresentata dalla cessione delle quote della partecipata ad altre imprese.

Rispetto alla quotazione in un mercato regolamentato, tale canale di dismissione presenta particolari complessità di natura gestionale e relazionale. Infatti, tale scelta deve, da un lato, essere condivisa con il socio imprenditore, il quale si troverà a dover cooperare con un socio diverso a partire dalla data di perfezionamento della dismissione e, dall'altro, con lo stesso management della società che si troverà a doversi adattare a nuove politiche gestionali, che il nuovo acquirente ritiene di dover adottare.

Con particolare riferimento alle problematiche di natura relazionale tra *venture capitalist* e socio imprenditore, queste sono essenzialmente riconducibili a due ulteriori fattori strettamente correlati. La cessione di quote a soggetti industriali provoca uno sconvolgimento maggiore in termini di ingerenza da parte del nuovo proprietario rispetto a quello, seppure rilevante, derivante dall'apertura del capitale al mercato finanziario. In aggiunta, tali interferenze da parte della società acquirente saranno tanto maggiori, quanto maggiore sarà la quota di capitale ceduta. Nella prassi contrattuale, si evidenzia come la vendita della partecipazione di un'impresa può avvenire secondo diverse modalità, quasi sempre oggetto di pattuizioni esplicite contrattuali concordate al momento dell'investimento. In tal senso, una prima ipotesi può essere quella per la quale l'investitore ed il socio imprenditore decidano di conferire un mandato, a partire da una certa data, ad una primaria banca d'affari per raccogliere offerte dal mercato aventi ad oggetto l'acquisto del 100% dell'impresa. In alternativa, può invece accadere che, sempre a partire da una certa data, l'investitore possa sottoporre al socio imprenditore una proposta di vendita della propria partecipazione. Tali pattuizioni normalmente prevedono, inoltre, che nel caso di rifiuto della proposta avanzata dall'investitore, il *venture capitalist* avrà il diritto di ricercare sul mercato un potenziale acquirente dell'intero capitale sociale dell'impresa, obbligando il socio imprenditore a trasferire con lo stesso investitore la partecipazione (c.d. *drag along right*). In maniera speculare, è possibile prevedere che nel caso di offerta di acquisto della quota posseduta dal *venture capitalist*, il socio imprenditore possa obbligare l'investitore a far sì che anche la quota di sua proprietà sia acquistata dal compratore ovvero, se ciò non accadesse, dallo stesso investitore.

Da un punto di vista più strettamente procedurale, la cessione della partecipazione dell'investitore mediante *trade sale* può avvenire sia a seguito di una trattativa privata, che a seguito di un vero e proprio

processo di asta²⁴⁷. Più in dettaglio, nel caso di vendita a seguito di una trattativa privata, sarà l'investitore stesso, direttamente tramite la propria rete di contatti, ovvero indirettamente avvalendosi di un advisor esterno, ad individuare uno o più soggetti potenzialmente interessati all'acquisto dell'azienda e ad avviare le prime discussioni. Dopo tale contatto preliminare (e la firma dei relativi accordi di riservatezza), viene consentito (replicandosi *mutatis mutandis* le fasi di valutazione dell'investimento da parte del *venture capitalist*) all'acquirente di effettuare una più approfondita *due diligence* sull'impresa, al fine di giungere, qualora l'iniziale interesse sia confermato, alla formulazione di un'offerta vincolante e/o alla sottoscrizione di una lettera di intenti. A partire da quel momento prenderanno avvio le trattative che, salvo che non sopraggiungano situazioni di *deal break*, porteranno alla sottoscrizione dei contratti di vendita.

Con riferimento al processo di dismissione mediante asta competitiva, è necessario sottolineare che il ricorso alle aste risulta essere sempre più diffuso nel mercato, anche con riferimento ad ipotesi di vendita da parte di un *venture capitalist*²⁴⁸. Le ragioni di una tale diffusione derivano dalla circostanza che, mettendo in competizione contemporaneamente più soggetti interessati all'acquisto dell'impresa, si avrà la possibilità di ottenere prezzi più elevati e, pertanto, conseguire un maggior rendimento in termini di IRR. Prima di esaminare brevemente le caratteristiche del processo di dismissione mediante asta competitiva, è bene tenere a mente che tale procedura non presenta caratteristiche standard rigidamente definite dalla normativa, potendosi individuare, nondimeno, i diversi passaggi chiave sulla base di una diffusa prassi contrattuale.

Come nella procedura di vendita mediante trattativa diretta, il primo passo per la cessione dell'impresa tramite asta consiste nell'individuare dei soggetti potenzialmente interessati, anche affidando tale incarico di ricerca ad un *advisor* specializzato che, oltre ad occuparsi della gestione dell'intero processo, provvederà a redigere un iniziale documento informativo che invierà ai potenziali acquirenti, al fine di verificare il loro reale interesse verso l'azienda. A tale documento di sintesi seguirà l'invio, ai soli soggetti che abbiano manifestato il loro interesse preliminare, un documento di maggiore dettaglio (*information memorandum*), contenente informazioni e dati più precisi sull'impresa. Occorre in ogni caso tenere a mente che tali documenti informativi costituiscono solamente una prima fase di studio, a valle della quale i potenziali acquirenti dovranno nuovamente confermare il proprio interesse alla conclusione dell'operazione ed inviare un'offerta non vincolante contenente alcune indicazioni preliminari sia in termini di prezzo, che in termini di struttura che dell'operazione stessa dovrà avere nell'ottica di ciascun

²⁴⁷ Quest'ultima ipotesi rappresenta una prassi sempre più diffusa nei mercati maggiormente sofisticati.

²⁴⁸ Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, pp. 353 e ss.; Caselli, *op. cit.*, pp. 159 e ss..

potenziale acquirente. Solo a seguito di una valutazione delle *non-binding offer* ricevute da parte del *venture capitalist* e dei suoi advisors, verrà effettuata la prima selezione dei concorrenti per individuare i potenziali acquirenti “ammessi” alla fase di successiva i quali potranno accedere alla documentazione messa a disposizione dall’impresa per la conduzione della necessaria attività di *due diligence*. In parallelo con l’attività di *due diligence*, verrà predisposta dagli *advisor* del *venture capital* una prima bozza del contratto di cessione, che verrà inviata ai potenziali acquirenti, affinché gli stessi predispongano una prima versione in *mark-up* con le modifiche che ritengono necessarie al fine di soddisfare le proprie esigenze. Terminato il periodo di *due diligence*, gli acquirenti che, ad esito di tale processo, siano ancora interessati invieranno al *venture capitalist* un’offerta vincolante. Sulla base di queste offerte e della nuova versione del contratto contenente le modifiche proposte dal potenziale acquirente, viene individuato il potenziale acquirente con cui avviare la negoziazione e con cui sarà firmata una lettera di esclusività. A questo punto, la negoziazione del contratto entra nel vivo: l’acquirente procede ad effettuare una più approfondita attività di *due diligence*, per giungere prima alla firma del contratto di compravendita di partecipazione e, successivamente, al *closing* dell’operazione e al compimento degli atti implementativi di tutti gli obblighi contrattualmente previsti nel contratto di compravendita di partecipazione.

Nella realtà, data la complessità e la delicatezza delle operazioni di *trade sale* specialmente in considerazione della lungaggine delle trattative, emergono notevoli difficoltà nella dismissione della partecipazione del *venture capitalist* qualora la scelta di cedere la partecipazione non sia fatta dall’investitore di concerto con il socio imprenditore; egli infatti evidentemente non solo dovrà collaborare fattivamente al processo di disinvestimento e sedersi a discutere del futuro dell’impresa con un altro acquirente, ma anche correre il rischio di vedere diminuito il proprio peso e ruolo all’interno della gestione dell’impresa. Pertanto, ancor più che per la quotazione in Borsa, la fase del ciclo di vita dell’impresa attraversata dalla stessa al momento della valutazione di una sua possibile cessione costituisce un fattore importante nei rapporti e nei diversi interessi dell’investitore e dell’imprenditore, soprattutto in considerazione del vincolo affettivo che potrebbe legare il socio imprenditore all’azienda che lo stesso, con l’ausilio dell’investitore, ha contribuito a far crescere²⁴⁹.

Uno degli elementi più importanti individuato dalla letteratura²⁵⁰ come apparentemente in grado di influenzare la scelta del canale di disinvestimento, è direttamente collegato alla componente tecnologica presente nell’impresa finanziata. Infatti, alla base di un’operazione di *trade sale* relativa ad imprese finanziate da *venture capitalist*, è la volontà dell’acquirente di appropriarsi e acquisire la tecnologia

²⁴⁹ Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, pp. 360 e ss.; Caselli, *op. cit.*, pp. 159 e ss..

²⁵⁰ Relander, Syrjanen, Miettinen. *Analysis of the trade sale as a venture capital exit route*, Realizing Investment Value. London: Pitman Publishing, 1994, pp. 132 e ss.

sviluppata da tale impresa che costituisce la spinta decisiva per l'acquirente stesso verso la conclusione dell'affare.

Le risultanze di una ricerca²⁵¹ in materia di vantaggi e svantaggi riconducibili a operazioni di *trade sale* mette in evidenza che, tra gli aspetti di maggiore importanza che portano alla scelta della *trade sale*, vi sono gli elementi di seguito dettagliati:

- (i) gli acquirenti industriali sono spesso disponibili a pagare un prezzo maggiore, riconducibile al premio attribuibile all'importanza strategica che ha per loro l'acquisto dell'impresa target, nonché ad accettare condizioni più severe e stringenti specialmente laddove l'acquisizione rappresenti un importante snodo strategico;
- (ii) il *venture capitalist* ha la possibilità di liquidare immediatamente il 100% della partecipazione posseduta;
- (iii) l'operazione è sicuramente più economica, veloce e semplice rispetto a un procedimento di quotazione; e
- (iv) spesso non vi sono alternative diverse dalla *trade sale* che, di fatto, finisce per essere l'unica opzione per alcune imprese minori.

Di converso, in termini di svantaggi è invece emerso che:

- (i) il management dell'impresa finanziata e/o il socio imprenditore possono essere contrari all'operazione, spesso in considerazione del ruolo che rivestiranno a seguito del processo di acquisizione;
- (ii) operatori industriali potenzialmente interessati possono non essere presenti in alcuni paesi; e
- (iii) le richieste degli acquirenti spesso sono ritenute inaccettabili dagli investitori istituzionali, i quali, di contro, non sono disposti a concedere le garanzie tipicamente richieste dagli acquirenti. Ciò, evidentemente costituisce un elemento che potrebbe rallentare la negoziazione dei contratti ed il perfezionamento dell'operazione.

Il *trade sale* rappresenta, in considerazione del peso percentuale storicamente assunto da tale canale (specialmente a livello europeo) sul totale dei disinvestimenti²⁵², sicuramente una delle *way out* più

²⁵¹ Si veda, Wall, Smith, *op. cit.*, EVCA Special Paper 1998.

diffuse. La scelta potrebbe consentire all'investitore di realizzare un importante guadagno di capitale, in quanto, come detto, spesso l'acquirente riconosce un prezzo maggiore dell'oggettivo valore dell'impresa, determinato in base a criteri patrimoniali o reddituali o misti, in virtù dell'esistenza di eventuali sinergie, o per la rilevanza strategica dell'acquisizione stessa.

6.5 *Secondary buy out*

Negli ultimi anni, nell'ambito di un mercato internazionale in generale ed europeo più in particolare, anche a causa della crisi finanziaria globale, spesso le operazioni di *trade sale* si sono dimostrate più difficili da concludere, mentre la quotazione su un mercato regolamentato risulta essere un'opzione realistica e concretamente percorribile solo per alcune imprese ed in alcuni paesi. In considerazione di ciò, la cessione da parte del *venture capitalist* della propria partecipazione ad altro fondo di *venture capital* o di *private equity* rappresenta, di fatto, una tipologia di *way out* sempre più diffusa. Anche in questo caso è bene tenere a mente le differenze relative alla cessione di un pacchetto di minoranza e quella della vendita della maggioranza o della totalità dell'impresa. Nella prima ipotesi (c.d. *replacement*), la necessità di realizzare l'avvicendamento tra gli investitori potrebbe essere legata, ad esempio, all'avvenuta maturazione del business ed alla conclusione della relativa fase di un ciclo di vita dell'impresa e, quindi, alla necessità per l'impresa di essere accompagnata nelle nuove fasi da un nuovo investitore, con maggiore esperienza rispetto ad investimenti in imprese che si trovano in fasi del ciclo di business successive a quelle dell'investimento da parte di *venture capitalist*. La medesima situazione può aversi alla fine di un processo di *turnaround financing*, qualora l'investitore, specializzato in tali tipi di operazioni, ritenendo di aver concluso il processo ristrutturazione aziendale intenda dismettere la propria partecipazione ,ancorché vi siano ulteriori spiragli di crescita dell'impresa. Le operazioni di *secondary buy out*, specialmente laddove abbiano ad oggetto la cessione di una partecipazione di minoranza, non vengono generalmente percepite dagli investitori come la soluzione maggiormente profittevole²⁵³. Infatti, a differenza dell'ipotesi in cui la dismissione avvenga mediante *trade sale*, l'operazione di acquisizione difficilmente contribuisce a creare vantaggi strategici per l'acquirente, il quale, in considerazione della circostanza che esso stesso ha la necessità di liquidare l'investimento ed ottenere un profitto, valuterà e si offrirà di acquistare la partecipazione al minor prezzo possibile.

²⁵² Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, pp. 360 e ss., sottolineano come in Europa, nella distribuzione percentuale tra i diversi canali di disinvestimento, il *trade sale* ha rappresentato, negli anni 2002-2006 mediamente il 23.4% dell'ammontare totale disinvestito, contro il 12.3% passato attraverso il canale borsistico, 18.8% di write off e oltre il 55% di utilizzo di altri canali.

²⁵³ Wall, Smith, *op. cit.*, EVCA Special Paper 1998.

Qualora, invece, l'operazione di *secondary buy out* abbia ad oggetto una quota di maggioranza, o spesso l'intero capitale sociale dell'impresa²⁵⁴, dalla prospettiva del *venture capitalist* cedente l'operazione avrà caratteristiche analoghe a quanto visto per i *trade sale*, con la significativa differenza che l'acquirente è un altro investitore e non un acquirente di matrice industriale²⁵⁵. Il ricorso a tale *way out* dall'investimento mediante *secondary buy out*, come detto, deriva dall'esigenza del *venture capitalist* di dismettere la propria partecipazione in una fase in cui l'impresa ha raggiunto un adeguato grado di sviluppo, e l'eventuale disinvestimento consente all'investitore di ottenere un adeguato ritorno economico. Parimenti, dalla prospettiva dell'acquirente, vi è la convinzione che l'impresa abbia ulteriori margini di crescita e sviluppo tali da consentire, in una prospettiva di medio-lungo periodo, di ottenere un profitto dalla dismissione dell'investimento²⁵⁶. Tale procedimento, similmente alle operazioni di acquisizione condotte da investitori professionali, prevede la creazione di un veicolo (c.d. *newco*) attraverso il quale l'investitore acquisterà la quota oggetto di cessione. In concreto, un'operazione di *secondary buy out* è strutturata sulla falsariga dell'operazione di investimento/acquisizione operata dal *venture capitalist*, ma non mancano alcune differenze. In particolare, la presenza di un investitore sia quale acquirente che quale venditore porta generalmente a trattative particolarmente serrate che, se da un lato registrano un innalzamento del prezzo di vendita, dall'altro danno luogo all'inserimento di protezioni contrattuali (quali le dichiarazioni e garanzie del venditore penetranti e/o la presenza di *escrow agreement*) che normalmente non verrebbero accettate dal *venture capitalist* nell'ambito di una *trade sale*.

6.6 Il write off e le altre *way out*

Tra le opzioni in cui si può sostanziare la dismissione dell'investimento operato dal *venture capitalist* merita sicuramente menzione, ancorché potrebbe non considerarsi pienamente una *way out* nel senso di dismissione effettiva dell'investimento, il *write off* del valore della partecipazione nell'impresa finanziata da parte del *venture capitalist*. Mediante il *write off*, infatti, l'investitore non fa altro che operare un azzeramento contabile della partecipazione a seguito della sua totale perdita di valore. Tuttavia, in

²⁵⁴ Ad esempio, come meglio verrà evidenziato più avanti, a seguito dell'esercizio di un diritto di *drag along* e/o *tag along*.

²⁵⁵ Tale acquirente potrà essere un *venture capitalist* ovvero un operatore di *private equity*, a seconda della fase del ciclo di business in cui si trova l'impresa al momento della cessione

²⁵⁶ Come messo in evidenza da un importante lavoro (Gervasoni, Sattin, op. cit., pp. 360 e ss.), date le particolari caratteristiche finanziarie di tali operazioni, questa modalità di disinvestimento ben si adatta ad aziende operanti in settori maturi, in grado di produrre stabili e cospicui flussi di cassa nel tempo anche grazie a posizioni di leadership conquistate nei rispettivi mercati o segmenti. La recente diffusione di *secondary buy out* è attribuibile a particolari condizioni del mercato finanziario, che vedono gli operatori di *private equity* imporsi come principali interlocutori all'interno del mercato delle acquisizioni con particolare riferimento al segmento delle aziende cresciute in termini dimensionali, sostituendosi così, sempre più spesso, agli acquirenti di natura industriale.

considerazione della circostanza che una diminuzione (nel caso di *write off* parziale) o cancellazione (nel caso di *write off* totale) del valore della partecipazione nel bilancio dell'operatore, viene generalmente considerato tra le modalità di disinvestimento²⁵⁷, determinandosi a seguito di tale svalutazione, di fatto, la conclusione del dell'investimento.

Un'altra opportunità di disinvestimento delle partecipazioni di proprietà del *venture capitalist* si sostanzia nel riacquisto della quota dell'investitore da parte del socio imprenditore. A tale proposito, la possibilità di procedere alla cessione della partecipazione entro un dato periodo e/o raggiunti o meno determinati risultati può essere garantita all'investitore mediante la previsione, a livello contrattuale o parasociale, di un'opzione *put* riconosciuta a favore dell'investitore da esercitarsi nei confronti del socio imprenditore. In tal modo, infatti, viene formalmente attribuito al *venture capitalist* il diritto di vendere la propria quota di partecipazioni al socio imprenditore al ricorrere di determinate circostanze²⁵⁸ e/o ad una certa data e entro un periodo prestabilito di tempo, a fronte della corresponsione di un prezzo determinato, secondo procedure definite al momento dell'investimento. Specularmente, il socio imprenditore avrà l'obbligo di comprare l'intera partecipazione del *venture capitalist*, ipotesi che, evidentemente, comporta un notevole impegno finanziario per l'imprenditore e che può essere costretto, pertanto, a ricorrere all'indebitamento.

Nella prospettiva di ricostruire i meccanismi di dismissione delle partecipazioni dell'investitore, merita menzione la clausola contrattuale attributiva di *tag along right* al socio imprenditore, e finalizzata a favorire il processo di disinvestimento, nel senso di condivisione delle strategie di *exit* e di cooperazione tra *venture capitalist* e socio imprenditore anche in tale fase. Mediante tale strumento contrattuale, il socio imprenditore avrà il diritto di partecipare a tutte le operazioni di cessione di quote di proprietà del *venture capitalist* poste in essere dallo stesso investitore, in misura proporzionale alla quota che verrà trasferita dall'investitore ai medesimi termini e condizioni da quest'ultimo negoziati e concordati con l'acquirente. In sostanza, con la clausola di *tag along* si garantisce la parità di trattamento per tutti i soci (imprenditore e investitore) in termini di calcolo del prezzo e di termini e condizioni contrattuali, indipendentemente dalle quote di partecipazione possedute.

Altra clausola che viene prevista nella prassi contrattuale quale strumento volto a facilitare il processo di dismissione, è la c.d. clausola *drag along*. Attraverso questa previsione viene attribuito all'investitore *venture capitalist* il diritto di far sì che il socio imprenditore trasferisca all'acquirente della partecipazione

²⁵⁷ Gervasoni, Sattin, *op. cit.*, pp. 370 e ss.; Caselli, *op. cit.*, pp. 159 e ss..

²⁵⁸ Ad esempio nell'ipotesi in cui la crescita dell'impresa non abbia raggiunto gli obiettivi di crescita fissati nel business plan, ovvero qualora non sia possibile trovare acquirenti diversi.

dell'investitore anche la propria partecipazione²⁵⁹, sostanzialmente ai medesimi termini e condizioni cui viene ceduta la partecipazione dell'investitore. Ciò, evidentemente, può costituire un diritto di fondamentale importanza, laddove l'investitore abbia individuato un potenziale acquirente interessato ad acquisire il controllo totalitario dell'impresa e non sia interessato a “convivere” con il socio imprenditore²⁶⁰.

Nel prosieguo del presente capitolo si cercherà di dare una descrizione²⁶¹ delle varie previsioni che possono rivenirsi in accordi parasociali sottoscritti tra gli operatori di *venture capital* e soci imprenditori, aventi la funzione di gestire il processo di gestione e favorire il processo di dismissione. In tale prospettiva, si analizzeranno le clausole relative ad opzioni *put* e opzioni *call*, a diritti di *drag along*, nonché a diritti di *tag along*.

