



Confindustria Modena
Gruppo Giovani Imprenditori

NASCE L'IMPRESA
**Business Angels:
investitori a valore
aggiunto**

ELISABETTA GUALANDRI
VALERIA VENTURELLI



Confindustria Modena
Gruppo Giovani Imprenditori

NASCE L'IMPRESA
**Business Angels:
investitori a valore
aggiunto**

A cura di
Elisabetta Gualandri e Valeria Venturelli

Approfondimento di
Luca Mioli e Valeria Venturelli



CONFEDERAZIONE ITALIANA
DEI GIURISTI E AVVOCATI

Elisabetta Gualandri è Professore Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari all'Università di Modena e Reggio Emilia. Svolge attività di ricerca con riferimento a temi bancari e finanziari nell'ambito del Cefin, Centro Studi Banca e Finanza, e con riferimento allo start-up d'impresa nell'ambito di Softech-ICT, Centro di ricerca industriale per le imprese. Su tali temi di ricerca ha prodotto numerose pubblicazioni in ambito nazionale ed internazionale.

Valeria Venturelli è Professore Associato di Economia degli Intermediari Finanziari all'Università di Modena e Reggio Emilia. Svolge attività di ricerca con riferimento a temi bancari e finanziari nell'ambito del Cefin, Centro Studi Banca e Finanza, e con riferimento allo start-up d'impresa nell'ambito di Softech-ICT, Centro di ricerca industriale per le imprese. Su tali temi di ricerca ha prodotto numerose pubblicazioni in ambito nazionale ed internazionale.



Si ringraziano



www.brunacci.eu



www.fin-innovations.com

INDICE

PREFAZIONE	05
1 . GLI INVESTITORI NEL CAPITALE DI RISCHIO DELLE IMPRESE: UNA TASSONOMIA	07
1.1 Premessa	07
1.2 Ciclo di vita delle imprese e modalità di finanziamento	08
1.3 Gli operatori in capitale di rischio e il ruolo dei <i>business angels</i>	10
2. I BUSINESS ANGELS: OPERATORI NEL MERCATO DELL'INFORMAL VENTURE CAPITAL	13
2.1 Definizione di <i>business angel</i>	13
2.2 Classificazione dei <i>business angels</i>	14
2.3 I <i>business angels</i> : le caratteristiche tipiche degli investitori	15
2.4 I <i>business angels</i> : le caratteristiche tipiche degli investimenti	17
2.5 Le potenzialità di crescita del mercato dell' <i>angel investing</i> in Italia	23

3. LE PRINCIPALI FASI CHE PORTANO ALLA CONCLUSIONE DEL DEAL	25
3.1 <i>Screening</i> iniziale	26
3.2 Selezione dell'impresa	28
3.3 La prosecuzione delle trattative: lettera di intenti e <i>due diligence</i>	32
3.4 Negoziazione del contratto	34
3.5 Gestione e monitoraggio dell'investimento	39
3.6 Il processo di disinvestimento	42
4. IL PUNTO DI INCONTRO TRA DOMANDA ED OFFERTA IN ITALIA	47
4.1 I <i>business angels</i> network	47
4.2 Gli incubatori	49
4.3 IBAN (Italian Business Angel Network)	51
4.4 I <i>business angel club</i>	52
4.5 Le strutture presenti in Emilia Romagna	56
5. FAQ (FREQUENTLY ASKED QUESTION)	59
GLOSSARIO	61
INDIRIZZI/LINK UTILI	71
PRINCIPALI RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	73
ELENCO TABELLE E FIGURE	76



PREFAZIONE

Il Gruppo Giovani Imprenditori di Confindustria Modena, nell'ambito di riflessioni allargate su un modello territoriale che favorisca lo sviluppo di nuove imprese e sulla creazione di opportunità per i giovani, ha deciso di investire risorse ed energie per la creazione di un progetto che favorisca la nascita e la crescita di *start-up* innovative, che portino valore aggiunto al tessuto imprenditoriale della nostra provincia.

Il progetto valorizza anche il ruolo del *business angel* quale soggetto chiave nella fase di avvio di nuove iniziative economiche. Crediamo fermamente che, per le sue peculiarità, l'investitore informale possa infatti apportare un contributo determinante a dare risposta a problematiche fondamentali che si pongono a chi voglia avvicinarsi al mondo dell'impresa: l'esigenza di finanziamento della *start-up*; il fabbisogno di competenze manageriali e gestionali trasversali, che un aspirante imprenditore non sempre ha avuto modo di sviluppare; l'opportunità di accesso a percorsi e reti di contatti già consolidati, utili ad accelerare la crescita.