6.7 Opzioni *put*

Tra gli strumenti che, come detto, sono stati sviluppati dalla prassi contrattuale per favorire la dismissione della partecipazione dell'investitore, vi è la previsione in favore di questo di un'opzione avente ad oggetto il diritto di far acquistare al socio imprenditore la propria partecipazione. L'opzione di vendita (c.d. *put option*) costituisce, in estrema sintesi, una proposta di irrevocabile di acquisto, alla quale il socio che concede l'opzione di vendita resta vincolato per un certo periodo²⁶². Mediante un'opzione *put*, infatti, il socio beneficiario, qualora intenda procedere alla vendita, potrà comunicare all'altro socio la propria volontà di esercitare il proprio diritto di far acquistare le proprie partecipazioni; il relativo trasferimento si intenderà perfezionato, dovendo i due soci procedere alla sottoscrizione dell'atto notarile, meramente esecutivo del patto di opzione²⁶³. Laddove, invece, il periodo di validità dell'opzione *put* trascorresse senza che il diritto sia esercitato, il socio che ha concesso l'opzione di vendita si intenderà liberato dalla propria proposta di acquisto.

²⁵⁹ Si tratta, in estrema sintesi, di un diritto che a livello di meccanica e funzionamento risulta tendenzialmente speculare rispetto al diritto di *tag along*.

²⁶⁰ In tal modo, pertanto, si incrementano le possibilità che il *venture capital* riesca ad individuare un soggetto a cui cedere le proprie partecipazioni, in quanto la platea dei potenziali acquirenti viene ampliata fino ad includere i soggetti non interessati ad investimenti che prevedano la necessaria coabitazione con un socio di minoranza.

²⁶¹ In considerazione dello scopo del presente lavoro e per ragioni di economia espositiva, l'analisi verrà limitata alla descrizione degli elementi più peculiari di ciascuna previsione contrattuale, senza analizzare in dettaglio gli aspetti critici delle stesse.

²⁶² Picone, *op. cit.*, pp. 148 e ss.;

²⁶³ Si veda di recente, Cass. 26 ottobre 2006, n. 23022, *Giur. It.*, 2007, pp. 1968 e ss., secondo cui l'accettazione del promissario, saltandosi con la precedente proposta, perfeziona il contratto.

La finalità dell'opzione *put*, evidentemente, è quella di consentire al socio investitore di dismettere la propria partecipazione al verificarsi di determinati eventi e nell'arco di un determinato periodo temporale²⁶⁴. In ogni caso, al fine di evitare che il meccanismo di implementazione dell'opzione di vendita possa non funzionare adeguatamente, occorrerà che le parti dell'opzione concordino sin dalla sottoscrizione dell'accordo parasociale il prezzo di cessione della partecipazione soggetta a compravendita. Infatti, se le parti non avessero concordato *ex ante* il prezzo di esercizio dell'opzione, ovvero dei meccanismi volti a calcolarlo mediante l'utilizzo di parametri pre-concordati, potrebbero insorgere tra le parti delle difficoltà o dei contrasti in ordine all'esatta valutazione delle partecipazioni e del prezzo di cessione. In alternativa alla definizione del prezzo, le parti potrebbero decidere di far riferimento al valore di mercato delle partecipazioni, rimettendo la sua determinazione ad un arbitratore, che agirà ai sensi dell'articolo 1349 del Codice Civile, rendendo una decisione che sarà vincolante e definitiva tra le parti.

Merita, infine, menzione la circostanza che solitamente nessun corrispettivo viene previsto per il rilascio dell'opzione di vendita. Al fine, però, di evitare che l'assenza di un qualsiasi compenso possa rendere invalida la pattuizione, nei patti parasociali viene normalmente specificato che detta opzione trova la propria collocazione nel più ampio assetto negoziale concordato tra le parti in sede parasociale; ovvero nel caso in cui sia previsto pattiziamente un'opzione di acquisto speculare all'opzione di vendita, il corrispettivo della concessione dell'opzione *put* sarà rappresentato dalla concessione della speculare opzione *call*.

6.8 Opzioni *call*

La finalità che si intende raggiungere, mediante la previsione di un'opzione *call* nell'ambito di un patto parasociale relativo ad investimenti di *venture capital*, è quella di consentire ad uno dei due soci (*venture capitalist* e/o socio imprenditore) di procedere all'acquisto della partecipazione detenuta dall'altro socio al verificarsi di determinati eventi, i quali saranno normalmente ricondotti alle difficoltà di proseguire l'esercizio congiunto dell'attività imprenditoriale. In tal senso, ben potrà prevedersi a livello parasociale che il *venture capitalist* abbia il diritto di acquistare dal socio imprenditore (che avrà il corrispondente obbligo di vendere) le partecipazioni da questo detenute qualora, ad esempio, si sia verificata una situazione di *deadlock* e il *venture capitalist* abbia ancora un interesse a portare avanti il proprio investimento. Di converso, potrà alternativamente prevedersi un'opzione *call*, speculare all'opzione *put*,

²⁶⁴ Un'opzione di vendita può essere prevista sia in fase di dismissione dell'investimento, quale *extrema ratio* nel caso in cui non si individuino altri acquirenti, ovvero al verificarsi di una situazione di *deadlock*, che non consente la prosecuzione dell'attività d'impresa.

con cui si attribuisce al socio imprenditore il diritto di acquistare la partecipazione dell'investitore, al ricorrere di circostanze generalmente riconducibili all'insuccesso dell'investimento, al verificarsi di situazioni di *deadlock*, e/o all'impossibilità di individuare un acquirente interessato all'acquisto della partecipazione.

L'opzione di acquisto si sostanzia²⁶⁵, in sintesi, in una proposta irrevocabile di vendita (ai sensi dell'articolo 1331 del Codice Civile), in virtù della quale il socio che la concede rimane vincolato alla propria dichiarazione per un determinato periodo di tempo, anche in questo caso concordato tra le parti. Restando, peraltro, fermo che qualora il soggetto beneficiario dell'opzione di acquisto non dichiara (al verificarsi degli eventi che ne legittimano l'esercizio e nei termini previsti) di volersi avvalere di tale opzione, la proposta di vendita si intenderà cessata e priva di efficacia, rendendo libero il socio che l'ha concessa di cedere le proprie partecipazioni ovvero di detenerle.

Come accennato in tema di opzione *put*, accade spesso che opzione *put* e opzione *call* siano concesse reciprocamente nel contesto di un solo accordo parasociale. La finalità di tali "opzioni incrociate" è quella di rendere certa, per il soggetti che concede l'opzione *put* e benefici dell'opzione *call*, la cessione della partecipazione dell'altro socio, ovvero di assicurare al socio che ha concesso l'opzione *call* e sia beneficiario di un'opzione *put*, di cedere la propria quota all'altro socio, con la conseguente uscita dal capitale sociale dell'impresa.

6.9 L'obbligo di co-vendita – *drag along*

Come più volte sottolineato nel presente lavoro, l'obiettivo del *venture capitalist* è quello di far crescere l'impresa e di uscire dall'investimento mediante la successiva quotazione in mercati regolamentati della propria partecipazione, ovvero vendendo a terzi la propria partecipazione, e realizzando, in tal modo, il maggior rendimento possibile dall'investimento, guadagnando sulla differenza tra quanto investito e quanto ottenuto dalla dismissione della partecipazione. Le pattuizioni parasociali che prevedono a favore dell'investitore un c.d. diritto di *drag along*, sono proprio volte a consentire al *venture capitalist* di negoziare con terzi acquirenti la vendita dell'intero capitale sociale della società, includendovi, pertanto, non solo la propria quota di partecipazione, ma anche quella del socio di minoranza (i.e. il socio imprenditore), il quale si trova soggetto a un vero e proprio obbligo di "co-vendita"²⁶⁶. La funzione di tali

²⁶⁵ In tema di diritto societario e pattuizioni parasociali con opzioni call si veda, Adducci, *I patti parasociali: disciplina, giurisprudenza, e clausole*, Milano, 2007, pp. 259 e ss.; Proverbio, *op. cit.*, pp. 106 e ss.; Picone, *op. cit.*, pp. 148 e ss..

²⁶⁶ Di Bitonto, *Clausola statutaria di cd drag along: chie era costei?*, Società, 2008, pp. 1373 e ss.; Fabbrini, *Validità delle clausole statutarie di drag along*, Giur. Comm., 2009, pp. 1034 e ss., il quale mettendo in evidenza il

previsioni parasociali è quello di garantire al *venture capitalist* un margine di manovra sufficientemente ampio nella scelta del potenziale acquirente. Infatti, potendo “forzare” delle quote del socio di minoranza, l’investitore potrà rivolgersi anche a quei potenziali acquirenti che sono interessati ad acquisire il 100% del capitale sociale dell’impresa e non partecipazioni di maggioranza. Si pensi, in tal senso, ad un eventuale operatore industriale operante nel medesimo settore dell’impresa ceduta, il quale normalmente sarà interessato a poter gestire l’impresa liberamente, senza doversi relazionare con soci di minoranza, i quali potrebbero arrivare a porre in essere comportamenti opportunistici, ovvero ad ostacolare l’attività della società.

Per quanto concerne il concreto funzionamento di una siffatta previsione, le parti del patto parasociale normalmente prevedono che, qualora il socio titolare del diritto di *drag along* (i.e. il *venture capitalist*) riceva una proposta di acquisto dell’intero capitale sociale della società, lo stesso dovrà comunicare al socio di minoranza (i.e. il socio imprenditore, soggetto al *drag along*) i dati relativi al potenziale acquirente, nonché le condizioni economiche e tutti gli altri termini e condizioni relativi all’offerta, con il conseguente obbligo per tale socio di minoranza di dover eseguire la cessione delle proprie partecipazioni, contestualmente alla cessione delle quote dell’investitore. Nella prassi contrattuale, al fine di tutelare maggiormente il *venture capitalist* e limitare l’opposizione (ovvero i tentativi di opposizione) del socio di minoranza a vendere qualora i termini e le condizioni della cessione non gli garantiscano un adeguato ritorno economico, viene specificato che l’obbligo di co-vendita opererà comunque (indipendentemente dalle condizioni economiche concordate con il terzo) laddove la società abbia

fine cui tali previsioni sottendono, sottolinea che nell’ambito di operazioni in cui partecipano investitori finanziari la clausola viene per lo più prevista con riguardo alla partecipazione di costoro, indipendentemente dalla circostanza che essi detengano o meno la maggioranza del capitale. De Luca, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinarsi (tag e drag along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, Banca Borsa Titoli di Credito, 2013, pp. 65 e ss.; Proverbio, *op. cit.*, pp. 99 e ss.; De Luca, *Validità delle clausole di trascinarsi (“drag along”)*, Banca Borsa Titoli di Credito, 2009, pp. 174 e ss.; Angelici, *Fra mercato e società: a proposito di venture capital e drag along*, in AA. VV., *Studi in Ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, pp. 181 e ss.. Vale la pena menzionare che nel presente lavoro non verrà affrontata l’annosa questione circa la possibilità di prevedere in statuto clausole di *drag along*, soffermandoci per ragioni di economia espositiva principalmente invece sulle previsioni parasociali. In relazione all’inserimento di dette previsioni in statuti societari è bene sottolineare che su tale punto si è espresso il consiglio notarile di Milano con la massima n. 88, nella quale si è statuito che: “*Si reputano legittime le clausole statutarie che prevedono, in caso di vendita di partecipazioni in s.p.a. o in s.r.l., il diritto e/o l’obbligo dei soci diversi dall’alienante di vendere contestualmente, a loro volta, le partecipazioni possedute; queste clausole, tuttavia, restano soggette alle disposizioni relative ai limiti alla circolazione delle partecipazioni, proprie dei rispettivi tipi sociali (s.p.a. o s.r.l.) e - ove prevedano l’obbligo di vendita - devono essere compatibili con il principio di una equa valorizzazione della parteci-pazione obbligatoriamente dismessa.*”. La massima in oggetto è disponibile sul sito internet del consiglio notarile di Milano: <http://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/88.aspx>.

raggiunto i risultati di crescita auspicati e pianificati all'atto dell'investimento, ovvero addirittura si trovi in una situazione finanziaria di difficoltà²⁶⁷.

6.10 Il diritto di co-vendita – *tag along*

Clausola per certi versi speculare alla previsione di *drag along* è la clausola di *tag along*, la quale nelle previsioni parasociali relative ad investimenti di *venture capital* è generalmente posta a tutela del socio minoranza (i.e. il socio imprenditore). Tale disposizione contrattuale, infatti, è volta a garantire al socio imprenditore il diritto di cedere la propria partecipazione unitamente a quella dell'investitore, impegnando quest'ultimo a far sì che il suo potenziale acquirente acquisti anche l'intera partecipazione del socio titolare del diritto di *tag along* ai medesimi termini e condizioni ad esso offerti²⁶⁸.

Lo scopo che il *venture capitalist* ed il socio imprenditore mirano a conseguire mediante la previsione di dette clausole è, pertanto, quello di consentire al socio imprenditore, il quale non solo ha creato la *business idea* alla base dell'iniziativa imprenditoriale ma ha anche contribuito attivamente (proprio in considerazione della struttura degli investimenti di *venture capital* e alla gestione dell'impresa stessa) allo sviluppo dell'impresa, di poter dismettere la propria partecipazione unitamente a quella dell'investitore²⁶⁹.

Per quanto attiene alla meccanica e al funzionamento delle clausole di *tag along*, è bene sottolineare che le stesse normalmente prevedono l'impegno dell'investitore di informare il socio imprenditore (i.e. il socio beneficiario del diritto di *tag along*) della ricezione di un'offerta di acquisto delle proprie partecipazioni. A partire da tale comunicazione, si aprirà un intervallo temporale all'interno del quale il

²⁶⁷ Peraltro è bene sottolineare che tali clausole relative alla valorizzazione della partecipazione oggetto di *drag along* potranno ritenersi a riparo da eventuali censure sulla loro validità laddove si consolidi l'opinione espressa dal Collegio arbitrale del 29 luglio 2008, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2009, pp. 403 e ss.; che ha ritenuto tali clausole non assimilabili al diritto di riscatto, con conseguente superfluità dell'obbligo di prevedere un'equa valorizzazione della partecipazione, non inferiore a quella prevista per il riscatto. Di contro, laddove si consolidasse la giurisprudenza avviata con la sentenza del tribunale di Milano del 31 marzo 2008, *Giur. It.*, 2009, pp. 381 e ss.; supportata dalla massima n. 88 del consiglio notarile di Milano, le clausole in oggetto si potranno ritenere valide solo ove prevedano una valorizzazione della partecipazione co-venduta non inferiore a quella equa di mercato.

²⁶⁸ Divizia, *op. cit.*, pp. 157 e ss., il quale sottolinea che tale previsione di fatto attribuisce al socio di minoranza il diritto a profittare delle condizioni economiche ottenute dal socio di maggioranza. Pertanto, in forza di tale clausola, il soggetto intenzionato a cedere la propria partecipazione potrà farlo a condizione di ottenere dal suo acquirente l'impegno all'acquisto delle residue quote alle medesime condizioni a lui riconosciute; il socio di minoranza ha, quindi, un vero e proprio diritto di co-vendere a fronte di un'offerta di acquisto proveniente dal terzo acquirente. Picone, *Contratti di acquisto di partecipazioni azionarie*, Milano, 1995, pp. 153 e ss.; Proverbio, *op. cit.*, pp. 95 e ss.; Bianconi, *Patti parasociali e joint ventures*, Società, 1995, pp. 277 e ss.; Giampaolino, *op. cit.*, pp. 525 e ss., secondo cui tali previsioni hanno la finalità di garantire al socio che non ha ricevuto l'offerta il diritto di vendere anche la propria partecipazione al fine di evitare che sia lasciato solo con il nuovo entrante.

²⁶⁹ Tale previsione sarà particolarmente importante laddove, ad esempio l'impresa abbia raggiunto una maturità tale da non dover più richiedere la presenza costante dell'imprenditore e/o qualora il nuovo socio non sia di gradimento del socio imprenditore stesso.

socio imprenditore potrà esercitare il diritto di *tag along* e, pertanto, obbligare il *venture capitalist* a far sì che il terzo acquirente acquisti anche la propria partecipazione. Decorso tale arco temporale senza che il *tag along* sia stato azionato, il *venture capitalist* potrà procedere alla cessione esclusivamente della propria partecipazione entro una data finestra di tempo, trascorsa la quale la procedura di notifica al socio di minoranza dovrà ripetersi nuovamente. Qualora, invece, il socio imprenditore eserciti il proprio diritto, il *venture capitalist* dovrà far sì che il potenziale acquirente acquisti contestualmente entrambe le partecipazioni. Qualora ciò non accadesse, viene normalmente previsto in capo all'investitore stesso l'obbligo di acquistare la quota del socio di minoranza, facendo di fatto gravare sul *venture capitalist* il rischio che all'ultimo il terzo acquirente si sottragga dall'acquisto anche della quota del socio imprenditore.

Infine, per quanto attiene alla misura della partecipazione di cui il socio co-venditore (i.e. il socio imprenditore) ha diritto di chiedere la vendita congiunta a quella del *venture capitalist*, solitamente la stessa risulta essere proporzionale a quella posta in vendita dal socio investitore²⁷⁰.

6.11 Osservazioni finali

Ad esito dell'analisi sin qui svolta, si può ragionevolmente sostenere che l'elemento chiave e centrale per il successo di qualsiasi tipo di investimento di *venture capital* consiste nella capacità dell'investitore e del socio imprenditore di collaborare e trovare un accordo per condividere il percorso di crescita dell'impresa. In assenza di una tale comunanza e condivisione delle strategie, da attuarsi anche mediante adeguate previsioni e protezioni contrattuali, l'impresa non sarà posta nelle condizioni di svilupparsi e probabilmente sarà destinata a morire, perdendosi tutto il patrimonio di opportunità di sviluppo che un'adeguata implementazione della *business idea* avrebbe potuto apportare alla comunità. Nella seconda parte del presente lavoro, partendo dall'analisi degli scritti di quello che viene considerato da molti quali il padre del concetto di *venture capital*, Joseph Schumpeter, si cercherà di approfondire il rapporto che lega l'investitore con il socio imprenditore sviluppatore dell'idea innovativa, per cercare di verificare se effettivamente il moderno *venture capitalism* si avvicina al modello di sviluppo ipotizzato da Schumpeter nei suoi scritti, e dove può tale modello progredire.

²⁷⁰ Non è, tuttavia, infrequente che sia previsto che qualora la vendita della partecipazione del *venture capitalist* non abbia ad oggetto la totalità della quota di partecipazione di questo, ma una quota che garantisca il controllo della società, sia comunque attribuito al socio di minoranza il diritto di co-vendere la totalità della propria partecipazione.

PARTE 2

Interpretazione del *Venture Capital*

CAPITOLO 1

Schumpeter: un precursore del *venture capital*?

1.1 Introduzione alla teoria di Schumpeter

Le operazioni di *venture capital*, come dettagliatamente riportato nella prima parte del presente lavoro, consentono di finanziare imprese che si trovano nella prima fase del loro ciclo di business mediante l'apporto da parte dell'investitore non solo di capitale di rischio, ma anche di know-how specializzato, di esperienze strategiche e manageriali, di network relazionali, consentendo di sopperire alle carenze finanziarie e manageriali dell'imprenditore creatore della *business idea*. In termini di sviluppo economico generale, la diffusione dello strumento del *venture capital* consente di sostenere la crescita di imprese che altrimenti non sarebbero state in grado di autofinanziarsi e di crescere dimensionalmente, generando ripercussioni positive in termini di qualità, produttività e ricambio generazionale del sistema industriale.

A tale riguardo, Joseph A. Schumpeter²⁷¹, nella sua fondamentale opera "*Teoria dello sviluppo economico*", fu tra i primi a studiare il sistema economico da una prospettiva economica e, in particolare, a delineare una teoria dello sviluppo economico basata non sul meccanismo della concorrenza dei prezzi, ma sull'innovazione promossa dagli imprenditori, i quali, rompendo i paradigmi economico/tecnologici, introducono nuove soluzioni e *business idea* che consentono di sostituire le imprese "obsolete" che non si adeguano al cambiamento. In estrema sintesi²⁷², lo sviluppo che viene promosso da un gruppo di imprenditori viene, successivamente, a costituire la base sulla quale le altre imprese, mediante un comportamento imitativo/adattivo, riescono a rimanere sul mercato e a crescere. Tale fase di sviluppo è destinata, tuttavia, a durare solo temporaneamente: sin quando, cioè, una nuova *business idea* non soppianta quelle precedentemente sviluppate. In sostanza, Schumpeter giunge a sostenere che solo attraverso la distruzione (o meglio il superamento) del sistema precedente si riesce a realizzare un vero e proprio sviluppo economico, la c.d. "distruzione creatrice". A ogni periodo di crescita, afferma in estrema sintesi l'autore austriaco, segue una successiva crisi dovuta all'obsolescenza del sistema precedentemente introdotto e alla sostituzione dello stesso con nuove idee e con un nuovo paradigma economico/tecnologico.

²⁷¹ Joseph A. Schumpeter (1883 – 1950) è stato uno degli economisti più importanti del ventesimo secolo e professore di economia ad Harvard.

²⁷² Si rinvia per un'analisi più approfondita della teoria dello sviluppo economico al prosieguo del presente lavoro.

Il ruolo che l'imprenditore/innovatore svolge all'interno della teoria dello sviluppo economico di Schumpeter è centrale. L'imprenditore è il soggetto che riesce ad individuare opportunità e ad elaborare nuove idee di business che permettono il soddisfacimento dei bisogni della società, stravolgendo il quadro produttivo. L'analisi di Schumpeter risulta ancora moderna, e un'attestazione della sua attualità è data dall'ascesa e dello sviluppo di tecnologie realizzato grazie ad imprese innovative (si pensi ad Apple, Google, Amazon, e Facebook) che hanno rivoluzionato non solo il mercato di riferimento, ma anche introdotto innovazioni che hanno inciso sulla società in generale²⁷³.

Nella teoria dello sviluppo economico si sottolinea che l'imprenditore da solo non è in grado di sviluppare pienamente la *business idea* e portarla sul mercato. Per far ciò, l'imprenditore ha bisogno di finanziamenti e fondi che gli consentono di testare l'idea innovativa e penetrare nel mercato di riferimento. Infatti, il mercato e il sistema economico in generale è restio al cambiamento e, pertanto, per introdurre un'idea rivoluzionaria e scardinare il paradigma dominante, l'imprenditore deve vincere una serie di resistenze, le quali possono essere superate solo se l'imprenditore ha fondi sufficienti per sostenere lo sviluppo della propria impresa e per la diffusione della nuova idea. In tal senso, nell'ambito della teoria dello sviluppo economico un ruolo altresì rilevante viene rivestito dal "*banchiere*", il quale avendo a disposizione capitali e potendo creare esso stesso strumenti monetari, fornisce all'imprenditore le risorse finanziarie necessarie. Il ruolo del finanziatore nella teoria di Schumpeter non si limita esclusivamente al finanziamento dell'iniziativa imprenditoriale: esso stesso, infatti, valuta ed individua le idee meritevoli di essere sostenute finanziariamente, costituendo un vero e proprio volano per lo sviluppo, operando quella prima selezione delle idee necessaria per valorizzare le imprese innovative.

La figure del "*banchiere*" e dell'imprenditore/innovatore, unitamente al ruolo che gli stessi svolgono nell'ambito dello sviluppo economico, sono sensibilmente avvicinati, rispettivamente, alla figura del *venture capitalist* e del socio imprenditore. Infatti, il *venture capitalist*, come il "*banchiere*" negli scritti di Schumpeter, individua le idee imprenditoriali valide e le finanzia al fine di consentire lo sviluppo e la crescita dell'impresa, aiutando quest'ultima a superare gli ostacoli frapposti dal mercato e dalle imprese *incumbent* in un determinato settore. Parimenti, il socio imprenditore del *venture capitalist* nelle relative

²⁷³ Come suggerito da Becker, Knudsen e Swedberg, nell'introduzione al libro da loro edito "*The Entrepreneur, Classic Text by Joseph A. Schumpeter*", Stanford, 2011, "*During the last twenty-five years there has been a renaissance of interest in Schumpeter. In 1984 an article entitled "The Age of Schumpeter" appeared in the American Economic Review, and about the same time Peter Drucker wrote that "it is Schumpeter who will shape the thinking [...] on economic theory and economic policy for the rest of this century, if not for the next thirty or fifty years". It is, in brief, increasingly realized that Schumpeter's way of analyzing the economy has much to contribute. His phrase "creative destruction" has nearly become as popular as Adam Smith's "invisible hand" and Milton Friedman's "there is no free lunch". Schumpeter's vision of capitalism as a process of discontinuous change and full of ups and downs has also been borne out in reality, in the west as elsewhere.*"

operazioni, è il soggetto che ha creato la *business idea* innovativa sulla base della quale viene costruita l'impresa oggetto dell'investimento e, pertanto è certamente accostabile alla figura dell'imprenditore/innovatore che Schumpeter immagina nei suoi lavori. In sostanza, Schumpeter sembra, nei suoi scritti, aver elaborato una prima visione di quello che oggi costituisce il fenomeno degli investimenti di *venture capital*. Tale facile accostamento, però, può risultare parzialmente smentito ad una più attenta e puntuale analisi, da un lato, degli scritti del grande economista austriaco e, dall'altro, da un più approfondito esame dei rapporti tra *venture capitalist* e socio imprenditore. In tal senso, nel corso di questa parte del presente lavoro si cercherà, *in primis*, di fornire una panoramica, ancorché sintetica, delle tesi di Schumpeter e del ruolo dell'imprenditore e del banchiere nello sviluppo economico e, *in secundis*, di esaminare - alla luce delle considerazioni e dall'interpretazione in chiave moderna delle teorie di Schumpeter - la relazione tra investitore e socio imprenditore nelle operazioni di *venture capital* al fine di individuare le criticità che in tali relazioni possono portare al fallimento dell'investimento e dell'impresa stessa, tenendo conto di importanti contributi in tale campo della letteratura economica.

1.2 La teoria dello sviluppo economico – la “distruzione creatrice”

Al fine di comprendere il ruolo che l'imprenditore/innovatore e il *banchiere* rivestono all'interno dello sviluppo economico secondo Schumpeter, occorre sintetizzare le principali caratteristiche ed i fondamenti della teoria dello sviluppo economico elaborata dall'autore austriaco nel suo volume “*Teoria dello sviluppo economico*” analizzando alcuni passi fondamentali dei capitoli di tale importante lavoro.

(a) Il flusso circolare

Il lavoro di Schumpeter si apre con uno studio di un sistema economico chiuso e fondato sullo scambio, il c.d. *flusso circolare*, che riproduce sé stesso nel tempo, ed in cui non si registrano variazioni significative del sistema economico, il quale si adatta esclusivamente tramite cambiamenti minimi e comunque sempre in maniera graduale. In tale sistema, si individuano gli elementi ultimi della produzione (quali elementi primari di cui si compongono direttamente e/o derivano indirettamente tutti gli altri beni) nella terra (i.e. materie prime) e lavoro. Il valore dei beni che vengono prodotti all'interno del *flusso circolare* è corrispondente, secondo Schumpeter, alla relativa utilità marginale, e conseguentemente i servizi del lavoro e della terra devono la loro importanza per il soggetto economico solo al fatto che servono anch'essi alla soddisfazione dei suoi bisogni, in quanto contribuiscono alla produzione di beni di consumo, facendo sì che il valore del lavoro e della terra derivino essenzialmente dal valore dei beni di consumo con essi prodotti. Parimenti, i costi si misurerebbero per il produttore in termini di beni di consumo che si sarebbero potuti produrre con gli stessi mezzi di produzione. Tali costi, in quanto “*espressione del valore degli impieghi non realizzati costituiscono saldi passivi del bilancio sociale. [...]*”

*Da questa espressione va distinto il valore dei beni usati dal produttore. Esso infatti rappresenta – ex hypothesi – un valore totale più alto del prodotto effettivamente creato. Ma al margine della produzione [...] [tali] grandezze sono tra loro equali, perché qui i costi salgono fino all'altezza dell'utilità marginale del prodotto [...] A questo punto emerge quella posizione relativamente di ottimo che tende manifestamente a ripetersi fintanto che ne permangono i presupposti, in ogni periodo economico*²⁷⁴. Ciò implica, in sintesi, che “[...] l'ultima quantità incrementale di ogni prodotto viene prodotta senza un guadagno di utilità al di sopra dei costi. [...] Ne consegue che, in generale, nella produzione non si può ottenere alcuna eccedenza di valore al di sopra dei valori dei beni di costo”²⁷⁵. Ricostruendo, in tale ottica, il processo di imputazione dei costi fino ai fattori produttivi base (i.e. lavoro e terra), “appare chiaro [...] che nessun prodotto [...] può offrire un surplus di valore che superi il valore delle prestazioni del lavoro e della terra in esso contenute”²⁷⁶. Ribaltando il ragionamento e ponendolo nell'ottica dell'economia di scambio ed in termini monetari “I costi sono allora, per loro natura, somme di prezzi dei servizi del lavoro e della terra. E queste somme di prezzi devono sempre eguagliare i ricavi ottenuti dai prodotti. Stando così le cose, la produzione dovrebbe quindi svolgersi essenzialmente senza profitti”²⁷⁷.

Da quanto sopra esposto emerge la convinzione di Schumpeter che nel flusso circolare non vi sarebbero surplus e profitti, in quanto sia i costi che i valori dei prodotti non sarebbero altro che espressioni monetarie dell'utilità marginale e, pertanto, tutti i redditi derivanti dalla produzione all'interno del flusso rimarrebbero assorbiti per la remunerazione dei fattori produttivi (i.e. lavoro e della terra)²⁷⁸.

(b) Il problema dello sviluppo

Il problema del sistema del flusso circolare è che, come sottolineato da Schumpeter, non si è nelle condizioni di verificare quali siano “le conseguenze di cambiamenti discontinui nel modo tradizionale di compiere le cose”²⁷⁹ e, pertanto, l'analisi delle dinamiche del flusso circolare non può spiegare il verificarsi di modifiche rivoluzionarie nel sistema produttivo, né prevedere e/o identificare le possibili conseguenze di un tale cambiamento, potendo solo essere in grado di dare una descrizione del nuovo e

²⁷⁴ Schumpeter, *Teoria dello Sviluppo Economico*, Milano, 2002, pp. 25.

²⁷⁵ Schumpeter, *op. cit.*, p. 25.

²⁷⁶ Schumpeter, *op. cit.*, p. 26.

²⁷⁷ Schumpeter, *op. cit.*, p. 27.

²⁷⁸ A tali categorie di redditi, Schumpeter vi affianca i redditi derivanti da posizioni di monopolio e l'interesse per prestiti di consumo. Tuttavia, secondo l'economista austriaco, entrambi questi redditi sono eventuali e non necessari all'interno del flusso.

²⁷⁹ Schumpeter, *op. cit.*, p. 65.

conseguente stadio di equilibrio. In tal senso, *“proprio il verificarsi di mutamenti “rivoluzionari” è il nostro problema, il problema dello sviluppo economico”*, portando quindi al centro dello studio dell'economia non il concetto di equilibrio, ma lo sviluppo economico, le modalità con cui tale sviluppo si realizza e gli eventuali impatti sul sistema economico generale.

Lo sviluppo economico che viene considerato da Schumpeter è, quindi, profondamente diverso dal fenomeno dell'adattamento che si realizza nel flusso circolare, nel quale si verificano meri adattamenti a condizioni nuove, ma non vere e propri stravolgimenti. Infatti, lo sviluppo altro non sarebbe che *“lo spostamento ed improvviso mutamento nei canali di flusso, la perturbazione dell'equilibrio che altera e sposta lo stato di equilibrio precedentemente esistente. La nostra teoria dello sviluppo non è nient'altro che la trattazione di questo fenomeno e dei processi ad esso inerenti”²⁸⁰*. Nella teoria di Schumpeter, lo sviluppo e l'introduzione di nuovi sistemi produttivi sono sempre ricondotti all'iniziativa dell'imprenditore/produttore, restando del tutto irrilevanti per il produttore i mutamenti relativi ai gusti del consumatore. In tal senso, nel caso in cui si verificassero cambiamenti rilevanti nelle scelte dei consumatori/utenti finali, sarà onere dell'imprenditore/produttore attivarsi e cogliere l'occasione per modificare il proprio sistema di produzione e le proprie strategie di *business*, piuttosto che adeguarsi lentamente al mutare del mercato. Sarà, pertanto, sempre l'imprenditore che inizia il cambiamento (eventualmente anche dopo aver colto i primi segnali dal mercato) e i consumatori, se necessario, *“saranno educati”²⁸¹ [...] pertanto, mentre è ammissibile e anche necessario considerare i bisogni dei consumatori come una forza autonoma e addirittura fondamentale nella teoria del flusso circolare, noi dobbiamo invece assumere una differente attitudine appena ci rivolgiamo ad analizzare il cambiamento”²⁸²*.

Il cambiamento che rileva per Schumpeter è quel mutamento che si verifica in maniera repentina nelle combinazioni dei fattori produttivi. Infatti, qualora tale processo fosse graduale e si realizzasse a piccoli passi partendo dal precedente stadio di sviluppo non sarebbe idoneo a stravolgere (*rectius* distruggere) il vecchio sistema ed a soppiantarli. Se così infatti non fosse si sarebbe in presenza di un mero adattamento del sistema, ricadendo, pertanto, in quei fisiologici aggiustamenti che si verificano all'interno del flusso circolare. *“Nella misura in cui ciò non si verifica, ed anzi la nuova combinazione può prodursi o effettivamente si produce solo in maniera discontinua, sorgono invece i fenomeni caratteristici dello*

²⁸⁰ Schumpeter, *op. cit.*, p. 66.

²⁸¹ Il concetto di educazione del consumatore e indirizzamento delle preferenze dello stesso è, in effetti, molto moderno ed alla base di vere e proprie strategie di marketing moderno e soprattutto applicato da imprese particolarmente giovani che cercano di penetrare il mercato con nuovi prodotti innovativi.

²⁸² Schumpeter, *op. cit.*, p. 67

sviluppo. [...] Lo sviluppo nel senso nostro viene definito dall'introduzione di nuove combinazioni. Questo concetto comprende i cinque casi seguenti:

- 1. produzione di un nuovo bene, vale a dire di un bene non ancora familiare alla cerchia dei consumatori, o di una nuova qualità di un bene;*
- 2. introduzione di un nuovo metodo di produzione, vale a dire non ancora sperimentato nel ramo dell'industria in questione, che non ha affatto bisogno di fondarsi su una nuova scoperta scientifica e che può consistere anche in un nuovo modo commerciale di trattare una merce;*
- 3. apertura di un nuovo mercato, vale a dire di un mercato in cui un particolare ramo dell'industria di un certo paese non era ancora penetrato, sia che questo mercato esistesse già prima oppure no;*
- 4. conquista di una nuova fonte di approvvigionamento di materie prime e di semilavorati, anche qui sia che questa fonte di approvvigionamento esistesse già prima sia che si debba innanzitutto crearla;*
- 5. attuazione di una riorganizzazione di una qualsiasi industria come la creazione di un monopolio o la sua distruzione.²⁸³*

Questo processo di sviluppo, sostiene l'autore austriaco, avviene da parte di imprese nuove che sono indipendenti dalle imprese già presenti sul mercato, ma l'avvio della produzione da parte di questi nuovi *player* si realizza normalmente accanto a quelle già esistenti. Il processo di penetrazione della nuova idea produttiva nel mercato di riferimento porterà all'eliminazione delle imprese precedentemente operanti nel mercato attraverso i meccanismi concorrenziali. Ciò spiegherebbe come mai si assiste a rovinosi fallimenti di imprese che in un primo tempo risultavano essere dominanti in un determinato mercato²⁸⁴.

Caratteristica del sistema del flusso circolare è che non vi sono fattori produttivi inutilizzati. Per attuare le nuove idee produttive, le nuove realtà imprenditoriali devono sottrarre risorse alle imprese precedentemente esistenti: ciò può realizzarsi, in un'economia capitalistica, o mediante il ricorso al pubblico dei risparmiatori, ovvero mediante il ricorso ai finanziamenti da parte di investitori professionali (e.g. banche). Tuttavia, come detto in precedenza, nel flusso circolare ipotizzato da Schumpeter,

²⁸³ Schumpeter, *op. cit.*, p. 68.

²⁸⁴ “Si spiega così da un lato il processo di ascesa e caduta economica e sociale di individui e di famiglie proprio di questa forma di organizzazione, nonché una intera serie di altri fenomeni relativi al ciclo vitale delle imprese e al meccanismo di formazione della ricchezza privata”. Schumpeter, *op. cit.*, p. 68.

consumandosi all'interno del ciclo tutte le risorse, non è immaginabile il risparmio da parte dei singoli soggetti. Pertanto, non resta che affidarsi agli strumenti monetari mediante il ricorso ai finanziamenti concessi da investitori professionali come, ad esempio, le banche. A tal proposito, Schumpeter nel suo lavoro menziona, quale soggetto in grado di fornire capitali alle imprese, esclusivamente la banca ed il banchiere, ciò è probabilmente dovuto ad una visione dell'economia in cui gli strumenti giuridici di investimento di capitali non erano specificamente ben delineati (e.g. i fondi di *private equity*, ovvero altre forme di OICR). Il ruolo che riveste il "banchiere" è fondamentale: *"Il banchiere [...] sta fra coloro che vogliono introdurre nuove combinazioni e i possessori dei mezzi di produzione. Egli costituisce in sostanza un fenomeno dello sviluppo, ma solo laddove non esista un'autorità centrale che dirige il processo economico della società. Egli rende possibile l'introduzione di nuove combinazioni: in un certo senso emette a nome dell'economia il mandato necessario per introdurle. È l'eforo dell'economia di scambio."*²⁸⁵.

Il capitolo relativo allo sviluppo economico si chiude con una dettagliata analisi del ruolo sociale/economico del soggetto che crea le nuove combinazioni e, quindi, è il vero motore dello sviluppo: l'imprenditore in senso proprio (da tenere distinto dal manager o dal dirigente). La funzione dell'imprenditore consiste proprio nel rompere il paradigma produttivo ed introdurre nuove idee di business sconosciute al mercato: *"Tutti sono in grado di comprendere e di portare ad esecuzione i propri compiti giornalieri in modo consuetudinario, e di solito fanno questo da soli. [...] Agire secondo il nuovo o agire secondo l'abituale sono cose diverse come il costruire una strada o il percorrerne una già costruita"*²⁸⁶.

Come punto finale, ancorché non strettamente funzionale ai fini che qui rilevano, è interessante sottolineare che Schumpeter si occupa della figura dell'imprenditore/innovatore anche dal punto di vista sociologico, analizzandone le relative caratteristiche al fine di rompere e superare una precedente visione arretrata ed in parte classista. In particolare, l'essere imprenditori *"non è una professione e neppure, di regola, una condizione durevole, gli imprenditori non formano una classe sociale in senso tecnico [...] L'adempimento della funzione di imprenditore comporterà naturalmente per l'imprenditore fortunato e per i suoi una posizione sociale, corrispondente ad una classe, e può anche dare la sua impronta ad un'epoca, plasmare lo stile di vita, il sistema di valori morali ed estetici, ma in sé non significa affatto una posizione di classe e neppure ne presuppone una"*.

Volendo, quindi, sintetizzare le tesi che vengono proposte nel secondo capitolo, le stesse includono che:

²⁸⁵ Schumpeter, *op. cit.*, p. 75.

²⁸⁶ Schumpeter, *op. cit.*, p. 83.

- a) le innovazioni sono il frutto dell'iniziativa creatrice dell'imprenditore (quasi mai traggono origine dall'iniziativa dei consumatori);
- b) il cambiamento viene generato da nuove imprese che iniziano ad operare accanto a quelle esistenti, le quali vengono successivamente soppiantate secondo quelle che sono le regole fondamentali di un meccanismo concorrenziale essenziale per lo sviluppo in senso capitalistico;
- c) lo strumento principale attraverso cui gli imprenditori/innovatori possono sottrarre dal flusso circolare risorse produttive è il ricorso ai finanziamenti da parte di operatori specializzati;
- d) gli imprenditori non costituiscono una classe sociale e non provengono necessariamente da una classe sociale, anche se il successo della loro impresa può consentirne "l'ascesa sociale"; e
- e) il motivo che spinge l'imprenditore verso l'innovazione è la volontà di sostenere la crescita e lo sviluppo della propria iniziativa imprenditoriale.

(c) La creazione del credito e il "mercato dei capitali"

Nel terzo capitolo Schumpeter focalizza la propria analisi, approfondendo quanto esposto nei precedenti capitoli, sulle modalità con cui si creano i mezzi di finanziamento dell'impresa. Infatti, ad esito della penetrazione della nuova impresa nel mercato, e a seguito dello sconvolgimento che lo stesso ha subito in conseguenza dell'innovazione introdotta, l'imprenditore/innovatore ha indirettamente arricchito il flusso economico dei beni con i suoi prodotti, la vendita dei quali ai consumatori finali avrà consentito all'imprenditore/innovatore di ottenere dei ricavi che sono maggiori delle somme investite per lo svolgimento della propria attività imprenditoriale. In tal modo, l'imprenditore avrà adeguate risorse finanziarie per far fronte agli impegni presi con i soggetti che, nella fase di sviluppo ed implementazione della innovativa idea di *business*, hanno fornito allo stesso il capitale di cui aveva bisogno.

Le risorse finanziarie apprestate dagli operatori specializzati all'imprenditore sono, nella teoria di Schumpeter, cruciali per l'imprenditore per consentire allo stesso non solo di perfezionare la propria innovazione ma anche per acquisire i fattori produttivi che sono necessari per attuare le nuove combinazioni. In tal senso, "*Il capitale non è altro che la leva che consente all'imprenditore di sottomettere al proprio dominio i beni concreti di cui ha bisogno, nient'altro che un mezzo per dettare alla produzione una nuova direzione [...] il capitale non consiste di in beni [...] è un fondo di potere di acquisto*"²⁸⁷; solo l'imprenditore, nella teoria dello sviluppo economico, ha bisogno in linea di principio del capitale, infatti, l'unica funzione di questo è di rendere possibile all'imprenditore/innovatore di

²⁸⁷ Schumpeter, *op. cit.*, p. 110.

implementare la propria innovazione e introdurla sul mercato di riferimento. Il mercato dei capitali esiste, quindi, proprio per consentire alle nuove imprenditorie di crescere e competere con le imprese precedentemente esistenti mediante l'introduzione di nuove combinazioni: *“Il mercato dei capitali non è altro che il mercato del potere di acquisto, la totalità di quei processi mediante i quali i mezzi di pagamento giungono nelle mani degli imprenditori [...]. In un'economia senza sviluppo [...] vi sarebbero solo processi di compensazione delle partite contabili e non si potrebbe parlare di un mercato [dei capitali]. Nello sviluppo [questi processi] in pratica diventano elementi del mercato monetario. Questo però non ci può impedire di separare i processi del flusso circolare che hanno luogo sul mercato monetario dagli altri. Solo questi ultimi sono essenziali, mentre i primi sono aggiuntivi e il fatto che in generale essi compaiono sul mercato monetario non è altro che un fenomeno secondario dello sviluppo²⁸⁸”*.