Inoltre è evidente l'ambizione di facilitare un indispensabile salto culturale rispetto ai modelli del passato: oltre alla preparazione tecnica, alle competenze gestionali e al coraggio necessario ad affrontare i nuovi scenari, oggi più che mai sono cogenti una attenta pianificazione finanziaria e l'impegno a tutelare il proprio *know-how*, per valorizzarlo e difenderlo.

Da queste tematiche primarie l'iniziativa di una guida in quattro volumi, la cui chiave di lettura intende rispondere alle esigenze sia dei neo-imprenditori sia dei *business angel*, valorizzando per entrambi, ognuno con lo specifico punto di vista, priorità e strumenti.

A nome del Gruppo che ho l'onore di presiedere ringrazio tutti coloro che hanno reso possibile il progetto, nonché tutti i nostri colleghi imprenditori, nei quali da sempre troviamo supporto e stimolo per indirizzare il nostro ruolo e il nostro impegno affinché il territorio modenese rimanga protagonista dei mercati mondiali.

Davide Malagoli, presidente Gruppo Giovani Imprenditori di Confindustria Modena

CAPITOLO 1

Gli investitori nel capitale di rischio delle imprese: una tassonomia

Il progetto “Servizi per la nuova imprenditoria innovativa del territorio” è stato svolto nell’ambito del Dipartimento di Economia Aziendale dell’Università di Modena e Reggio Emilia, sotto la supervisione di Elisabetta Gualandri e Valeria Venturelli - Cefin (Centro Studi Banca e Finanza) e Softech-ICT (Centro di ricerca industriale per le imprese). L’obiettivo del progetto è stato di identificare i principali servizi e strumenti volti a facilitare la nascita e lo sviluppo di *start-up* ad alto contenuto d’innovazione tecnologica, tra cui gli di *spin-off* universitari. Il fine è di contribuire a superare sia il gap di conoscenza (*knowledge gap*) sia il gap finanziario (*financing gap*) che contraddistinguono le nuove iniziative imprenditoriali innovative. Centrale a tal fine è la valorizzazione dei *business angels*, investitori informali generalmente radicati sul territorio, apportatori sia di conoscenze tecniche/manageriali, sia di capitale di rischio.

Il progetto è stato articolato in tre fasi principali.

Nella prima fase si è proceduto a una duplice mappatura: da un lato le esigenze finanziarie e non delle neo imprese e dall’altro le tipologie di servizi offerti ai potenziali investitori in capitale di rischio dai principali network/associazioni di *business angels* in ambito nazionale e internazionale.

L’obiettivo della seconda fase è stato quello di far emergere i principali elementi che ostacolano l’incontro tra domanda e offerta di *know-how* e di finanziamenti per le *start-up*, con specifico riferimento al nostro territorio. Tale fase è stata realizzata con due modalità: da un lato con interviste ad un campione di imprenditori in prevalenza associati a Confindustria Modena che nel recente passato hanno avviato una attività di tipo innovativo/tecnologico; dall’altro lato attraverso un *focus group* con investitori informali, *business angels*, operanti nel territorio.

Sulla base dell’analisi delle risultanze delle prime due fasi della ricerca, si è proceduto alla realizzazione di una guida operativa suddivisa in quattro volumi: uno dedicato allo *start-up* d’impresa [*Start-up*: dal progetto al mercato], uno ai *business angels* [*Business angels*: investitori a valore aggiunto], uno alla redazione ed utilizzo del *business plan* [*Business plan*: come costruirlo e interpretarlo] ed uno alla tutela della proprietà industriale [Come tutelare la proprietà industriale]. Ogni volume si chiude con le principali domande poste più frequentemente [FAQ], il glossario dei termini utilizzati e l’elenco dei *link* utili all’approfondimento degli specifici temi trattati.

Un ringraziamento a tutti coloro che hanno partecipato al *focus group* e alle interviste, per il prezioso contributo alla realizzazione del progetto e di questi volumi.

Il volume “*Business angels*: investitori a valore aggiunto” si occupa dell’inquadramento e dell’analisi del ruolo del *business angel*, quale soggetto portante nella fase di *start-up* di nuove iniziative imprenditoriali. L’investitore informale può infatti apportare un contributo finanziario in quanto portatore della forma di finanziamento più idonea ad integrare le risorse dell’imprenditore in fase di sviluppo del nuovo progetto innovativo. In fase di *start-up* è inoltre rilevante il fabbisogno di competenze e di accesso al network di relazioni per integrare le competenze manageriali e gestionali dell’aspirante imprenditore che possono essere apportate dal *business angel*. L’intervento del *business angel* risulta pertanto appropriato su entrambi i fronti: finanziario e delle competenze. Il lavoro è suddiviso in quattro parti principali.