Appare evidente come, anche nella costruzione teorica dell'autore austriaco, il capitale rivesta un ruolo centrale nell'attuazione di nuove iniziative imprenditoriali, le quali – secondo l'impianto delineato nel lavoro *“Teoria dello sviluppo economico”* – sono le sole in grado di generare sviluppo introducendo nuove “combinazioni” produttive e sconvolgendo il mercato. In sostanza, la nozione di capitale che Schumpeter fornisce è quella di risorse che sono funzionalmente destinate ad essere usate dagli imprenditori/innovatori nel processo di creazione/implementazione delle nuove *business idea*, senza le quali non si potrebbe avere sviluppo, rimanendo l'economia confinata nel flusso circolare²⁸⁹: *“Definiremo capitale come quella somma di moneta e di altri mezzi di pagamento che è in ogni momento disponibile per essere ceduta ad imprenditori. [...] Il capitale è [quindi] un agente dell'economia di scambio [che consente] il trasferimento di mezzi di produzione all'imprenditore²⁹⁰”*. In sostanza, quindi, *“la funzione principale del mercato monetario o mercato dei capitali è di negoziare il credito per il finanziamento dello sviluppo. Esso è creato dallo sviluppo e dello sviluppo vive²⁹¹”*.

(d) Il profitto dell'imprenditore

²⁸⁸ Schumpeter, *op. cit.*, p. 120.

²⁸⁹ Come affermato da Schumpeter, nel normale flusso circolare la concessione di capitali all'imprenditore non è essenziale perché non esiste un divario fra prodotti e mezzi di produzione, potendosi supporre che nel flusso circolare chi acquista è stato prima venditore per lo stesso ammontare di denaro. In sostanza, nel flusso circolare tutte le partite attive e passive si compensano non generando alcun surplus. Nell'introduzione di nuove combinazioni, però, è necessario avere risorse economiche per sottrarre i fattori produttivi dal flusso circolare, ed è proprio il superamento di tale ostacolo che costituisce la funzione ultima del capitale nell'ambito della teoria dello sviluppo economico di Schumpeter.

²⁹⁰ Schumpeter, *op. cit.*, p. 117.

²⁹¹ Schumpeter, *op. cit.*, p. 145.

Nel quarto capitolo dell'opera di Schumpeter che qui si tenta di sintetizzare brevemente, l'autore austriaco tratta il problema della determinazione del profitto imprenditoriale e della sua origine. A livello generale ed in via preliminare, Schumpeter ricorre alla classica definizione di "profitto" quale differenza tra i ricavi e le "uscite" (i.e. i costi). Nel flusso circolare, come detto in precedenza, non vi è alcun surplus e, pertanto, tutti gli eventuali ricavi dell'impresa sono assorbiti dalle uscite relative all'acquisto dei fattori produttivi. Ciò posto, l'introduzione di nuove combinazioni consente alle imprese promotrici di tale cambiamento di beneficiare dei vantaggi economici in termini di maggiori ricavi e/o minori costi derivanti proprio dall'innovazione dalle stesse promossa, consentendo quindi di generare una differenza positiva tra entrate e uscite. Per illustrare in dettaglio il funzionamento del meccanismo di creazione di profitti mediante l'introduzione di nuove combinazioni, Schumpeter ricorre all'esempio dei vantaggi derivanti, in passato, dall'introduzione dei telai meccanici, a seguito della quale questi macchinari sostituiscono vantaggiosamente (in termini di minori costi) un dato numero di lavoratori manuali. La riduzione dei costi consente di creare profitti, i quali continueranno ad aversi sin quando altre imprese, imitando le strategie dell'impresa innovatrice, non eroderanno la quota di mercato conquistata, portando da un lato ad una riduzione generale dei prezzi e, dall'altro, ad un azzeramento del valore dei profitti della prima impresa. Tale processo, su cui Schumpeter si soffermerà nel sesto capitolo, viene brevemente presentato nell'ambito dell'esempio dell'introduzione dei telai meccanici sottolineando che *"sotto l'impulso dell'allettante guadagno sorgono sempre nuove imprese con telai meccanici. Si verifica una completa riorganizzazione dell'industria tessile [...]. Quell'impulso alla produzione di quantità sempre maggiori di prodotti non cesserà prima che sia raggiunta [una nuova situazione di equilibrio] e neppure prima che i prezzi cadano, come risultato dell'accrescimento dell'offerta, [sino al nuovo ed inferiore livello di costi]. In conseguenza di ciò, il surplus del nostro imprenditore e dei suoi primi imitatori scompare. Non subito ma, generalmente, solo dopo un periodo più o meno lungo di calo progressivo."*²⁹².

Da quanto sopra esposto, emerge che l'unico strumento attraverso il quale l'imprenditore può ottenere dei profitti è l'innovazione (o come direbbe Schumpeter, l'introduzione di nuove combinazioni). Tale profitto, tuttavia, è solo temporaneo in quanto la nuova combinazione sarà presto presa a modello anche da altri operatori economici che con tale condotta contribuiscono a riportare il sistema in equilibrio. Il profitto, spiega Schumpeter, spetta in capo all'imprenditore/innovatore, proprio nella sua veste di soggetto che introduce la nuova combinazione, infatti il contributo dell'imprenditore è *"solo la volontà e l'azione: non beni concreti, perché questi li [ha] acquistati, né il potere di acquisto con cui li [ha] comprati, perché questo se lo sono [procurato sul mercato dei capitali].[...] L'imprenditore non è mai colui che assume il rischio. È il creditore colui che subisce i danni se [l'impresa] fallisce. Sebbene,*

²⁹² Schumpeter, *op. cit.*, p. 150.

*infatti, una garanzia possa essere offerta dall'eventuale patrimonio dell'imprenditore, tale patrimonio non è essenziale [...] Ma anche se l'imprenditore finanzia se stesso con profitti imprenditoriali precedenti o se contribuisce con i mezzi di produzione della sua azienda "statica", il rischio lo riguarda come capitalista o come possessore di beni, non come imprenditore. L'assunzione del rischio non è in nessun caso un elemento della funzione dell'imprenditore. Per quanto possa rischiare la sua reputazione, la responsabilità economica diretta di un insuccesso non lo riguarda.*²⁹³

(e) L'interesse sul capitale

Nonostante non sia strettamente attinente ai fini del presente lavoro, sembra opportuno soffermarsi, ancorché brevemente e solo al fine di completare la breve sintesi delle posizioni di Schumpeter nel libro *"Teoria dello sviluppo economico"*, sul tema relativo all'interesse sul capitale che viene affrontato da Schumpeter nel quinto capitolo. Il centro dello studio in materia di interesse sul capitale si concentra solo ed esclusivamente sugli interessi derivanti da finanziamenti "produttivi", ossia destinati a sostenere il processo di sviluppo delle imprese, mentre si occupa solo marginalmente di prestiti al consumo. Per Schumpeter il tema centrale è verificare come da un profitto imprenditoriale che, alla luce di quanto affermato nei precedenti paragrafi, è *per sé* transitorio e mutevole, possa aversi un flusso costante di interessi dovuti.

In estrema sintesi, l'economista austriaco sostiene che, sebbene le singole fonti dell'interesse tendano a venir meno (i.e. i finanziamenti vengono ripagati con i profitti derivanti dalla fase di introduzione della nuova *business idea*), l'interesse tende in aggregato, invece, a persistere, in quanto vi saranno sempre nuovi finanziamenti da erogarsi al fine di adeguatamente sostenere le nuove fasi di sviluppo. Forme di remunerazione del capitale di rischio nel lungo periodo, quali i dividendi, si spiegano secondo Schumpeter per due ordini di ragioni: (i) l'impresa opera in un mercato monopolistico o oligopolistico con la possibilità, pertanto, di estrarre rendite di posizione ulteriori rispetto ad imprese che si trovano in un mercato concorrenziale; ovvero (ii) l'impresa è oggetto di continui mutamenti strategici che le consentono di introdurre e realizzare continue innovazioni.

La vera natura dell'interesse secondo Schumpeter è monetaria: infatti, *"la forma monetaria non è l'involucro, ma il nocciolo [...] l'interesse è un elemento del prezzo del potere di acquisto considerato come mezzo di controllo sui mezzi di produzione [...] se [...] introduco una nuova combinazione delle forze produttive che ho comprato per cento unità di moneta e porto sul mercato un nuovo prodotto di maggior valore, posso effettivamente ricavare di più. Qui [...] il possesso di una somma di moneta è il*

²⁹³ Schumpeter, *op. cit.*, p. 155.

mezzo per procurarsi una somma di moneta maggiore. Per questo e in questo senso, nella vita economica, una somma presente è regolarmente e sistematicamente valutata più di una futura. Per questo, dunque, le somme di moneta presenti – in quanto, per così dire, somme di moneta potenzialmente maggiori – conseguiranno un premio di valore e quindi un premio di prezzo. In questo risiede la spiegazione dell'interesse."²⁹⁴.

Alla luce di quanto sopra, si può desumere che l'interesse è un elemento connaturato all'atteggiarsi del modello di sviluppo ipotizzato da Schumpeter. Non vi sarebbe, infatti, alcuna forma di interesse se gli imprenditori fossero in grado di poter disporre autonomamente delle risorse finanziarie necessarie per sostenere il processo di innovazione intrapreso dalla propria impresa; infatti, non essendo necessario il ricorso al sostegno economico di operatori terzi, non vi è la conseguente esigenza di dover remunerare l'impiego finanziario di tali soggetti. Pertanto, *"l'interesse non è, come ad esempio il profitto, un frutto autonomo dello sviluppo. [...] Esso è piuttosto un freno dello sviluppo [...], una specie di "imposta sul profitto imprenditoriale". [...] L'interesse è solo la conseguenza di un particolare modo di introdurre nuove combinazioni e questo modo può essere cambiato molto più facilmente delle altre istituzioni del sistema economico concorrenziale.*"²⁹⁵.

(f) Il ciclo economico e la fase di crisi

Gli elementi sopra esposti e trattati da Schumpeter nei primi capitoli della *"Teoria dello sviluppo economico"* vengono ripresi e analizzati organicamente nell'ultimo capitolo, nel quale l'economista austriaco introduce la teoria delle c.d. "crisi ricorrenti" come parte della più ampia teoria generale dello sviluppo. In tal senso, i principi guida del ciclo economico sarebbero conseguenza dell'impostazione sistemica dello sviluppo che sono stati delineati precedentemente:

- A. l'innovazione e l'introduzione di nuove combinazioni sul mercato avviene mediante nuove imprese che si affiancano ed operano accanto ad imprese pre-esistenti ancora legate a vecchi modelli di combinazioni. Le nuove imprese, forti delle innovazioni a loro disposizione, erodono la posizione delle imprese da più tempo sul mercato e successivamente soppiantando queste ultime che, sulla base dei principi concorrenziali, vengono eliminate dal mercato;
- B. la comparsa delle innovazioni non è uniforme, e le imprese innovative compaiono in modo discontinuo e a gruppi. La comparsa, infatti, di una nuova combinazione introdotta da un'impresa

²⁹⁴ Schumpeter, *op. cit.*, p. 203.

²⁹⁵ Schumpeter, *op. cit.*, p. 222.

facilita la nascita di altri imprenditori che, a loro volta favoriscono, lo sviluppo e la creazione di altre iniziative imprenditoriali innovative;

- C. il successo delle nuove iniziative imprenditoriali comporta una riduzione dei costi legati al finanziamento delle imprese, in quanto la palesata capacità degli imprenditori di far fronte ai propri debiti – dovuta essenzialmente alla profittabilità delle loro imprese e dal successo delle nuove combinazioni introdotte nel mercato di riferimento - genera fiducia nel mercato del credito, inducendo gli operatori a concedere con minori restrizioni i finanziamenti alle imprese;
- D. la comparsa di nuove imprese che si ispirano all'imprenditore/innovatore comporta un rapido incremento dei costi relativi ai fattori produttivi necessari per realizzare il prodotto, creando un processo inflattivo dei prezzi e, quindi, provocando un innalzamento dei costi di produzione;
- E. parimenti a quanto descritto nel punto D. che precede, la comparsa di numerosi imprenditori con prodotti e combinazioni sostanzialmente intercambiabili comporta, dato l'incremento dell'offerta, una riduzione dei prezzi cui vengono venduti i prodotti e, pertanto, conduce ad una sostanziale riduzione dei ricavi degli imprenditori stessi e ad una depressione; e
- F. quanto sopra provoca il ritorno ad una situazione sostanzialmente vicina all'assenza di sviluppo, la quale però non è esattamente coincidente al quadro teorico del flusso circolare. Ciò è, infatti, impedito dalla durata relativamente breve delle fasi di crisi. Infatti, ad una tale fase di crisi segue una nuova fase di sviluppo dovuta all'introduzione di nuove combinazioni e alla comparsa di nuove imprese.

Secondo l'economista austriaco, quindi, le crisi cicliche sono inevitabili e connaturate alle meccaniche che lo stesso immagina alla base dello sviluppo economico. Nonostante tali depressioni periodiche non siano eliminabili, gli effetti, anche ancillari, delle stesse possono essere almeno attenuati mediante adeguati strumenti di politica creditizia: *“Nessuna terapia, tuttavia può impedire il grande processo economico e sociale in cui aziende, esistenze, forme di vita, valori culturali e ideali, discendono la scala sociale e infine spariscono. In una società fondata sulla proprietà privata e sulla concorrenza, questo processo è il necessario complemento di un impulso economico e sociale sempre nuovo e di crescente reddito reale di tutte le categorie di soggetti economici. Se non ci fossero movimenti ciclici esso sarebbe più lieve, ma non è da essi che dipende e si svolge anche al di fuori di essi. Questi cambiamenti sono assai più importanti, teoricamente e praticamente, economicamente e culturalmente, dell'esistenza di condizioni di stabilità economica su cui è stata concentrata per tanto tempo l'attenzione dell'analisi [economica]. E a [suo] modo sia l'ascesa che la caduta [...] di imprese sono ambedue più caratteristiche*

della cultura e dei risultati del sistema economico capitalista di quanto lo sia qualunque altro fenomeno osservabile in una società che è stazionaria nel senso che i suoi processi si riproducono in un rapporto costante.”.

1.3 L'imprenditore secondo Schumpeter ed il ruolo del “*banchiere*”

Dalla breve sintesi della *Teoria dello Sviluppo Economico* di Schumpeter sopra esposta, emerge il ruolo centrale che riveste l'imprenditore/innovatore nel processo di sviluppo: è, infatti, l'imprenditore con le sue idee e l'introduzione di nuove combinazioni a farsi promotore del cambiamento, che non si avrebbe in assenza di una figura che, affrontando le difficoltà connesse all'introduzione di novità sul mercato, “distrugge” il paradigma dominante e “crea” una nuova fase di sviluppo. Allo stesso tempo, l'imprenditore da solo non è in grado di riuscire con le proprie forze e risorse ad implementare la propria idea innovativa e a farla conoscere al mercato e, pertanto, lui solo non può innescare il meccanismo di sano rinnovamento e cambiamento nel sistema produttivo. Per far ciò deve essere sostenuto da un soggetto che gli fornisce le risorse finanziarie necessarie per sostenere la crescita dell'impresa: il *banchiere*.

Come detto in precedenza, la figura del *banchiere* nella teoria di Schumpeter ha dei tratti caratteristici comuni con il *venture capitalist*, soprattutto se si guarda il ruolo che entrambi svolgono nel sostenere lo sviluppo di nuove iniziative imprenditoriali. Parimenti, l'imprenditore/innovatore immaginato da Schumpeter, quale soggetto che introduce sul mercato nuove combinazioni, sembra accostabile alla figura dell'imprenditore che nelle operazioni di *venture capital* viene finanziato. L'indagine che nel successivo paragrafo ci si propone di affrontare ha ad oggetto la relazione tra *banchiere* e imprenditore/innovatore, da un lato, e *venture capitalist*/socio imprenditore, dall'altro, tentando di leggere, sulla base dell'impianto teorico sviluppato dall'economista austriaco, la relazione tra *venture capitalist* e socio imprenditore che può portare a grandi successi imprenditoriali o fallimenti delle imprese finanziate. Per far ciò occorre soffermarsi ulteriormente sulla figura dell'imprenditore/innovatore così come immaginata da Schumpeter, non solo nella *Teoria dello Sviluppo Economico* ma anche in altri suoi scritti, nonché approfondire il ruolo che riveste il *banchiere* nel processo di crescita dell'impresa ed il sostegno che questo fornisce all'imprenditore/innovatore.

(a) La figura dell'imprenditore e la “distruzione creatrice”

Secondo Schumpeter è l'imprenditore/innovatore che costituisce il motore dello sviluppo economico, il quale, come detto, si realizza attraverso periodi di sviluppo e successiva crisi. L'imprenditore, come anticipato nei precedenti paragrafi, è definito come quel soggetto che realizza nuove combinazioni non essendo però guidato, in tale attività, da semplici spinte edonistiche o meramente legate alla volontà di

ottenere un profitto, ma dalla voglia di innovare e creare nuove idee che consentano alla sua impresa di crescere. Se nella prima edizione della *Teoria dello Sviluppo Economico* (1911)²⁹⁶, l'imprenditore viene considerato un uomo di azione che, non accettando lo *status quo*, cerca di modificarlo, nell'edizione del 1934²⁹⁷ la nozione di imprenditore/innovatore subisce una oggettivizzazione, venendo studiata principalmente la funzione che questo soggetto svolge all'interno della teoria dell'economista austriaco. In tal senso negli importanti articoli "The Entrepreneur in Today's Economy" e "Entrepreneur" entrambi del 1928²⁹⁸, che anticipano di quattro anni la nuova edizione della *Teoria dello Sviluppo Economico*, vengono proprio enfatizzate le caratteristiche oggettive dell'imprenditore/innovatore, che non viene più visto come l'individuo che dotato di particolari doni e talenti riesce a leggere (quasi come un visionario) le nuove possibili innovazioni con le quali presentarsi sul mercato.

Nella *Teoria dello Sviluppo Economico*, quindi, Schumpeter analizza in dettaglio la posizione che riveste l'imprenditore nel processo di distruzione e creazione che porta allo sviluppo economico. L'imprenditore introduce nuove e superiori tecnologie produttive e/o prodotti che portano ad ottenere un vantaggio competitivo sui concorrenti (le imprese *incumbent*), vantaggio da cui conseguono margini di profitto per l'imprenditore stesso. Tramite l'introduzione dell'innovazione sul mercato, le imprese pre-esistenti non solo vedono ridotto il proprio margine di profitto, ma addirittura rischiano di vedere il proprio *business* divenire obsoleto e venir quindi espunte dal mercato. Tali imprese hanno due opzioni di fronte al cambiamento indotto dalle nuove combinazioni: adattarsi alle nuove combinazioni modificando il proprio sistema produttivo e/o le proprie strategie, ovvero fallire ed uscire dal mercato. Il processo di "distruzione creatrice" innescato dall'imprenditore/innovatore con le sue nuove combinazioni ha due aspetti particolarmente interessanti:

1. Schumpeter pone l'attenzione sulla circostanza che qualsiasi innovazione introdotta nel sistema provoca la distruzione delle imprese pre-esistenti che non sono state in grado di adattarsi tempestivamente; e
2. il meccanismo di distruzione e creazione ha un impatto non solo sul piano meramente economico, ma espande i propri effetti anche sul piano della struttura sociale. Infatti, Schumpeter sostiene che l'introduzione di nuove combinazioni e lo sviluppo delle innovazioni comporta anche una necessaria evoluzione culturale rispetto a tali nuove condizioni di mercato e, in ultima, istanza

²⁹⁶ I brani relativi all'imprenditore in tale versione della *Teoria dello Sviluppo Economico* sono disponibili su: Becker, Knudsen, Swedberg, *The Entrepreneur Classic Texts by Joseph A. Schumpeter*, Princeton, 2011, pp. 79 e ss.

²⁹⁷ I brani relativi all'imprenditore in tale versione della *Teoria dello Sviluppo Economico* sono disponibili su: Becker, Knudsen, Swedberg, *op. cit.*, Princeton, 2011, pp. 43 e ss.

²⁹⁸ Articolo disponibile su: Becker, Knudsen, Swedberg, *op. cit.*, Princeton, 2011, p. 261 e ss.

attribuibile al ruolo che l'imprenditore/innovatore ha nello sviluppo e implementazioni di tali innovazioni.

Da quanto sopra esposto, appare evidente che l'imprenditore è in un certo senso il vero e proprio protagonista dello sviluppo economico: infatti, da un lato, lo rende direttamente possibile mediante lo sviluppo e l'introduzione di innovazioni, dall'altro, indirettamente consente di far sì che il meccanismo della concorrenza elimini gli operatori economici che non sono in grado di adeguarsi al cambiamento e che, pertanto, non sono più in grado di sostenersi ed operare sul mercato. Parimenti, l'imprenditore è altresì il soggetto che consente a tutto il mercato e ad altri operatori di crescere: infatti, in considerazione del successo dell'innovazione da questo introdotta, altri imprenditori adotteranno soluzioni operative simili ed "imiteranno" (ad esempio sviluppando prodotti sostitutivi e/o replicando la soluzione produttiva originale) la novità presentata al mercato dal primo imprenditore, generandosi pertanto un processo virtuoso che consente di crescere non solo al singolo imprenditore che per primo ha innovato, ma più in generale a tutto il sistema economico. È tale processo che giustifica, nell'impostazione di Schumpeter, il ruolo primario che riveste l'imprenditore: l'imprenditore è il vero e proprio motore dello sviluppo economico.