Il primo capitolo illustra le difficoltà di natura finanziaria incontrate dalle piccole e nuove imprese innovative, identificando il capitale di rischio come la forma di finanziamento più idonea per questa tipologia di imprese. La suddivisione della vita aziendale in fasi di crescita consente inoltre di individuare le diverse forme tecniche di finanziamento tramite capitale di rischio più appropriate e gli operatori più idonei a fornirle.

Il secondo capitolo inquadra il mercato informale del capitale di rischio definendo dapprima la figura del *business angel* e le principali classificazioni utilizzate in ambito internazionale per poi giungere a tratteggiare l’identikit dell’investitore medio italiano nonché le caratteristiche dell’investimento che più comunemente caratterizzano le iniziative target dei *business angels* nazionali.

Il terzo capitolo illustra le principali fasi che portano alla conclusione dell’iniziativa di investimento. In particolare, viene descritto il processo mediante il quale l’investitore si avvicina all’azienda target e, una volta riconosciuta la qualità del progetto imprenditoriale, apporta il capitale necessario allo sviluppo dell’iniziativa.

L’ultimo capitolo analizza le modalità di incontro tra domanda ed offerta di capitale di rischio in Italia, illustrando le attività delle principali associazioni/network di *business angels*, con un’attenzione particolare dedicata alle strutture presenti in Emilia-Romagna. Nell’ambito del presente contributo sono stati introdotti alcuni box in cui si sintetizzano le indicazioni emerse durante il *focus group*, tenutosi nell’Aprile 2011, presso la Facoltà di Economia “Marco Biagi” dell’Università di Modena e Reggio Emilia. All’incontro hanno partecipato imprenditori ed investitori informali del capitale di rischio, oltre che rappresentanti delle maggiori associazioni di creazione d’impresa del territorio.

1.1 Premessa

“...smaller high-technology companies... is the source of a majority of “radical” technological innovations and a disproportional large share of employment growth” (Timmons and Bygrave, 1986, pag. 162).

È largamente riconosciuto come la nascita di nuove imprese, specialmente se innovative, sia un elemento fondamentale per lo sviluppo economico ed occupazionale di un paese. La Commissione Europea ha intrapreso da anni operazioni con l’intento di creare un ambiente favorevole allo sviluppo delle piccole medie imprese innovative, enfatizzando il loro ruolo di *driver*, nel medio lungo termine, della crescita economica dell’Europa.

Il processo di trasferimento al mercato di beni e servizi innovativi, o di beni non innovativi ma prodotti mediante nuove metodologie, solitamente avviene attraverso aziende *start-up* tecnologiche, *spin-off* di matrice universitaria o *spin-off* di aziende preesistenti. Queste sono aziende che si caratterizzano per un alto potenziale di crescita e allo stesso tempo per un’elevata rischiosità.

L’opacità che circonda le imprese innovative è una delle cause fondamentali delle difficoltà che esse incontrano nel reperimento di risorse finanziarie. La peculiarità delle piccole e nuove imprese innovative è quella di presentare un percorso di crescita difficilmente sostenibile in chiave finanziaria soprattutto nelle fasi iniziali quando l’impossibilità di coprire il fabbisogno attraverso la produzione di *cash flow* generati internamente dall’impresa, sollecita il ricorso a fonti di finanziamento esterne. Il ricorso a particolari contratti di finanziamento è poi limitato dalle caratteristiche stesse di rischiosità e di opacità informativa di queste imprese¹; per le nuove imprese innovative

¹ Per ulteriori approfondimenti si veda ABI-PROMETEIA (2006).

La peculiarità delle piccole e nuove imprese innovative è quella di presentare un percorso di crescita difficilmente sostenibile in chiave finanziaria

Le imprese innovative presentano alcune caratteristiche che rendono il finanziamento via capitale di debito particolarmente difficoltoso

Ciascuna fase della vita aziendale deve essere finanziata in maniera diversa...

...nella fase pre-seed il ricorso a fonti esterne è praticamente impossibile...

si acquisiscono i fenomeni di selezione avversa, di *moral hazard* e i problemi connessi al controllo e agli incentivi all'operato dell'imprenditore che comportano il ricorso ad un diverso *mix* di forme contrattuali di finanziamento.

Le imprese innovative presentano, pertanto, alcune caratteristiche che rendono il finanziamento via capitale di debito particolarmente difficoltoso²; l'elevato rischio sia operativo che finanziario, la mancanza di *track record*, le limitate garanzie che esse sono in grado di offrire, la rilevanza del *moral hazard* individuano forme idonee per il finanziamento dell'innovazione diverse, qualora si rimuova l'ipotesi di mercati dei capitali perfetti, in relazione alla fase del ciclo di vita dell'impresa innovativa. Per quanto concerne il ricorso a capitale di debito è necessario sottolineare che la tradizionale tendenza italiana ed europea di privilegiare il canale bancario, mal si adatta ad imprese nascenti contraddistinte da evidenti difficoltà nel fornire garanzie, *track records* nonché produrre i flussi necessari per rientrare del debito. I livelli di rischio che caratterizzano le aziende nascenti, in modo particolare se innovative fanno sì che i capitali di debito si concentrino prevalentemente verso imprese più consolidate contribuendo al *gap* nel finanziamento degli *early stages* aziendali. In aggiunta, le aziende *start-up*, specialmente se incentrate su settori innovativi e tecnologici, esternano difficilmente un livello di informazioni sufficiente a consentire l'intervento dei finanziatori (Anton e Yao 1998), e questi ultimi difficilmente hanno le conoscenze per comprenderle in toto.

Diventa pertanto essenziale analizzare l'offerta di capitale di rischio che rappresenta la forma di finanziamento più idonea ad integrare le risorse dell'imprenditore al fine di sviluppare il progetto innovativo.

1.2 Ciclo di vita delle imprese e modalità di finanziamento

È possibile suddividere il ciclo di vita di un'impresa in relazione alle diverse fasi di crescita che comunemente accompagnano un progetto imprenditoriale verso la sua maturità. La suddivisione della vita aziendale in fasi di crescita consente di identificare le fonti finanziarie più appropriate ad ognuna di esse e di individuare gli operatori più idonei a fornirle. Nel corso della vita di un'impresa le esigenze finanziarie mutano costantemente in relazione a molteplici fattori come: il livello delle vendite, l'intensità di capitale, la capacità di autofinanziamento e gli obiettivi di crescita³. Andremo ora ad analizzare le caratteristiche di ciascuna fase.

La fase *pre-seed* è il periodo in cui l'imprenditore studia la fattibilità del progetto, si tratta dello *stage* nel quale le incertezze relative agli sviluppi futuri dell'idea imprenditoriale sono ai massimi livelli e nel quale le risorse finanziarie esterne sono praticamente impossibili da ottenere, in quanto l'idea d'impresa è poco più che abbozzata. Questa fase richiede normalmente quantità di capitale contenute che provengono dalle risorse personali dell'imprenditore o da famiglia ed amici [3Fs: *Family, Friends and Fools*].

² Si veda Himmelberg e Petersen (1994).

³ Commissione Europea (2006), Bank of England (2001).

La fase *seed* include le operazioni che vengono effettuate a sostegno del progetto imprenditoriale; si tratta di studi di fattibilità tecnica ed economica atti a programmare le primissime fasi di sviluppo dell'impresa. In questo periodo il volume delle vendite è pari a zero poiché è presente un'idea, ma manca un prodotto realizzato ed una struttura aziendale in grado di portarlo sul mercato. Il grado di incertezza è estremamente elevato così come lo è il rischio di fallimento del progetto. In questa fase insorgono le prime esigenze finanziarie, necessarie per sviluppare la fase sperimentale e la pianificazione del progetto. Nonostante la quantità di capitale necessaria non sia elevata, in questa situazione risulta difficile ottenere l'accesso a fonti di finanziamento esterne a causa dei proibitivi livelli di rischio ed incertezza. In questa fase sono necessari dei capitali "pazienti", da parte di investitori che siano disposti ad immobilizzarli nell'attesa di una maturazione del progetto.

La fase *start-up* è lo stadio principale per l'avvio dell'attività di impresa; è il momento in cui il progetto, sviluppato nelle fasi precedenti, trova accesso al mercato. Si tratta della fase in cui il prodotto viene presentato al mercato e lanciato in commercio. Questo periodo è probabilmente il più complesso del ciclo di vita dell'impresa, in quanto sono necessari investimenti consistenti, allo scopo di creare capacità produttiva e formare i canali commerciali per accedere al mercato. Qui nascono le necessità di avvalersi di figure professionali e manageriali in grado di condurre al meglio l'andamento dell'impresa. Le aziende *start-up* si trovano quindi in una situazione critica, dettata da costi elevati e crescenti da un lato, e vendite normalmente contenute dall'altro. Inoltre, la futura efficacia commerciale del prodotto non può ancora essere prevista con certezza, determinando un alto livello di rischiosità.