(b) Il ruolo del *banchiere*

Le nuove combinazioni vengono introdotte, nel modello teorico immaginato dall'economista austriaco, da nuove imprese esterne al sistema economico/produttivo dominante in un dato momento storico. Per far ciò gli imprenditori/innovatori necessitano di risorse finanziarie, e tali somme di denaro servono sia per sviluppare la rispettiva *business idea*, sia per implementarla realizzando gli investimenti necessari per produrla ed acquistando i fattori produttivi necessari. L'acquisto dei fattori produttivi si realizza sottraendoli al flusso circolare e, di fatto, alle imprese esistenti ma, come detto, tutto ciò ha un costo che deve essere finanziato e che non può essere fronteggiato autonomamente dalle nuove imprese con le sole proprie risorse. In tal senso, il problema dello sviluppo economico e dello sviluppo di innovazioni sembrerebbe essere, *in primis*, un problema di finanziamento delle nuove iniziative imprenditoriali.

Nella *Teoria dello Sviluppo Economico*, pertanto, un ruolo non secondario viene certamente svolto dal *banchiere*. Infatti, nell'impostazione teorica di Schumpeter, il *banchiere* il quale fornisce le necessarie risorse finanziarie all'imprenditore: "Egli [quindi] rende possibile l'introduzione di nuove combinazioni: in un certo senso emette a nome dell'economia il mandato necessario per introdurre. È l'eforo dell'economia di scambio.". La posizione che viene assunta dal *banchiere* può ai giorni nostri essere riferita, in termini astratti e limitatamente agli aspetti di mero apporto e sostegno finanziario, anche ad altri investitori che operano nel mercato di capitali, quali gli operatori di *private equity* e/o di *venture*

capitalist. Infatti, la funzione che tali operatori professionali svolgono (come il *banchiere*), dal punto di vista meramente teorico e finanziario, è di permettere alle imprese di accedere al mercato dei capitali finanziari ed ottenere le risorse che sono necessarie all'imprenditore per sostenere lo sviluppo e l'implementazione della propria *business idea*. Si tratta, come detto, di una funzione fondamentale e connaturata al sistema delineato dall'economista austriaco, senza la quale lo sviluppo non sarebbe possibile. A ben vedere, l'attività del *banchiere* non consiste solo nella semplice messa a disposizione di denaro e di somme economiche: esso stesso sarà chiamato a "selezionare" ed individuare le iniziative imprenditoriali innovative che possono effettivamente essere implementate e provocare quel cambiamento nel sistema economico, che consente all'impresa di ottenere dei profitti, attraverso i quali ripagare il finanziamento. Una volta selezionata l'impresa (e l'idea innovativa) da finanziarsi, il *banchiere* lascia l'imprenditore/innovatore sviluppare ed implementare le nuove combinazioni autonomamente. In sostanza, nella teoria di Schumpeter, non viene previsto un ruolo attivo nella gestione dell'impresa da parte del finanziatore. Il suo ruolo, quindi, non è quello di gestire l'impresa insieme all'imprenditore: in quanto operatore finanziario non saprebbe e non potrebbe farlo, non conoscendo, infatti, né il business, né tantomeno avendo piena contezza dell'idea innovativa. In tal senso, è solo ed esclusivamente l'imprenditore ad avere la specifica di sviluppare l'idea e di introdurla sul mercato utilizzando le risorse finanziarie apprestategli dal *banchiere*.

Le risorse finanziarie apprestate dagli operatori specializzati all'imprenditore sono, nella teoria di Schumpeter, cruciali per l'imprenditore per consentire allo stesso non solo di perfezionare la propria innovazione ma anche per acquisire i fattori produttivi che sono necessari per attuare le nuove combinazioni. La funzione del mercato dei capitali (e del *banchiere*) è proprio quella di consentire alle nuove imprese di crescere e competere con le imprese precedentemente esistenti mediante l'introduzione di nuove combinazioni. Anch'esso è, quindi strumentale (ancorché non sia solo un mero comprimario) per l'imprenditore che, come più volte detto, è il vero e proprio artefice dello sviluppo.

CAPITOLO 2

Il rapporto tra *venture capitalist* e l'imprenditore – spunti critici

2.1 *Venture capitalist* e socio imprenditore: una relazione complicata?

Il *venture capitalist* svolge nelle transazioni con il socio imprenditore, volte al finanziamento di imprese innovative, una funzione che ontologicamente in linea teorica e dal punto di vista meramente finanziario è avvicicabile alla figura e al ruolo del “*banchiere*” negli scritti di Schumpeter. Infatti, come il *banchiere*, l'operatore di *venture capital* compiendo una vera e propria attività di *scouting* individua le idee imprenditoriali valide e le finanzia acquistando una quota di partecipazione delle stesse.

Nonostante, come detto, in linea teorica ed astratta le sopra citate figure siano avvicinabili quanto alla funzione finanziaria, in concreto gli investimenti operati dal *venture capitalist* si discostano da quelli che Schumpeter immagina siano effettuati dal *banchiere* per favorire lo sviluppo dell'impresa. Infatti, come emerge dalla *Teoria dello Sviluppo Economico*, il ruolo del finanziatore è limitato al solo apporto di risorse economiche all'imprenditore. Sarà l'imprenditore a gestire l'impresa e a effettuare gli investimenti necessari per sviluppare ed introdurre sul mercato l'idea innovativa dallo stesso elaborata. Di converso, il ruolo del *banchiere* non si estende alla gestione e/o all'indirizzo dell'attività di gestione dell'impresa: “*il banchiere [...] sta fra coloro che vogliono introdurre nuove combinazioni e i possessori dei mezzi di produzione*”²⁹⁹, ed il capitale che lo stesso apporta “*non è altro che la leva che consente all'imprenditore di sottomettere al proprio dominio i beni concreti di cui ha bisogno, nient'altro che un mezzo per dettare alla produzione una nuova direzione*”³⁰⁰, la quale, quindi, viene esclusivamente determinata dall'imprenditore senza ingerenze da parte dell'investitore. Infatti, come anticipato, per Schumpeter il finanziatore non ha né le competenze manageriali e gestionali necessarie per sviluppare l'impresa, né ha una conoscenza del *business* e/o dell'idea innovativa tale da consentirgli di cogliere pienamente tutte le opportunità che dall'idea potrebbero derivare, cosa che invece avrebbe l'imprenditore che ha elaborato l'innovazione. Nonostante il *banchiere* rimanga estraneo alla gestione dell'impresa, secondo Schumpeter è proprio tale soggetto che sopporta il rischio d'impresa: infatti, “*È il creditore colui che subisce i danni se [l'impresa] fallisce. Sebbene infatti una garanzia possa essere offerta dall'eventuale patrimonio dell'imprenditore, tale patrimonio non è essenziale [...] Ma anche se l'imprenditore finanzia se stesso con profitti imprenditoriali precedenti o se contribuisce con i mezzi di produzione della sua azienda*

²⁹⁹ Schumpeter, *op. cit.*, p. 75.

³⁰⁰ Schumpeter, *op. cit.*, p. 110.

“statica”, il rischio lo riguarda come capitalista o come possessore di beni, non come imprenditore. L'assunzione del rischio non è in nessun caso un elemento della funzione dell'imprenditore. Per quanto possa rischiare la sua reputazione, la responsabilità economica diretta di un insuccesso non lo riguarda.³⁰¹”. Tale allocazione del rischio di impresa, nella teoria dell'economista austriaco, non induce il *banchiere* a cercare di ingerirsi nella gestione dell'impresa: lo stesso, infatti, non ha interesse a farlo e non è connaturato alla sua funzione. Il rischio viene, in tal senso, gestito al momento della scelta dell'impresa nella quale investire. Infatti, come delineato da Schumpeter, il ruolo di *banchiere* nell'ambito dello sviluppo economico è principalmente di selezionare le iniziative imprenditoriali da finanziare, attraverso una vera e propria attività di *scouting* delle idee innovative che possano tradursi, attraverso un adeguato *funding* che lo stesso si impegna a fornire, in imprese valide ed in grado di penetrare il mercato, realizzando quel cambiamento radicale nel paradigma dominante che consente all'intero sistema economico di progredire. Ciò posto, è evidente che una volta selezionata l'iniziativa imprenditoriale da finanziare ed apportate le risorse patrimoniali necessarie, il ruolo del *banchiere* si esaurisce e, pertanto, sarà compito esclusivo dell'imprenditore sviluppare la propria idea imprenditoriale e portarla sul mercato. Schumpeter sembra, quindi, essere ben conscio che una commistione tra l'interesse del *banchiere* ad ottenere un elevato ritorno economico dal proprio investimento e quello dell'imprenditore a sviluppare la *business idea* secondo i suoi piani spesso non è possibile in quanto questi non sempre sono in grado di convivere e trovare un bilanciamento tra i relativi opposti e, come sottinteso da Schumpeter, spesso ontologicamente inconciliabili interessi. Il finanziatore potrebbe, infatti, (i) da un lato, essere indotto a tenere a freno l'imprenditore dall'investire e indirizzare la sua strategia verso direzioni più rischiose che potrebbero potenzialmente incidere negativamente sulle possibilità di ottenere il preventivato ritorno economico, ma che, per contro, potrebbero essere più vantaggiose per l'impresa e, (ii) dall'altro, indurre l'imprenditore a focalizzarsi su strategie profittevoli nel breve periodo che, quindi, consentono allo stesso finanziatore di rientrare dell'investimento secondo i propri piani, ma che nel lungo periodo potrebbero rivelarsi sbagliate ovvero affrettate, mettendo quindi a repentaglio la sopravvivenza dell'impresa successivamente alla restituzione del finanziamento.

Diversamente, nelle operazioni di *venture capital* l'apporto di risorse finanziarie avviene mediante l'acquisto di una quota di partecipazione nell'impresa e il versamento di successive somme di denaro in relazione al grado di sviluppo dell'impresa e al rispetto degli obiettivi concordati tra il *venture capitalist* e il socio imprenditore all'atto dell'investimento (c.d. *staging*). Come anticipato nella prima parte del presente lavoro, una caratteristica tipica degli investimenti di *venture capital* è che l'operatore finanziario ha la necessità, stante la rilevanza delle asimmetrie informative tra quest'ultimo e il socio imprenditore, di

³⁰¹ Vedi nota n. 294 sopra.

proteggersi rispetto al rischio di *moral hazard* da parte dell'imprenditore e tale protezione avviene, come detto, mediante la previsione, nel patto parasociale, di strumenti contrattuali che, attraverso la allocazione dei diritti di *governance* societaria, consentono di raggiungere un equilibrio tra gli interessi dell'imprenditore e l'interesse dell'investitore. Infatti, mediante gli accordi parasociali si consente di trovare delle soluzioni di equilibrio tra l'interesse del socio imprenditore a mantenere una certa autonomia nella gestione della società in modo da perseguire nello sviluppo dell'idea di *business* secondo quanto da lui immaginato e pianificato, e il diverso interesse dell'investitore che, al fine di massimizzare il risultato del proprio investimento, ha l'esigenza, sia di gestire o comunque avere una voce nella gestione dell'impresa, indirizzandone lo sviluppo e cercare in tal modo di cogliere occasioni che l'imprenditore spesso non è in grado di cogliere ovvero non ha interesse a cogliere, sia di monitorare l'attività che all'interno dell'impresa stessa pone in essere il socio imprenditore.

Proprio tale forte coinvolgimento dell'investitore nella gestione e nelle strategie dell'impresa costituisce una delle differenze principali con il modello di finanziamento immaginato da Schumpeter nella *Teoria dello Sviluppo Economico*. Se, infatti, la presenza attiva del *venture capitalist* nella gestione dell'impresa è uno degli elementi caratteristici delle operazioni di *venture capital*, una tale ingerenza potrebbe, qualora il rapporto non fosse adeguatamente regolato, essere la causa principale del fallimento dell'iniziativa imprenditoriale. Proprio per questo, nel modello immaginato da Schumpeter, l'imprenditore viene lasciato liberamente operare e gestire l'impresa, pur beneficiando dell'apporto finanziario da parte del finanziatore.

Un ultimo aspetto che merita di essere messo in evidenza nell'analisi della posizione del *venture capitalist* è quello relativo all'assunzione del rischio di impresa e di come tale rischio viene limitato attraverso le pattuizioni parasociali. In tal senso, si è detto in precedenza che, secondo Schumpeter, in ultima istanza, è il finanziatore che sopporta il rischio d'impresa, in quanto è il capitale che lo stesso apporta ad essere utilizzato per la crescita dell'impresa, e qualora tale sviluppo non si realizzasse il finanziatore non potrebbe ottenere il ritorno sperato: “È il creditore colui che subisce i danni se [l'impresa] fallisce. [...] L'assunzione del rischio non è in nessun caso un elemento della funzione dell'imprenditore.”³⁰². Anche con riferimento a tale profilo, vi sono degli elementi di somiglianza tra gli investimenti di *venture capital* e il modello teorico elaborato da Schumpeter. Infatti, nelle operazioni di *venture capital* l'investitore apporta risorse economiche nell'impresa *target* e, tale iniezione ha quale suo primo *step* l'acquisto di una partecipazione nella stessa, secondo diversi schemi e strutture (e.g. acquisto di partecipazione, ovvero sottoscrizione di aumenti di capitale). L'acquisto di tale quota di partecipazione

³⁰² Si veda la nota n. 294 sopra.

nel capitale dell'impresa finanziata (usualmente di maggioranza), costituisce *per sé*, in base ai principi di diritto commerciale, il rischio per l'investitore di non vedere il proprio investimento adeguatamente remunerato. Infatti, il *venture capitalist* quale socio dell'impresa oggetto di investimento si pone, rispetto a quest'ultima e ai relativi creditori, quale *residual claimant*, tale per cui lo stesso potrà percepire utili solo in base all'andamento della società e dell'iniziativa imprenditoriale e solo se questi sono realmente conseguiti e, pertanto, non indipendentemente dai risultati economici della società (come invece avviene in linea generale rispetto, ad esempio, alle banche creditrici)³⁰³. Ciò considerato, il *venture capitalist*, in virtù della sua qualità di socio dell'impresa, potrà ottenere il rimborso della propria quota di partecipazione in sede di liquidazione solo dopo che siano state soddisfatte le pretese dei terzi creditori. In ultima analisi, proprio per la struttura delle operazioni di *venture capital* (meglio descritta nella prima parte del presente lavoro), non si può evidentemente negare che sul *venture capitalist* gravi il rischio d'impresa, non solo nel senso civilistico del termine, ma anche da una prospettiva più prettamente "Schumpeteriana"; parimenti anche il socio imprenditore, nella misura in cui lo stesso ha apportato risorse nell'impresa nella fase iniziale e detiene con il *venture capitalist* una partecipazione nella stessa, sopporta una parte del rischio di impresa. In tale ottica e proprio in considerazione della circostanza che i *venture capitalist* sono certamente consci del rischio connaturato ai loro investimenti, gli stessi cercano, per quanto possibile, di proteggersi contrattualmente prevedendo sin al momento della sottoscrizione degli accordi volti a perfezionare l'operazione: (i) da lato operativo/gestionale, meccanismi di monitoraggio e controllo e diritti in tema di amministrazione dell'impresa attraverso specifiche previsioni volte ad attribuire allo stesso particolari diritti di *governance*, e (ii) ad un lato più finanziario, prevedendo meccanismi di way-out che gli consentono di uscire dall'investimento nel caso in cui gli obiettivi di crescita dell'impresa concordati con l'imprenditore non siano conseguiti, si pensi, come detto in precedenza, al meccanismo delle *put options* con il conseguente obbligo di riacquisto in capo al socio imprenditore delle partecipazioni del *venture capitalist*. Tali meccanismi contrattuali non fanno altro che fornire una tutela (legittima nell'ottica dell'investitore), per quanto possibile più forte al proprio investimento, la cui riuscita dipende in ultima analisi dalla collaborazione dell'imprenditore, la quale, a sua volta, è rispetto al *venture capitalist* una variabile non controllabile e, pertanto, fonte di un rischio difficilmente calcolabile *ex ante* all'atto dell'investimento. La più diretta conseguenza di tali protezioni contrattuali è la riduzione, *de facto*, del rischio del *venture capitalist* rispetto al proprio investimento e ciò, evidentemente, vale a differenziare, anche sotto il profilo dell'allocazione del rischio d'impresa effettivo, il modello degli investimenti di *venture capital* dall'impianto teorico sviluppato da Schumpeter.

³⁰³ Si veda in tal senso l'articolo 2433 c.c., commi 2 e 3, secondo cui: "Non possono essere pagati dividendi sulle azioni, se non per utili realmente conseguiti e risultanti dal bilancio regolarmente approvato. Se si verifica una perdita del capitale sociale, non può farsi luogo a ripartizione di utili fino a che il capitale non sia reintegrato o ridotto in misura corrispondente."

2.2 Il rapporto tra investitore e imprenditore: causa del successo o dell'insuccesso di un investimento

L'elemento caratteristico degli investimenti di *venture capital* è dato dalla circostanza che il *venture capitalist* ed il socio imprenditore si trovano a dover vivere un rapporto di *partnership* imprenditoriale per un periodo medio-lungo. In tale ottica, è necessario che gli stessi condividano e concordino, per quanto possibile, sia le regole di gestione per l'attività a breve termine, che gli obiettivi strategici di medio-lungo periodo, impegnandosi a lavorare congiuntamente nella piena trasparenza reciproca. Una tale collaborazione, se indirizzata e gestita in maniera efficiente, è alla base del successo delle operazioni di *venture capital*. Infatti, si consentirà all'impresa di beneficiare pienamente degli apporti non solo finanziari ma anche gestionali e di mentalità che, come detto nei precedenti capitoli, pone in essere il *venture capitalist*, senza che il coinvolgimento nell'impresa da parte dell'investitore da cui tali apporti discendono incidano negativamente sull'aspetto operativo e implementativo dell'idea di *business* che rimane nelle mani dell'imprenditore.

Creare i meccanismi che consentono lo svolgimento armonioso della relazione di *business* tra l'investitore e il socio imprenditore è, come evidente, uno degli aspetti più delicati delle operazioni di *venture capital*. Proprio in considerazione degli effetti potenzialmente molto negativi che una relazione mal gestita tra finanziatore e imprenditore e dell'ingerenza del primo nell'impresa possono provocare, Schumpeter riteneva che il *banchiere* dovesse limitarsi a fornire il capitale, rimanendo estraneo alla parte gestionale dell'investimento e dell'impresa che rimanevano di competenza dell'imprenditore, il quale possedendo una conoscenza piena della *business idea* dallo stesso elaborata poteva svilupparla e coglierne pienamente le potenzialità. Parimenti, l'opinione di Schumpeter è stata fortemente sostenuta da Kaldor³⁰⁴, il quale sostiene che uno degli elementi negativi che affliggono la crescita e lo sviluppo dell'impresa è il contrasto tra "*management*" ed "*entrepreneurship*", non potendo l'impresa avere due "anime" che non si coordinano al fine di conseguire un risultato comune e che non perseguendo l'interesse di ciascuno nell'impresa comune, ne perseguono uno proprio esterno all'impresa stessa, tentando di estrarre benefici di natura privata dall'impresa comune. Nell'ambito di operazioni di *venture capital*, il problema della relazione tra investitore e socio imprenditore è particolarmente critico. La prassi, infatti, dimostra come il modello immaginato da Schumpeter e Kaldor, in cui vi è una piena separazione tra le funzioni del soggetto finanziatore e del soggetto gestore, non trova applicazione. La ragione della difficoltà nell'immaginare che il modello teorico degli economisti sopra citati possa effettivamente trovare riscontro

³⁰⁴ Kaldor, *The Equilibrium of the Firm*, The Economic Journal, 1934, pp. 60 e ss.

è riconducibile alle asimmetrie informative che sussistono tra investitore e socio imprenditore. In tal senso, il *venture capitalist*, anche per ragioni prudenziali e di responsabilità nei confronti dei soggetti che lo hanno finanziato, non può disinteressarsi completamente della gestione e lasciarla nelle mani del socio imprenditore. Pertanto, il coinvolgimento nella gestione dell'impresa, quantomeno per gli aspetti di maggiore importanza strategica, sembrerebbe essere connotato al sistema e, sebbene il grado di intrusione nella gestione possa diversamente atteggiarsi a seconda sia della forza negoziale dell'investitore che dalla natura di investitore "attivo" o "passivo", questo non possa totalmente essere eliminato.

Come detto, la collaborazione tra *venture capitalist* e socio imprenditore è spesso decisiva per la riuscita dell'investimento o l'insuccesso. Tuttavia, le cause che portano al fallimento degli investimenti di *venture capital* possono essere ricondotte ad una pluralità di fattori che vanno dai problemi relativi allo sviluppo e/o all'insuccesso del prodotto sul mercato, sino all'incapacità del *top management*, spesso di espressione e scelto dal *venture capitalist* o composto da membri degli organi amministrativi dello stesso, di sviluppare l'impresa secondo quanto pianificato all'atto del perfezionamento dell'operazione di *venture capital*. A tal proposito, uno studio³⁰⁵ ha dimostrato che la causa principale di insuccesso degli investimenti di *venture capital* è riconducibile alla gestione dell'impresa da parte del *top management*, il quale non è spesso in grado, stante la superficiale conoscenza del prodotto e/o della *business idea* sviluppata dal socio imprenditore e del mercato di riferimento, di affrontare gli ostacoli relativi alla fase di sviluppo della *business idea* e/o di coglierne adeguatamente tutte le potenzialità, ovvero di confrontarsi in maniera costruttiva con la parte operativa dell'impresa (i.e. il socio imprenditore e le persone di sua fiducia) per gestire le eventuali difficoltà incontrate nella gestione dell'impresa. Resta, in ogni caso, fermo che la cattiva gestione dell'impresa da parte del *top management* non risulta essere la sola causa di insuccesso e spesso l'insuccesso è dovuto a diverse cause, ovvero al sommarsi di più aspetti critici. In particolare, tra i fattori che provocano il fallimento dell'investimento si individuano, da un lato, quelli più attinenti al prodotto/servizio, quali (a titolo esemplificativo) il ritardo nello sviluppo, la scarsa qualità, e/o le difficoltà produttive e, dall'altro lato, quelli attinenti al mercato finale di sbocco, quali (a titolo esemplificativo) la difficoltà di accedere a canali distributivi, l'impossibilità di superare le barriere all'ingresso, e/o i rapidi mutamenti nelle preferenze dei potenziali acquirenti/utenti.

³⁰⁵ Gorman, Sahlman, *op. cit.*, pp. 231 e ss.. L'indagine ha avuto ad oggetto 96 imprese finanziate da parte di *venture capitalist*, le quali hanno per il 95% segnalato che il *management* ha costituito una delle cause principali del fallimento dell'operazione.

Uno studio del 2003³⁰⁶, analizzando le ragioni per le quali gli investimenti di *venture capital* hanno risultati migliori negli Stati Uniti rispetto all'Europa³⁰⁷, ha dimostrato che tali diverse *performance* derivano da importanti differenze che si registrano nei due mercati oggetto dello studio nella relazione contrattuale che regola il rapporto tra investitore e socio imprenditore. In particolare, mentre negli Stati Uniti si è registrato una tendenza più forte da parte del *venture capitalist* a regolare il rapporto con il socio imprenditore contrattualmente sin dalla fase di investimento e riservarsi diritti particolari di *governance* e di controllo sulla gestione dell'impresa concordati, e anche attraverso l'uso di strumenti ibridi di capitale/debito, gli investitori Europei, da tale indagine, sembrano prestare, invece, meno attenzione alla relazione con il socio imprenditore ed a riservarsi diritti di gestione e controllo, venendo in ultima istanza ad essere meno coinvolti nella gestione. Proprio tale differente approccio nella gestione del rapporto tra *venture capitalist* e socio imprenditore costituisce, nella ricostruzione di tale studio, uno degli elementi che giustificano i migliori risultati che gli investimenti di *venture capital* realizzano negli Stati Uniti rispetto al mercato Europeo.

Come anticipato nella prima parte del presente lavoro, altre analisi sembrano confermare l'importanza che un rapporto tra investitore e imprenditore adeguatamente improntato e regolato assume rispetto alla crescita dell'impresa. In particolare, l'importanza di tale buona relazione rispetto alla crescita dell'impresa e, più in particolare, alla buona riuscita dell'investimento, si è attestata intorno al 68% nello studio elaborato da Bygrave e Timmons³⁰⁸, e al 69% dall'analisi condotta da Sapienza, Manigart e Vermeir³⁰⁹.

Per quanto attiene più in dettaglio al tasso effettivo di fallimento degli investimenti di *venture capital*, di seguito viene riportata una tabella elaborata sulla base delle statistiche raccolte dalla BVCA³¹⁰, EVCA³¹¹ e

³⁰⁶ Hege, Palomino, Schwenbacher, *Determinants of Venture Capital Performance: Europe and the United States*, 2003, disponibile su <http://www.lse.ac.uk/fmg/research/RICAFE/pdf/RICAFE-WP01-Hege.pdf>.

³⁰⁷ Nello studio il risultato dei diversi investimenti oggetto di analisi viene determinato sulla base del calcolo dell'IRR realizzato in ciascuno di essi.

³⁰⁸ Bygrave, Timmons, *op. cit.*, 1992, pp. 95 e ss..

³⁰⁹ Sapienza, Manigart, Vermeir, *op. cit.*, 1996, pp. 439 e ss..

³¹⁰ Con riferimento all'anno 2011, si veda: BVCA, *BVCA Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2011*, disponibile su www.bvca.co.uk, avente ad oggetto gli investimenti condotti nel Regno Unito per numero di società. Per l'anno 2012, si veda: BVCA, *BVCA Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2012*, disponibile, su www.bvca.co.uk, avente ad oggetto gli investimenti condotti nel Regno Unito per numero di società.

³¹¹ Con riferimento all'anno 2011, si veda: EVCA, *Yearbook 2012*, disponibile su www.evca.eu, avente ad oggetto gli investimenti condotti in Europa per numero di società. Per l'anno 2012, si veda: EVCA, *2012 Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity*, disponibile, su www.evca.eu, avente ad oggetto gli investimenti condotti in Europa per numero di società.

dall'AIFI³¹² negli anni 2011 e 2012 e che mette in evidenza le percentuali relative la percentuale di disinvestimenti realizzati mediante *write off*³¹³:

	EVCA		AIFI		BVCA	
Anno	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Percentuale di disinvestimenti realizzati mediante <i>write off</i>	20,7%	23,7%	20%	14%	11%	11%

In tal senso, sebbene le cause di fallimento siano identificabili in linea teorica ed astratta, non sempre si è nella posizione di identificare con certezza ed in concreto la causa dell'insuccesso di una determinata operazione di investimento e se questo sia ascrivibile alla mancata instaurazione di una leale e proficua collaborazione tra investitore e socio imprenditore, ovvero se dipenda da altri fattori strettamente relativi al prodotto e/o al mercato di riferimento. L'individuazione nel caso concreto della causa dell'insuccesso è, infatti, spesso dovuta al ricorrere di più concause, si pensi ad esempio all'ipotesi in cui l'impresa non riesca ad accedere al mercato a causa di difficoltà relative alla fase di implementazione della produzione che se fossero state adeguatamente gestite dal *management* sarebbero state facilmente superabili. In tal caso, evidentemente, il fallimento è ascrivibile sia alle difficoltà tecniche relative alla produzione, ma anche al *management* che non ha saputo individuare e risolvere tempestivamente le criticità incontrate in tale fase di implementazione del progetto imprenditoriale.

Nonostante quanto sopra, è evidente che, stante le caratteristiche degli investimenti di *venture capital* ed il coinvolgimento dell'investitore nella gestione, questa relazione costruisce un elemento critico che può determinare il successo o l'insuccesso di una determinata operazione d'investimento.

Gli studi e le analisi sopra richiamate hanno messo in evidenza come proprio il rapporto tra il *venture capitalist* ed il socio imprenditore sia uno degli elementi chiave per il successo dell'iniziativa

³¹² Con riferimento agli anni 2011 e 2012, si veda: AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2012*, disponibile su www.aifi.it, avente ad oggetto gli investimenti condotti in Italia per numero di società.

³¹³ Al fine di cercare di individuare il tasso di insuccesso degli investimenti si farà riferimento, quale *proxy*, al tasso di *write off* che viene registrato nelle statistiche delle associazioni di categoria. Infatti, come detto, con il *write off* l'investitore non fa altro che operare un azzeramento contabile della partecipazione del *venture capitalist* nella società finanziata a seguito della sua totale perdita di valore. In altri termini, il *write off* costituisce lo strumento contabile con il quale viene recepito nel bilancio l'insuccesso dell'investimento operato dal *venture capitalist*.

imprenditoriale finanziata. Infatti, è evidente che, da un lato, il successo dell'impresa, la sua crescita, la capacità di penetrare il mercato di riferimento, e di mantenere i vantaggi competitivi conquistati tramite l'introduzione di prodotti innovativi dipende da una pluralità di elementi che non sono direttamente riconducibili alla gestione dell'impresa stessa quali, come detto in precedenza ed a mero titolo esemplificativo, la validità della *business idea*, e la risposta del pubblico dei consumatori e più in generale del mercato all'introduzione del nuovo prodotto e che, dall'altro lato, le attività di sviluppo della *business idea*, le strategie per favorire l'ingresso sul mercato e, più in generale, la gestione dell'impresa, sono attività che non possono essere proficuamente poste in essere se all'interno dell'impresa non vi è un'armonia tra le sue due diverse "anime". Pertanto, le strategie che l'impresa deve perseguire al fine di svilupparsi e crescere non saranno in concreto implementate proficuamente, ovvero non sarà evidentemente possibile sfruttare tutte le potenzialità dell'impresa e/o le opportunità che il mercato presenta, qualora il rapporto tra investitore e socio imprenditore non sia positivamente improntato ad una reciproca collaborazione, ovvero se lo stesso non è adeguatamente regolato dal punto di vista contrattuale, mediante previsioni che prevengono contrasti tra il *venture capitalist* e il socio imprenditore tali da poter incidere negativamente sulle *performance* dell'impresa, e/o ne disciplinino le modalità di risoluzione. Infatti, le divergenze che dovessero aversi tra il socio imprenditore e il *venture capitalist* potrebbero definitivamente e irreparabilmente compromettere la buona riuscita dell'investimento ed in ultima istanza minare o, addirittura arrestare, lo sviluppo dell'impresa provocandone il fallimento, qualora le stesse non fossero adeguatamente risolte, anche prevedendo meccanismi contrattuali che prevengono l'insorgere di tali conflitti ovvero, qualora ciò non fosse possibile, definiscano gli strumenti per la risoluzione degli stessi. In tal senso, gli accordi parasociali volti a definire i diritti di *governance* e gestionali dell'impresa, come meglio descritti nella prima parte del presente lavoro, così come le previsioni statutarie che ricalcano, per quanto possibile e nei limiti di legge, gli accordi raggiunti a livello parasociale, costituiscono uno strumento fondamentale per l'individuazione di un equilibrio tra i diversi interessi del socio imprenditore e del *venture capitalist* che, almeno in astratto, dovrebbe consentire di limitare (se non financo prevenire) l'insorgere di contrasti tra i soci che possano andare a detrimento dello sviluppo dell'impresa che, come detto, può difficilmente aversi se il socio imprenditore e il *venture capitalist* non compongano ad unità i diversi interessi nell'impresa.

2.3 Proposte per lo sviluppo del *venture capital*

Gli investimenti di *venture capital* costituiscono, come è possibile comprendere dall'analisi sin qui svolta, uno strumento importante per il sostegno allo sviluppo di imprese particolarmente innovative, specialmente in mercati che presentano un contesto in cui gli operatori ordinari di credito, quali le banche, non sono propensi ad investire in iniziative imprenditoriali di nuova costituzione e particolarmente

rischiose. Come detto in precedenza, è bene ricordare che il sostegno che l'investitore fornisce all'impresa e la collaborazione con il socio imprenditore non sono *per sé* elementi che consentono di assicurare il successo della stessa impresa, e la sopravvivenza di quest'ultima per un orizzonte temporale più lungo del periodo di investimento da parte dell'operatore di *venture capital*. In tal senso, sarebbe interessante provare ad individuare delle soluzioni di politica legislativa che possano accrescere le probabilità di successo degli investimenti di *venture capital* e allo stesso tempo assicurare la sopravvivenza dell'impresa dopo il completamento della fase di disinvestimento per un periodo di tempo più o meno lungo. A tal proposito, tuttavia, appare difficile immaginare come un intervento di natura meramente normativa possa direttamente costituire un elemento chiave per il conseguimento degli obiettivi di politica economica generale sopra delineati. Infatti, se è vero che il rapporto tra *venture capitalist* e socio imprenditore (aspetto rispetto al quale può senza dubbio immaginarsi come vedremo meglio nel presente paragrafo un intervento di natura normativa), costituisce un elemento centrale per il successo del processo di sviluppo dell'impresa, quest'ultimo – come detto – dipenderà anche ed in larga misura da elementi che non sono gestibili ovvero indirizzabili mediante strumenti di politica legislativa a portata generale, quali la validità della *business idea*, la fase di sviluppo della stessa, l'immissione sul mercato, la reazione che il mercato potrà avere, nonché la durata della vita economica del prodotto/servizio introdotto dall'impresa finanziata dal *venture capitalist*.

Per quanto, invece, più strettamente attiene alla relazione tra l'investitore ed il socio imprenditore, nonché agli strumenti negoziali utilizzati nella prassi per disciplinarla, sono certamente immaginabili degli interventi legislativi volti a riequilibrare il rapporto che si viene ad instaurare normalmente sbilanciato a favore del *venture capitalist*. Infatti, come detto in precedenza, nell'ambito delle operazioni di investimento di *venture capital*, l'investitore negozia con il socio imprenditore l'assetto di *governance* ed i diritti in gestione e controllo sull'impresa di ciascuna delle parti sin dal momento iniziale e contestualmente alla definizione dell'operazione di investimento (di cui peraltro tali aspetti rappresentano un elemento importante). In tale fase, è evidente che il *venture capitalist* si trovi in una posizione più favorevole e con maggiore forza contrattuale in quanto, da un lato, probabilmente costituirà uno dei pochi soggetti (se non l'unico) interessato a finanziare l'impresa e, dall'altro, il socio imprenditore si trova nella necessità di ricorrere a fonti esterne di sostegno economico al fine di consentire la crescita e lo sviluppo dell'impresa. In termini di assetto contrattuale, la maggiore forza contrattuale dell'investitore consentirà a quest'ultimo di ottenere maggiori diritti di *governance*, di garantirsi il controllo della gestione dell'impresa, e di delineare le strategie di *exit* in termini di maggior favore e tentare, nella misura in cui ciò sia possibile, di limitare il rischio dell'investimento con il diritto di uscire dallo stesso nel caso in cui non sia adeguatamente profittevole (mediante, ad esempio, il diritto di ottenere il riscatto delle

partecipazioni). Ciò posto, al fine di riequilibrare tale rapporto sbilanciato a sfavore del socio imprenditore ed avvicinare il modello degli investimenti di *venture capital* al modello immaginato da Schumpeter (in cui il finanziatore rimane estraneo alla gestione e senza particolari diritti di controllo) si potrebbe ipotizzare un intervento legislativo che, limitando l'autonomia contrattuale delle parti, sia volto a fissare degli elementi inderogabili dalle parti in materia di *corporate governance*, quali, ad esempio, (a) la durata minima della permanenza dell'investitore in società (c.d. *lock-up period*), in modo da evitare che lo stesso abbandoni l'impresa alle prime difficoltà, (b) limiti inderogabili in materia di nomina degli organi di amministrazione e controllo, in modo da garantire nei relativi organi una rappresentanza equa sia del *venture capitalist*, che del socio imprenditore, (c) il divieto di procedere alla distribuzione degli utili dell'impresa per i primi anni e l'obbligo di destinarli in misura rilevante ad attività di *research & development*, in modo da evitare il depauperamento dell'impresa in un momento particolarmente delicato della vita di quest'ultima, (d) limiti alla previsione di *call option* punitive a favore dell'investitore, in modo da evitare che questo possa forzare la vendita della partecipazione del socio imprenditore a condizioni particolarmente favorevoli, e (e) la previsione di materie rispetto alle quali garantire il diritto di veto da parte del socio imprenditore. Nonostante, un tale tipo di intervento normativo possa in linea generale ed astratta essere immaginato e contribuire al riequilibrio del rapporto tra *venture capitalist* e socio imprenditore, non va sottovalutato l'impatto che tali novità legislative potrebbero sortire sul mercato degli investimenti del *venture capital*. Infatti, l'introduzione di eventuali previsioni legislative, favorendo la posizione del socio imprenditore, potrebbero comportare una diminuzione degli investimenti da parte dei *venture capitalist*, in quanto questi diverrebbero maggiormente rischiosi, non potendo prevedere un protettivo meccanismo di *corporate governance*. Inoltre, qualora tali interventi legislativi fossero limitati al solo mercato italiano (ovvero anche solo europeo), gli stessi non farebbero altro che aumentare il *gap* rispetto ad altri mercati (e.g. quello statunitense) che prevedono condizioni di maggior favore per gli investitori, inducendo questi ultimi a concentrare l'attività in tali aree geografiche.

Con riferimento agli accordi parasociali che consentono di disciplinare la relazione tra *venture capitalist* e socio imprenditore, merita menzione la previsione contenuta nell'articolo 2341 - *bis* del Codice Civile, ai sensi della quale: “*I patti, in qualunque forma stipulati, che al fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società: (a) hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni o nelle società che le controllano; (b) pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni in società che le controllano; (c) hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società, non possono avere durata superiore a cinque anni e si intendono stipulati per questa durata anche se le parti hanno previsto un termine maggiore [...]*”. L'introduzione di un termine di durata massima degli accordi parasociali può essere letta, *prima facie*, nel

senso di garantire alle parti la possibilità di rinegoziare condizioni contrattuali che, potrebbero rivelarsi in un momento successivo alla sottoscrizione del patto, non più idonee a regolare il rapporto tra i soci, nonché di favorire la circolazione delle partecipazioni e il rinnovo dei meccanismi di *corporate governance*. Un'interpretazione più attenta della previsione legislativa può, però, dimostrare come tale disposizione possa essere sfruttata, nell'ambito delle operazioni di *venture capital*, a detrimento del socio imprenditore. Infatti, alla scadenza del quinquennio di durata massima, il *venture capitalist* (normalmente socio di maggioranza) potrebbe sfruttare la propria posizione di controllo dell'impresa (che gli garantirebbe, in assenza di specifiche previsioni statutarie che dispongano diversamente, la nomina di tutti gli organi di controllo) e la conseguente maggior forza contrattuale per ottenere dal socio imprenditore condizioni contrattuali maggiormente favorevoli, senza che quest'ultimo possa controbilanciare tale forza contrattuale dell'investitore (come invece avviene nella prima negoziazione dell'investimento, in cui il socio imprenditore potrà minacciare di abbandonare il tavolo delle trattative, qualora le proprie richieste non fossero accolte). In tale ottica, vale la pena sottolineare che tale aspetto di debolezza del sistema possa essere, in parte, superato attraverso l'introduzione di specifiche previsioni che replichino i meccanismi concordati nell'accordo parasociale nello statuto dell'impresa oggetto di investimento (non essendo evidentemente presenti limiti di durata temporale delle previsioni dello statuto).

Alla luce delle considerazioni sopra svolte, l'intervento del legislatore, specialmente italiano, dovrebbe principalmente indirizzarsi verso lo sviluppo di un mercato del *venture capital*, creando, pertanto, un contesto normativo e di politica economica che favorisca tali investimenti. In tale ottica, merita menzione il recente intervento normativo (art. 25 del Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con Legge 17 dicembre 2012, n. 221, recante "*Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*") che - con l'obiettivo dichiarato di contribuire allo sviluppo di una nuova cultura imprenditoriale, creare un contesto maggiormente favorevole all'innovazione, promuovere maggiore mobilità sociale, e attrarre talenti in Italia e capitali dall'estero - ha introdotto il concetto di impresa *start-up innovativa*³¹⁴ e previsto delle deroghe rispetto anche ai principi generali di diritto societario, nonché delle previsioni speciali per tali imprese. In particolare, ai fini di qualificare un'impresa come "*start-up innovativa*", la stessa deve essere in possesso dei seguenti requisiti³¹⁵: (i) avere la forma di una società di capitali (anche eventualmente con la forma delle S.r.l. semplificate o a capitale ridotto); (ii) deve essere costituita e operare da non più di 48

³¹⁴ Per una più approfondita analisi della disciplina delle *start-up innovative*, degli incentivi fiscali e delle semplificazioni normative di cui beneficiano tali imprese, si veda: Iori, *S.r.l. Semplificata e a Capitale Ridotto*, Milano, 2012, pp. 29 e ss..

³¹⁵ Prima del Decreto Legge 28 giugno 2013, n. 76, convertito con Legge 9 agosto 2013, n. 99, tra i requisiti vi era che la maggioranza del capitale sociale e dei diritti di voto da esprimersi in assemblea ordinaria dovessero spettare a persone fisiche.

mesi; (iii) deve avere la sede principale dei propri affari e interessi in Italia; (iv) il totale del valore della produzione annua, a partire dal secondo anno di vita, non deve superare la somma di Euro 5.000.000,00; (v) non deve distribuire o aver distribuito utili; (vi) deve avere quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico; e (vii) non deve essere stata costituita per effetto di una fusione, scissione, o a seguito di cessione di azienda o ramo di azienda. In aggiunta a tali requisiti, l'impresa per rientrare nella categoria delle "*start-up innovative*" dovrà soddisfare almeno uno dei seguenti criteri: (a) le spese di ricerca e sviluppo sono uguali o superiori al 15 per cento del maggiore valore tra costo valore della produzione; (b) impiegare personale altamente qualificato (e.g. in possesso di dottorato di ricerca) per almeno un terzo della propria forza lavoro; e/o (c) essere titolare o licenziataria di un diritto di privativa industriale connessa alla propria attività. La qualifica di *start-up innovativa* viene ottenuta dalle imprese in possesso dei requisiti indicati sopra a seguito dell'iscrizione in una specifica sezione del competente registro delle imprese³¹⁶. Da tale qualificazione, discendono una serie di semplificazioni e possibilità di deroghe alla disciplina generale di diritto societario, quali: (A) la possibilità di posticipare al secondo anno di esercizio la riduzione del capitale sociale nel caso di perdita che incida sul capitale sociale per più di un terzo del suo valore, in deroga all'art. 2446, comma II, del Codice Civile (per le S.p.A.) ed all'art. 2482, comma IV, del Codice Civile (per le S.r.l.); (B) la possibilità per i soci di rinviare alla chiusura dell'esercizio successivo la deliberazione di riduzione del capitale ed il contemporaneo aumento dello stesso ad una cifra non inferiore al minimo legale, così come previsto dall'art. 2447 del Codice Civile ed art. 2482 - *ter* del Codice Civile, nel caso di riduzione del capitale sociale al di sotto del minimo legale; (C) la possibilità di creare categorie di quote per le imprese *start-up innovative* costituite in forma di S.r.l. (anche con quote prive del diritto di voto); (D) le quote di partecipazione detenute nella *start-up innovativa* costituita sotto forma di S.r.l. possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, comma I, del Codice Civile; (E) le deroghe consentite nelle *start-up innovative* costituite in forma di S.r.l. rispetto al divieto di compiere operazioni sulle proprie partecipazioni previsto dall'art. 2474 del Codice Civile in attuazione di piani di incentivazione a favore di dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo; e (F) la possibilità per le *start-up innovative* costituite in forma di S.r.l. di emettere strumenti finanziari sul modello delle S.p.A..

Accanto ad interventi normativi del tipo sopra riportato, che evidentemente si pongono nell'ottica di apprestare strumenti societari adeguatamente elastici e favorire l'operatività delle imprese innovative,

³¹⁶ Al fine di favorire la costituzione di *start-up innovative*, si prevede l'esonero per tali imprese dal versamento dei diritti di bollo e di segreteria dovuti agli adempimenti per l'iscrizione sul Registro delle Imprese, nonché del pagamento del diritto annuale dovuto in favore delle Camere di Commercio.

come sottolineato dalle associazioni di categoria³¹⁷, la leva più potente a disposizione del legislatore per favorire gli investimenti di *venture capital* è sicuramente quella fiscale³¹⁸, in particolare attraverso la riduzione del livello di tassazione dei *capital gain* derivanti da investimenti di *venture capital* in imprese innovative. Ciò comporterebbe, infatti, un incremento del guadagno netto che otterrebbero i *venture capitalist*, inducendo tale tipo di investitori a sostenere la crescita di imprese italiane. In aggiunta e sempre sfruttando la leva fiscale, si potrebbe immaginare un intervento volto a ridurre il livello dell'imposizione fiscale sui redditi dei risparmiatori derivanti dalla sottoscrizione di quote in fondi di *venture capital*. Come dimostrato da Gompers e Lerner³¹⁹, un tale tipo di intervento sostiene e favorisce la raccolta dei capitali da parte dei *venture capitalist* e, quindi, contribuirebbe a creare un ambiente favorevole alla creazione di fondi destinati ad investire in imprese innovative.

Le politiche legislative e anche di natura fiscale volte ad attrarre nel nostro paese operatori di *venture capital* non sono di per sé decisive se a queste non si accompagnano politiche volte a favorire lo sviluppo delle fasi a monte e a valle dell'investimento. Infatti, prevedere misure di incentivo agli investimenti non è di particolare beneficio, laddove (i) non si creasse, mediante un'adeguata politica industriale ed economica, una cultura imprenditoriale della ricerca e dell'innovazione che favorisca la nascita di imprese innovative, le quali sono le destinatarie degli investimenti di *venture capital*, e (ii) non si creasse un mercato delle operazioni di M&A, che favorisca le operazioni *trade sale*, nonché un efficiente mercato dei capitali che supporti la quotazione delle imprese innovative. Non si può negare, in tal senso, che la mancanza o la scarsità di imprese nelle quali investire e, parimenti, l'assenza di condizioni che favoriscono la dismissione della partecipazione da parte dell'investitore costituiscono senza dubbio un freno agli investimenti di *venture capital*. Un intervento legislativo e di politica industriale in tal senso sarebbe più che auspicabile e costituirebbe il primo tassello di un processo che consentirà al mercato italiano del *venture capital* di crescere e avvicinarsi agli altri mercati.

³¹⁷ AIFI, *Documento propositivo per il nuovo parlamento*, 2013, disponibile su www.aifi.it; AIFI, *Libro Bianco – Proposte per lo sviluppo del venture capital in Italia*, 2011, disponibile su www.aifi.it.

³¹⁸ Proprio utilizzando tale leva, il legislatore ha introdotto l'art. 29 del Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179 (convertito con la Legge 17 dicembre 2012, n. 221). Tale norma consente, per gli anni 2013, 2014 e 2015 e 2016, di detrarre all'imposta lorda sul reddito delle persone fisiche un importo pari al 19% della somma investita dal contribuente nel capitale sociale di una o più *start-up innovative* (l'investimento massimo detraibile non può eccedere la somma di 500.000 euro per ogni periodo d'imposta e deve essere mantenuto per almeno 2 anni). In termini analoghi, per i periodi di imposta 2013, 2014 e 2015 e 2016, l'art. 29 del Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179 (convertito con la Legge 17 dicembre 2012, n. 221) prevede che non concorra alla formazione del reddito dei soggetti passivi d'imposta sul reddito delle società – differenti dalle imprese *start-up innovative* – il 20% della somma investita nel capitale sociale di una o più *start-up innovative* (l'investimento massimo deducibile non può eccedere la somma di 1.800.000 euro in ciascun periodo d'imposta e deve essere mantenuto per almeno 2 anni).

³¹⁹ Gompers, Lerner, *op. cit.*, p. 36.

CAPITOLO 3

Conclusioni

3.1 Considerazioni conclusive

L'analisi svolta nella prima parte del presente lavoro, descrivendo e mettendo in evidenza le caratteristiche principali degli investimenti di *venture capital*, ha permesso di sottolineare l'importanza degli strumenti negoziali attraverso i quali l'investitore e l'imprenditore definiscono lo schema di investimento e regolano i rapporti reciproci nell'ottica di gestire l'impresa congiuntamente. In tal senso, attraverso gli accordi che vengono sottoscritti, le parti cercheranno di bilanciare i rispettivi interessi e di individuare le possibili *way out* dall'investimento a disposizione dell'investitore. Nella prima parte si è, inoltre, messo in evidenza come una delle caratteristiche principali degli investimenti di *venture capital* sia costituita dal coinvolgimento (ancorché diversamente graduato a seconda del caso specifico e della tipologia di investitore) nella gestione strategica dell'impresa. La presenza di questo aspetto gestionale costituirebbe un valore aggiunto per l'impresa, consentendole di crescere e svilupparsi in modo da incrementare il proprio valore. Lo sviluppo dell'impresa, i vantaggi competitivi conseguiti sul mercato di riferimento, e la stabilità raggiunta dall'impresa stessa, comportando l'incremento del suo valore consentono all'investitore di dismettere la propria partecipazione e di realizzare un guadagno.

Nella seconda parte del lavoro, si è analizzato l'importante lavoro di Schumpeter, il quale elaborando una teoria in base alla quale nuove imprese innovative, finanziate da un soggetto terzo, inducono e costituiscono il motore principale dello sviluppo del sistema economico ha, quindi, per primo ipotizzato il modello del *venture capital*. Tuttavia, come illustrato nel corso del presente lavoro, l'economista austriaco non immaginava alcun coinvolgimento dell'operatore finanziario nell'impresa alla quale forniva risorse economiche, in ragione della circostanza che tale eventuale ingerenza avrebbe comportato una deviazione dell'originario percorso di sviluppo immaginato dall'imprenditore e la stessa gestione dell'impresa avrebbe risentito degli eventuali attriti che si sarebbero potuti avere tra imprenditore e finanziatore. A tali conclusioni, come si è avuto modo di vedere, è giunto anche l'economista Kaldor, il quale ha ribadito la difficoltà di trovare un equilibrio tra i due opposti interessi dell'imprenditore e del socio finanziario. Partendo da queste valutazioni, ed analizzando più in dettaglio la relazione contrattuale e di *business* tra *venture capitalist* e socio imprenditore ed il coinvolgimento del primo nella gestione dell'impresa si è notato come questi costituiscano elementi, non solo sono tipici degli investimenti di *venture capital*, ma sono allo stesso tempo ineliminabili, in quanto il *venture capitalist* deve, per ragioni

strettamente attinenti alla sua struttura e alla responsabilità nei confronti dei finanziatori dell'investitore stesso, prendere attivamente parte alla gestione dell'impresa finanziata. Inoltre, si è verificato come, proprio in considerazione dell'importanza e la centralità che la gestione del rapporto riveste, questo costituisca una delle cause principali che possono determinare l'insuccesso dell'iniziativa imprenditoriale finanziaria, laddove non sia correttamente gestito ed impostato. Come più volte enfatizzato nel corso del lavoro, lo strumento che consente di prevenire i contrasti tra il socio imprenditore ed il *venture capitalist* e/o indirizzarli qualora insorgessero è la creazione di un sistema di *corporate governance*, che consente un'efficiente e, per quanto possibile bilanciata, allocazione dei diritti di *governance* e/o maggiormente gestionali. Rimane, tuttavia, evidente la circostanza che la concreta definizione e individuazione di tali equilibri, essendo principalmente rimessa alla libera negoziazione tra le parti, sia soggetta e subisca gli sbilanciamenti dovuti alla forza contrattuale dell'investitore e/o più raramente del socio imprenditore, rendendo lo stesso strumento degli accordi contrattuali aventi ad oggetto la *corporate governance* dell'impresa, ancorché fondamentale, in alcuni casi non pienamente idoneo a consentire un'allocazione dei diritti nel modo più efficiente per consentire un solido sviluppo dell'impresa. In tal senso, in conclusione del lavoro, si è tentato di immaginare degli strumenti di politica legislativa che possano incrementare le probabilità di successo dell'impresa, sottolineando come risulti particolarmente difficile immaginare degli interventi legislativi che possano direttamente incrementare le probabilità di successo degli investimenti di *venture capital*, mentre ben sarà possibile delineare delle previsioni normative che possano riequilibrare, a favore del socio imprenditore, il rapporto tra quest'ultimo e l'investitore. Tuttavia, eventuali modifiche normative in tal senso potrebbero avere l'effetto negativo di disincentivare gli investimenti da parte del *venture capitalist*, il quale si rivolgerebbe verso mercati dove vi sono condizioni normative di maggior favore. L'analisi si conclude con la considerazione che l'unico vero elemento che possa effettivamente consentire lo sviluppo del *venture capital* in Italia è la creazione delle condizioni che ne favoriscono gli investimenti ed, in particolare, la diffusione (tramite adeguate politiche industriali) di una cultura imprenditoriale basata sull'innovazione e la ricerca, una politica fiscale favorevole agli investimenti in imprese normative, delle deroghe alle norme societarie generali per rendere le strutture societarie adottate da imprese innovative e finanziate dai *venture capitalist* maggiormente elastiche, e il sostegno al mercato dei trasferimenti delle partecipazioni, nonché al mercato dei capitali azionari, al fine di favorire la fase di dismissione degli investimenti di *venture capital*.

Bibliografia

AA.VV., *AIFI, Documento propositivo per il nuovo parlamento*, disponibile sul sito www.aifi.it.

AA.VV. *AIFI, Il mercato italiano del private equity e venture capital nel 2012*; disponibile sul sito www.aifi.it.

AA.VV., *AIFI, Guida pratica al capitale di rischio*, disponibile sul sito www.aifi.it/.

AA.VV., *AIFI, Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2012*, disponibile su www.aifi.it.

AA.VV., *AIFI, Libro Bianco – Proposte per lo sviluppo del venture capital in Italia - 2011*, disponibile sul sito www.aifi.it.

AA.VV., *AIFI, Private Equity e Corporate Governance delle Imprese*, L'impresa. Rivista Italiana di Management, 2005.

AA.VV., *BVCA, The economic impact of private equity in the UK*, 2007, disponibile sul sito www.bvca.co.uk.

AA.VV., *BVCA Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2011*, disponibile su www.bvca.co.uk.

AA.VV., *BVCA Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2012*, disponibile, su www.bvca.co.uk.

AA.VV., *EVCA, EFER, Entrepreneurs views on various methods of realising the value of their business*, EVCA 1992.

AA.VV., *EVCA, 2012 Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity*, disponibile, su www.evca.eu.

AA.VV., *EVCA, Survey of the economic impact of venture capital in Europe*, 2006, disponibile sul sito www.evca.eu.

AA.VV., *EVCA, Yearbook 2012, Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments by Private Equity and Venture Capital Firms in Europe*, disponibile sul sito <http://www.evca.eu/>.

AA.VV., *National Venture Capital Association, Yearbook 2012*; disponibile sul sito www.nvca.org.

AA.VV., *Principi e metodi nella valutazione di aziende e partecipazioni societarie*, Milano, 1989.

AA.VV., *Questioni di Economia e Finanza – Il private equity in Italia*, www.bancaditalia.it, Febbraio 2009.

A.A.V.V., *The role of private pools of capital in corporate governance: about the role of private equity firms and activist hedge funds*, Organization for economic cooperation and development, Maggio 2007.

Abbot, Hay, *Investing for the future*, London, 1995.

Abete, *I diritti particolari attribuibili ai soci di s.r.l.: taluni profili*, Società, 2006.

Adducci, *I patti parasociali: disciplina, giurisprudenza, e clausole*, Milano, 2007.

Aghion, Bolton, *An incomplete contracts approach to financial contracting*, Review of Economic Studies, 1992.

Alessi, *Alcune riflessioni intorno alla clausola di prelazione*, Rivista Diritto Commerciale, 1987.

Ambrosini, *Sociale e parasociale nella clausola statutaria di gradimento*, Società, 2009.

Amihud, *Leveraged Management Buyouts: Causes and Consequences*, USA 1989.

Angelici, *Fra mercato e società: a proposito di venture capital e drag along*, in AA. VV., Studi in Ricordo di Pier Giusto Jaeger, Milano, 2011.

Arato, *Clausole di prelazione e clausole di gradimento nelle s.p.a.*, Giurisprudenza Commerciale, 1983.

Astebro, *Start-up financing, owner characteristics, and survival*, Journal of Economics and business, 2003.

Atelli, *Recesso e inadempimento nelle convenzioni di voto*, Contratti d'Impresa, 1997.

Bainbridge, *Merger and Acquisitions*, USA, 2010.

Bancel, Mittoo, *Why do European firms go public?*, European Financial Management, 2009.

Barry, *The role of venture capital in the creation of public companies: evidence from the going public experience*, Journal of Financial Economics, 1990.

Bartlett, *Equity finance: Venture Capital, Buyouts, Restructuring and Reorganization*, USA, 1995.

Bartlett, *Fundamentals of venture capital*, USA, 2000.

Beaton, *Valuing early stage and venture backed companies*, UK, 2010.

Becker, Hellmann, *The genesis of Venture Capital – lesson from the German experience*, disponibile su papers.ssrn.com.

Becker, Knudsen, Swedberg, *The Entrepreneur Classic Texts by Joseph A. Schumpeter*, Princeton, 2011.

Bengtsson, Ravid, *The importance of geographical location and distance on venture capital contracts*, disponibile su papers.ssrn.com.

Benjamin, Margulis, *Hot to raise Early stage private equity financing*, Wiley, 2005.

Bergemann, Hege, *Venture capital financing, moral hazard, and learning*, *Journal of Banking & Finance*, 1998.

Berlin, *That thing venture capitalists do*, *Business Review*, 1998.

Bianconi, *Patti parasociali e joint ventures*, Società, 1995.

Bierman, *Private Equity*, USA, 2003.

Binni, *Vendita congiunta di azioni e clausola di prelazione*, *Giurisprudenza Commerciale*, 1997.

Biscaro, *La quotazione di una PMI: costi, benefici, ed effetti sulla struttura economico – finanziaria*, L'Industria, 1999.

Bollazzi, *La corporate governance tra imprese, banche e investitori istituzionali nel mercato del private equity*, *Economia e diritto del terziario*, 2010.

Bonini, Zullo, *Venture Capital ed Imprenditorialità*, Ente Einaudi – Quaderno di Ricerca, 2002.

Bonaccorsi di Patti, *Fa bene quotarsi? Un confronto tra società quotate e non quotate*, Banca Impresa Società, 1999.

Bottazzi, Da Rin, *Venture capital in Europe and the financing of innovative companies*, *Economic Policy*, 2002.

Bovaird, *Introduction to Venture Capital Finance*, UK, 1990.

Bracker, Keats, Pearson, *Planning and financial performance among small firms in a growth industry*, Strategic Management Journal, 2006.

Brock, *Vendita di azioni e violazione del patto di prelazione*, Contratti, 1994.

Broughman, *Investor opportunism and Governance in Venture Capital*, Companion to Venture Capital, USA, 2009.

Bucciarelli Ducci, *I patti parasociali: natura giuridica e profili di tutela*, Rivista del Notariato, 2009.

Buonerba, *I limiti alla circolazione delle azioni. Limiti legali e limiti convenzionali: divieto di trasferimento e clausola di prelazione*, Vita Notarile, 2009.

Bygrave, Timmons, *Venture Capital at the crossroad*, Harvard Business School Press, 1992.

Camp, *Venture Capital Due Diligence: A guide to making smart investment choices and increasing your portfolio returns*, UK, 2002.

Campobasso, *Diritto Commerciale 2*, Diritto delle società, Torino, 2007.

Campobasso, *Diritto delle Società*, Milano, 2009.

Capecchi, *Il valore giuridico delle Lettere di Intenti*, Diritto del Commercio Internazionale, 2001.

Carbone, *Le convenzioni di voto e la teoria generale del contratto*, Nuova Giur. Civ. Comm., 1992.

Cardarelli, *Ancora in tema prelazione delle azioni di società*, Società, 1998.

Carnevali, *Clausola di prelazione nella vendita di azioni e tutela del patrimonio*, Società, 1993.

Carver, *Venture Capital Valuation*, USA, 2012.

Cary, *The venture capital report guide to venture capital in the UK & Europe: how and where to raise risk capital*, UK, 1995.

Caselli, *Private Equity and Venture Capital In Europe*, UK, 2010.

Cassar, *The financing of business start-ups*, Journal of Business Venturing, 2004.

Castellano, *Declino delle clausole di gradimento*, Giurisprudenza Commerciale, 1983.

Casucci, Limido, Lantino, *Acquisizioni di Aziende e Partecipazioni – Aspetti Legali e Tributari*, Milano, 2010.

Cervelli, *La cessione di azioni o di quote e le clausole di earn-out*, in Riv. dir. impr., 2000.

Chan, *On the positive role of financial intermediation in allocation of venture capital in a market with imperfect information*, 1983.

Christofidis, Debande, *Financing innovative firms through venture capital*, EIB Sector Papers, 2001.

Cimino, *Come e perché investire in private equity*, Amministrazione & Finanza Oro, n. 6, 2003.

Colombo, Grilli, *Crescita d'impresa nei settori high-tech: uno studio sul capitale umano dei fondatori e sull'accesso a finanziamenti di venture capital*, L'Industria, 2008.

Cooper, *Strategic management: new ventures and small business*, Long Range Planning, 1981.

Coopers & Lybrand, *EVCA - The economic impact of Venture Capital in Europe*, 1997.

Cotta Ramusino, Onetti, *Strategia d'Impresa*, Milano, 2009.

Cottino, *Le società*, Padova, 1999.

Covin, Slevin, *New venture strategic posture, structure, and performance: an industry life cycle analysis*, Journal of Business Venturing, 1990.

Coyle, *Venture Capital and buyouts*, USA, 1998.

Crosio, Gregori, *Acquisizione di società ad elevato contenuto tecnologico: clausole di earn-out e dichiarazioni e garanzie del venditore*, Contr. impr., 2000.

Cumming, *Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from Venture Capital*, Entrepreneurship Theory and Practice, 2006.

Cumming, *Contracts and exits in venture capital finance*, The Review of Financial Studies, 2008.

Cumming, Atiqah binti Johan, *Planned exit strategies in venture capital*, European Economic Review, 2008.

Cumming, Fleming, Schwienbacher, *Legality and venture capital exits*; Journal of Corporate Finance, 2006.

Cumming, Jonah, *Information asymmetries, agency costs and venture capital exit outcomes*, Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, 2008.

Cumming, MacIntosh, *A cross-country comparison of full and partial venture capital exits*, Journal of Banking and Finance, 2003.

Cumming, Schmidt, Walz, *Legality and venture capital governance around the world*, Journal of Business Venturing, 2010.

D'Agostino, *Problemi degli investimenti in venture capital con particolare riferimento al settore delle biotecnologie*, Economia e diritto del terziario, 2006.

Davila, Foster, Gupta, *Venture capital financing and the growth of start-up firms*, Journal of Business Venturing; 2003.

De Bettignies, Brander, *Financing Entrepreneurship: Bank finance versus venture capital*, Journal of Business Venturing, 2007.

De Luca, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinarsi (tag e drag along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, Banca Borsa Titoli di Credito, 2013

De Maria, *Introduction to private equity*, UK, 2011.

De Stasio, *Commento sub art. 2468 del Codice Civile*, Codice commentato delle s.r.l. diretto da P. Benazzo – S. Patriarca, Torino, 2006.

De Vance, *Financing the Turnaround*, Corporate Restructuring, 2010.

Del Giudice, *Finanziamenti di aziende*, Milano, 1999.

Di Battista, *La rete d'impresa: nuove opportunità per le P.M.I.*, disponibile su www.altalex.com.

Di Bitonto, *Clausola statutaria di cd drag along: chie era costei?*, Società, 2008.

Dilda, *La tutela degli investimenti di minoranza*, Rivista AIAF, 2002.

Divizia, *Circolazione della partecipazione sociale e limiti soggettivi di efficacia dei patti parasociali*, Rivista del Notariato, 2012.

Dixit, Pindyck, *Investment under Uncertainty*, Princeton University Press, 1994.

Dixit, Pindyck, *The Option Approach to Capital Investment*, Harvard Business Review, 1995.

Dixon, *Venture Capitalists and the appraisal of investments*, USA, 1991.

Donativi, *Varietà di strumenti di corporate governance nel rapporto tra private equity e pmi*, Banca borsa e titoli di credito, 2008.

Dotti, *Violazione dei patti di sindacato e strumenti di tutela: profili processuali*; Sindacati di voto e sindacati di blocco, Milano, 1993.

Draetta, Monesi, *I contratti di acquisizione di società ed aziende*, 2007.

Draetta, *Un esempio di russian roulette clause per la soluzione di deadlocks*, Diritto del Commercio Internazionale, 1992.

Drucker, *The practice of management*, UK, 1989.

Eckhardt, Shane, Delmar, *Multistage selection and the financing of new ventures*, Management Science, 2006.

Eglen, Licht, Steil, *Firm foundation and the role of financial constraints*, Small Business Economics, 1997.

Ehrlich, Noble, Moore, Weaver, *After the cash arrives. A comparative study of Venture Capital and Private Investor involvement in entrepreneurial firm*, Journal of Business Venturing, 1994

Eisenhardt, Zbaracki, *Strategic decision making*, Strategic management journal, 1992.

Erede, *Durata delle garanzie e conseguenze della loro violazione*, Acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento, a cura di Bonelli e De André, Milano 1990.

Erede, *I contenuti tipici dei contratti di compravendita internazionale di partecipazioni societarie: representations, indemnities e legal opinions*, Compravendita Internazionale di partecipazioni societarie, Milano, 1990.

- Fabbrini, *Validità delle clausole statutarie di drag along*, Giurisprudenza Commerciale, 2009.
- Fauceglia, *Diritto di prelazione e trasferimento fiduciario del titolo azionario*, Giurisprudenza Civile, 1989.
- Ferrarini, *Valore per gli azionisti e governo societario*, Riv. Soc., 2002.
- Ferri, *Le società*, in Trattato di diritto civile, Torino, 1987.
- Ferrucci, *Strategie competitive e processi di crescita dell'impresa*, Milano 2001.
- Fischer, Reuber, *Support for rapid-growth firms: a comparison of the views of founders, government, policymakers, and private sector resource providers*, Journal of Small Business Management, 2003.
- Florio, *Il finanziamento alle imprese innovative. Quale ruolo per il sistema bancario?*, working paper, Dipartimento di Ingegneria Gestionale Politecnico di Milano, 2003.
- Fombrun, Wally, *Structuring small firms for rapid growth*, Journal of Business Venturing, 1989.
- Fontaine, De Ly, *La redazione dei contratti internazionali - A partire dall'analisi delle clausole*, Milano, 2008.
- Fontana, Caroli, *Economia e gestione delle imprese*, Milano, 2006.
- Fré, Sbisà, *Della società per azioni*, Bologna, 1997.
- Freeman, Edwards, Schroder, *How smaller born-global firms use networks and alliances to overcome constraints to rapid internationalization*, Journal of International Marketing, 2006.
- Fried, Hisrich, *The venture capitalist: a relationship investor*, California management review, 1995.
- Fried, Hisrich, *Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making*, Financial Management, 1994.
- Galgano, *Diritto Civile e Commerciale, Volume II, Tomo I*, Padova, 1999.
- Galgano, Ghenghini, *Il nuovo diritto societario. Le nuove società di capitali e cooperative*, Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, Padova, 2007.
- Garnsey, *A theory of the early growth of the firm*, Industrial and Corporate Change, 1998.

Gervasoni, Bollazzi, Del Giudice, Sartori, *Venture Capital e sviluppo economico*, Milano, 2006.

Gervasoni, Sattin, *Private equity e Venture Capital*, Milano, 2000.

Gervasoni, Sattin, *Private Equity e Venture Capital*, Milano, 2008.

Giorgi, *In tema di garanzie del cedente e di oggetto del contratto nella cessione di S.r.l.*, Nuova Giur. Civ. Comm., 2005.

Giovannini, *La gestione del venture capital e dell'early stage financing*, Roma, 2004.

Gompers, Kovner, Lerner, *Specialization and success: evidence from venture capital*, Journal of Economics & Management Strategies, 2009.

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

Gompers, Lerner, *What drives venture capital fundraising?*, Brookings Papers on Economic Activity: Macroeconomics, 1998.

Goossens, Manigart, Meuleman, *The change in ownership after a buyout: impact on performance*, The Journal of Private Equity, 2008

Gorman, Sahlman, *What do venture capitalist do?*, Journal of business venturing, 1989.

Gray, Ariss, *Politics and strategic change across organizational life cycles*, Academy of Management Review, 1985.

Grosso, *Categorie di Azioni e Assemblee Speciali*, Milano, 1999.

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

Guerra, *Contenuto e disciplina del diritto di prelazione nella prassi degli statuti e dei patti parasociali*, in Sindacati di voto e sindacati di blocco, a cura di Bonelli – Jaeger, Milano, 1993.

Gupta, Sapienza, *Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments*, Journal of Business Venturing, 1992.

Hackbarth, Miao, Morellec, *Capital structure, credit risk, and macroeconomic conditions*, Journal of International Marketing, 1994.

Haislip, *Essentials of Venture Capital*, United States of America, 2011.

Hall, Hofer, *Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation*, Journal of Business Venturing, 1993.

Harmon, *Zero Gravity: riding venture capital from high tech start up to breakout IPO*, USA, 1999.

Hax, Majluf, *La gestione strategica dell'impresa*, Napoli, 1991.

Hege, Palomino, Schwienbacher, *Determinants of Venture Capital Performance: Europe and the United States*, 2003, disponibile su <http://www.lse.ac.uk/fmg/research/RICAFE/pdf/RICAFE-WP01-Hege.pdf>.

Hellmann, Puri, *Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence*, The Journal of Finance, 2002.

Hite, Hesterly, *The evolution of firm networks: from emergence to early growth of the firm*, Strategic Management Journal, 2001

Hochberg, Ljungqvist, Lu, *Whom you know matters: venture capital and network and investment performance*, The Journal of Finance, 2007.

Holland, Light, *A stage maturity model for enterprise resource planning systems use*, ACM SIGMIS, 2001.

Hooke, *M&A – A Practigal Guide to Doing the Deal*, USA, 1997.

Howson, *Due Diligence: the critical stage in mergers and acquisitions*, UK, 2003.

Hsu, *Experienced entrepreneurial founders, organizational capital, and venture capital funding*, Research Policy, 2007.

Hsu, *What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation*, The Journal of Finance, 2005.

Hunt, *Structuring Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Shareholder Value*, USA, 2007.

Huntsman, Hoban, *Investment in new enterprise: some empirical observations on risk, return, and market structure*, 1980.

Inderst, Mueller, *Early-stage financing and firm growth in new industries*, Journal of Financial Economics, 2009.

Iori, *S.r.l. Semplificata e a Capitale Ridotto*, Milano, 2012.

Iorio, *Struttura e funzioni delle clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, Milano, 2006.

Jeng, Wells, *The determinants of venture capital funding: evidence across countries*, Journal of Corporate Finance, 2000.

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

Kaldor, *The Equilibrium of the Firm*, The Economic Journal, 1934.

Kannianen, Keuschnigg, *Start-up investment with scarce venture capital support*, Journal of Banking & Finance, 2004.

Kaplan, Strömberg, *Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses*, The Journal of Finance, 2005.

Kling, Simon, *Negotiated acquisitions of companies, subsidiaries and divisions*, New York, 1996.

Koller, Goedhart, Wessel, *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*, USA, 2010.

Kucher, Meitner, *Private equity for distressed companies in Germany*, The Journal of Private Equity, 2004.

Lake, *Private equity & Venture Capital: a practical guide for investors and practitioners*, Euromoney Books, London, 2000.

Lam, *Venture capital financing: a conceptual framework*, Journal of Business Finance & Accounting, 1991.

Leozappa, *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Milano, 2008.

Lerner, *Venture Capital & Private Equity, A Casebook*, USA, 2012.

Levin, *Structuring Venture Capital, Private Equity and Entrepreneurial Transactions*, New York, 2004.

Levin, *Structuring venture capital, private equity, and entrepreneurial transactions*, USA, 2009.

Lewis, Churchill, *The five stages of small business growth*, Harvard Business Review, 1993.

- Long, *Financing the new venture*, Adams media corporation, Holbrook, Massachusetts, 2000.
- Lowenstein, *Management buyouts*, Columbia Law Review, 1985.
- Luciani, *L'escrow*, Contr. e impr., 2005.
- MacMillan, Kulow, Khoylian, *Venture capitalists' involvement in their investments: Extent and performance* Journal of Business Venturing, 1989.
- Maier, Walker, *The role of venture capital in financing small business*, Journal of Business Venturing, 1987.
- Mancuso, *How to write a business plan*, USA, 1985.
- Manigart, Collwaert, Wright, Pruthi, Lockett, Bruining, Hommel, and Landstrom, *Human Capital and the internationalization of Venture Capital Firms*, Working Paper, University of Ghent, 2006.
- Manson, Harrison, *Barriers to investment in the informal venture capital sector*, Entrepreneurship & Regional Development, 2002.
- Mason, Stark, *What do investors Look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels*, International Small Business Journal, 2004.
- Maugeri, *Se possa riservarsi a una categoria di azioni o a gruppi di azionisti la nomina di singoli amministratori o sindaci*, Società di Capitali, Casi e Materiali, Torino, 2006.
- Mauriello, *Filiere produttive e network imprenditoriali: e cambiamenti nelle strategie organizzative alla luce del nuovo scenario economico*; Analisi Giuridica dell'Economia, 2011.
- McCann, *Patterns of growth, competitive technology, and financial strategies in young ventures*, Journal of Business Venturing, 1991.
- Megginson, *Toward a global model of venture capital?*, Journal of Applied Corporate Finance, 2004.
- Meneghini, *La circolazione delle partecipazioni azionarie, la clausola di prelazione e i requisiti della denuntiatio*, Diritto Fallimentare, 1982.
- Metrik, Yasuda, *Venture Capital & the Finance Innovation*, USA, 2011.
- Metrick, Yasuda, *The economics of private equity funds*, Review of Financial Studies, 2010.

Mignoli, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.

Montalenti, *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, 1999, Padova.

Morano, *Il merger leveraged buy-out alla luce del nuovo art. 2501 bis*, Le Società, 2003.

Morrioni, *L'impresa competitiva. Conoscenza e sviluppo in condizioni di incertezza*, Roma, 2010.

Murrin, *Valuation: Measuring and Managing the Value of the Companies*, New York, 1994.

Napolitano, *La gestione dei processi di acquisizione di imprese*, Milano, 2003.

Norton, Tenenbaum, *Specialization versus diversification as a venture capital investment strategy*, Journal of Business Venturing, 1993.

Notari, *commento sub articolo 2348*, Commentario alla riforma delle società, diretto da Marchetti, Milano, 2008.

Nouira, Klofsten, Lindholm-Dahlstrand, Åsa, *The logic of the entrepreneur: Implications of the entrepreneur's perception of early-stage financing*, The International Journal of Entrepreneurship and Innovation, 2005.

Paci, *Aspetti proprietari e governo d'impresa. Il management buy-out*, Pistoia, 1990.

Panzarini, *Cessione di pacchetti azionari: il contenuto delle clausole di garanzia*, I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario, Trattato diretto da Galgano, Torino, 1995.

Papadakis, Lioukas, Chambers, *Strategic decision-making processes: the role of management and context*, Strategic Management Journal, 1998.

Pearce, Robbins, Robinson, *The impact of grand strategy and planning formality on financial performance*; Strategic Management Journal; 2006

Penrose, *The theory of the growth of the firm*, UK, 1995.

Perrino, *La rilevanza del socio nella s.r.l.: recesso, diritti particolari, esclusione*, Giur. comm., 2003.

Perry. Herd, *Reducing M&A risk through improved due diligence*, Strategy & Leadership, 2004.

Pesaro, *Guida al management buyout*, Milano, 1994.

- Picone, *Diritti diversi e categorie di azioni*, Rivista Diritto Commerciale, 2003
- Picone, *Contratti di acquisto di partecipazioni azionarie*, Milano, 1995.
- Pinto, *Le garanzie patrimoniali nella vendita di partecipazioni azionarie di controllo: qualificazione giuridica e termini di prescrizione*, Riv. Soc., 2003.
- Pironti, Pisano, Remondino, *Strategie d'impresa e network collaborativi: un modello di simulazione*, Padova, 2012.
- Piselli, *I patti parasociali tra diritto dei contratti e diritto societario*, Società, 2007.
- Ponti, *Cessione di Partecipazioni Societarie e Tutela del Compratore*, Società, 1993.
- Porter, *Competitive Advantage: creating and sustaining superior performance*, USA, 1985.
- Proverbio, *I patti parasociali, disciplina, prassi e modelli contrattuali*, Milano, 2010.
- Proverbio, *Le clausole di garanzie nella vendita di partecipazioni sociali*, Milano, 2000.
- Radicioni, *Le lettere di intenti, I Contratti del Commercio, dell'Industria e del Mercato Finanziario*, Torino, 1995.
- Reid, *Venture Capital Investment*, London, 1992.
- Reid, Smith, *Risk management in venture capital investor? investee relations*, The European Journal of Finance, 1997.
- Reid, Smith, *Venture Capital and risk in high-technology enterprises*, International Journal of Business and Economics, 2003.
- Relander, Syrjanen, Miettinen. *Analysis of the trade sale as a venture capital exit route*, Realizing Investment Value, London, 1994.
- Repullo, Suarez, *Venture Capital Finance: A security design approach*, Review of Finance, 2004.
- Rescio, *I patti parasociali*, Rivista del Notariato, 2002
- Rider, *Constraints on the Control Benefits of Brokerage: A Study of Placement Agents in U.S. Venture Capital Fundraising*, Administrative science quarterly, 2009.

- Rija, *Il ruolo del venture capital e del private equity nel capitale di rischio delle imprese*, Milano, 2012.
- Rind, *The role of venture capital in corporate development*, Strategic Management Journal, 2006.
- Robbie, Wright, *Managerial ownership succession and corporate restructuring: the case of management buyins*, Journal of Management Studies, 1995.
- Romanelli, *Environments and strategies of organization start-up: effects on survival*, Administrative Science Quarterly, 1989.
- Rosenberg, *The vulture investors*, USA, 2000.
- Rosenstein, *The board and strategy: venture capital and high technology*, Journal of Business Venturing, 1998.
- Rosenstein, Bruno, Bygrave, *The CEO, Venture Capitalist and the Board*, Journal of business venturing, 1993.
- Rubino, Sammartano, *Garanzie nella compravendita di pacchetti azionari e di imprese*, Milano, 2006.
- Ruhnka, Feldman, Dean, *The living dead phenomenon in venture capital investments*, Journal of Business Venturing, 1992.
- Ruhnka, Young, *Some hypotheses about risk in venture capital investing*, Journal of Business Venturing, 1991.
- Sahlman, *The structure and governance of venture capital organization*, Journal of Financial Economics, 1990.
- Sakar, *Expansion financing and capital structure*, disponibile su papers.ssrn.com.
- Salafia, *I patti parasociali nelle società non quotate*, Società, 2005.
- Salafia, *Il nuovo art. 2358 del Codice Civile e la relazione con l'art. 2501 – bis del Codice Civile*, Le Società, 2009.
- Sanfilippo, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000.
- Sangiovanni, *Compravendita di partecipazione sociale e garanzie del venditore*, Notariato, 2012.
- Sangiovanni, *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clausole sul prezzo*, I Contratti, 2011.

- Sangiovanni, *Due Diligence, trattative e responsabilità civile*, Danno e Responsabilità, 2011.
- Sangiovanni, *Il contratto di escrow nella compravendita di partecipazioni sociali*, I Contratti, 2013.
- Sansone, *Clausola di prelazione nella vendita di azioni*, Società, 1988.
- Santesso, *Lezioni di economia aziendale*, Torino, 2010.
- Santoni, *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, Il nuovo diritto societario. Liber Amicorum G.F. Campobasso, diretto da G.E. Colombo – G.B. Portale, vol. 3, Torino 2006.
- Santus, De Marchi, *Sui particolari diritti del socio nella nuova s.r.l.*, in Riv. not., 2004.
- Sapienza, Gupta, *The impact of agency risk and task uncertainty on venture capitalists – CEO interaction*, Academy of Management Journal, 1994.
- Sapienza, Manigart, Vermeir, *Venture Capitalists Governance in four countries*, Journal of Business Venturing, 1996.
- Sapone, *La responsabilità precontrattuale*, Milano, 2008.
- Sassetti, *Guida pratica al venture capital*, Milano, 2000.
- Sbisà, *La disciplina dei patti parasociali nella riforma del diritto societario*, Nuova giurisprudenza civile commentata, 2004.
- Scholes, Westhead, Burrows, *Family firm succession: the management buy-out and buy-in routes*, Journal of Small Business and Enterprise Development, 2008.
- Schumpeter, *Teoria dello Sviluppo Economico*, Milano, 2002.
- Schwienbacher, *Innovation and Venture Capital Exits*, The Economic Journal, 2008.
- Scuro, *Il contratto a formazione progressiva. Struttura, casistica e tecniche di redazione*, Milano, 2009.
- Semino, *Il problema della validità dei sindacati di voto*, Milano, 2003.
- Shane, Cable, *Network ties, reputation, and the financing of new ventures*, Management Science, 2002.
- Shaorong, *The ownership change and the economic growth and upgrading of factors efficiency*, Economic Research Journal, 2001.

Sherman, *Mergers and Acquisition from A to Z*, USA, 2011.

Sica, *Gentlemen's agreements e intento giuridico negativo: elaborazione dottrinale e "risveglio" giurisprudenziale*, I Contratti, 2001.

Siegel, *Come si prepara un business plan*, Milano, 1996.

Signorelli, *Strategie di coalizione*, Torino, 1998.

Simon, *Rational decision making in business organization*, The American Economic Review, 1979.

Siri, *Clausole statutarie e control devices in una fifty-fifty corporated joint venture*, Diritto del Commercio Internazionale, 1989.

Smith, *The exit structure of venture capital*, UCLA Law Review, 2005.

Sottoriva, *Crisi e declino dell'impresa. Interventi di turnaround e modelli previsionali*, Torino, 2012.

Speranzin, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*, Milano, 2006.

Spina, *La gestione dell'impresa*, Milano, 2008.

Stella Richter, *La società a responsabilità limitata. Disposizioni generali. Conferimenti. Quote*, in AA. VV., *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, 3a ed., Milano 2006.

Stevenson, *The venture capital solution to the problem of close corporation shareholder fiduciary duties*, Duke Law Journal, 2001.

Tina, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, Milano, 2007.

Torino, *I contratti parasociali*, Milano, 2000.

Torino, *Note in tema di efficacia dei patti parasociali di blocco e di contendibilità del controllo societario nell'ordinamento giuridico italiano e francese*, Rivista Diritto Commerciale, 1999.

Trester, *Venture capital contracting under asymmetric information*, Journal of Banking & Finance, 1998.

Tucci, *Il ruolo dei soci e dei patti parasociali*, Analisi giuridica dell'economia, 2007.

Tyebjee, Bruno, *A model of venture capitalist investment activity*, Management Science, 1984.

Ubertazzi, *Il procedimento di acquisizione di Imprese*, Milano, 2008.

Upton, Teal, Felan, *Strategic and business planning practices of fast growth family firms*, Journal of Business Venturing, 2002.

Van Osnabrugge, *A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: and agency – theory based analysis*, An International Journal of Entrepreneurial Finance, 2000.

Vance, *Corporate Restructuring: from cause analysis to execution*, USA, 2009.

Varian, *Intermediate Microeconomics*, 2010, USA.

Venturino, *Performance e rischio delle operazioni di buy-out e venture capital in Italia*, Economia e Diritto del Terziario, 2009.

Vesper, *New ventures mechanisms*, Englewood Cliffs, 1993.

Visentini, *Principi di Diritto Commerciale*, Padova, 2006.

Visentini, Palazzolo, *Compendio di diritto commerciale*, Padova, 2010.

Wall, Smith, *Better exits, results of a survey of the venture capital exit market and guidance on how venture capitalists can improve exit performance*, EVCA Special Paper 1998.

Wang, Shou, *Staged financing in venture capital: moral hazard and risks*; Journal of Corporate Finance, 2004.

Wang, Sim, *Exit strategies of venture capital-backed companies in Singapore*, Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, 2001.

Whitehead, *Early stage and seed financing for biotechnology start-ups: a UK perspective*, Journal of commercial biotechnology, 2003.

Wijbenga, Postma, Stratling, *The influence of the venture capitalist's governance activities on the entrepreneurial firm's control systems and performance*, Entrepreneurship Theory and Practice, 2007.

Wright, Robbie, *Management Buy-ins: entrepreneurship, Active Investors and corporate restructuring*, Manchester, 1996.

Wright, Thompson, Robbie, *Venture capital and management-led, leveraged buy outs: an European perspective*, Journal of Business Venturing, 1992.

Zagami, *L'escrow agreement negli ordinamenti di common law e nell'ordinamento italiano*, Trust, 2012.

Zahra, *Entrepreneurial risk taking in family firms*, Family Business Review, 2005.

Zanarone, *La nuova s.r.l. tra società di persone e società di capitali*, La riforma del diritto societario, Milano 2003.

Zanoni, *Venture Capital e Diritto Azionario*, Milano, 2010.

Zider, *How venture capital works*, Harvard Business Review, 1998.