La fase *growth*, identifica la fase di sviluppo ed espansione aziendale, nella quale sono necessari i capitali atti a supportare la crescita di progetti di impresa già avviati e consolidati. Questa fase si può ulteriormente suddividere in due momenti principali: la fase c.d. *early growth* e lo stadio della c.d. *sustained growth phase*. Nell'*early growth stage* l'azienda continua a richiedere grosse somme di capitale per sviluppare la distribuzione del prodotto ed aumentare la capacità produttiva, in modo da conseguire processi di crescita. In queste fasi il tasso di crescita delle vendite raggiunge i massimi livelli, consentendo di ridurre gradualmente l'intensità di capitale e di aumentare il livello di autofinanziamento. Nonostante gli importi di capitale richiesti nelle fasi di crescita siano elevati, gli investitori possono contare su un'azienda già avviata per la quale il livello di rischio si colloca su combinazioni più fisiologiche. La fase *sustained growth* è caratterizzata da una graduale stabilizzazione delle vendite e da un aumento delle possibilità di autofinanziamento che portano l'azienda ad entrare nel suo periodo di maturità.

Anche nella fase di *maturità* le aziende possono necessitare di nuove iniezioni di capitale indirizzate solitamente a sostenere operazioni di finanza straordinaria. Le aziende mature hanno solitamente esigenze di ristrutturazione societaria conseguibili attraverso operazioni di *turnaround*, *replacement* o *buy out*, che consentono sostituzioni complete o parziali nella compagine societaria. Per quanto concerne il *turnaround*, le operazioni finanziarie hanno lo scopo di risanare le aziende in crisi, grazie all'impiego di nuovi capitali e nuove tecniche di gestione. Il *replacement capital* viene impiegato per consentire sostituzioni nella compagine sociale tipicamente derivanti da ricambi generazionali in aziende a proprietà familiare o dalla volontà di alcuni azionisti di liquidare il capitale azionario. Infine, le operazioni di *buy out* comprendono le azioni intraprese da gruppi manageriali interni

...la fase seed necessita di capitali pazienti...

...la fase di start-up si caratterizza per un alto rischio associato ad un fabbisogno finanziario crescente da soddisfare mediante il ricorso a capitale di terzi

...nella fase della crescita aumentano le possibilità di autofinanziamento

...nella fase della maturità le iniezioni di capitale sono solitamente indirizzate a sostenere operazioni di finanza straordinaria

(*management by out*) o esterni (*management by in*) all'impresa con lo scopo di acquisirne il controllo. Queste tipologie di operazioni necessitano di interventi ingenti, che normalmente richiedono l'impiego di diversi milioni di euro e, per questo, si avvicinano maggiormente alle caratteristiche di intervento degli operatori formali, appartenenti al segmento istituzionale del mercato degli operatori in capitale di rischio. Talvolta, queste operazioni sono condotte tramite il ricorso all'indebitamento (*leverage by out*), che sfrutta la capacità dell'azienda target di ripagare i finanziamenti ottenuti, grazie ai flussi di cassa che produce o che produrrà, a seguito delle operazioni di riorganizzazione.

1.3 Gli operatori in capitale di rischio e il ruolo dei *business angels*

Ad ognuna delle fasi del ciclo di vita aziendale corrispondono diverse forme tecniche di finanziamento tramite capitale di rischio erogate da diverse tipologie di operatori. In ordine cronologico di intervento, nel capitale aziendale, è possibile rintracciare i seguenti operatori (Tabella 1.1):

Tabella 1.1 Forme tecniche di finanziamento e ciclo di vita dell'impresa

Stadio di sviluppo aziendale	Tipologia di intervento	Livello di finanziamento	Tipologia di finanziatore
<i>Pre-Seed</i>	<i>Pre-Seed financing</i>	Molto basso	(3Fs) <i>Family/Friends/Fools</i>
<i>Seed</i>	<i>Seed financing</i>	Basso	<i>Business angels</i>
<i>Start-up</i>	<i>Start-up financing</i>	Medio	<i>Business angels/Venture capital</i>
<i>Early growth</i>	<i>Expansion financing</i>	Alto	<i>Venture capital</i>
<i>Sustained growth</i>	<i>Development capital, IPO</i>	Alto	<i>Venture capital/Buy Out</i>
<i>Maturity</i>	<i>Replacement/turnaround /buy out</i>	Alto	<i>Buy Out</i>

Fonte: adattato da Venturelli (2008).

La letteratura inerente l'industria del capitale di rischio tende a differenziare gli operatori del settore in relazione alle diverse fasi di intervento nel ciclo di vita aziendale. Da questo punto di vista la prassi operativa non sempre condivide il medesimo lessico, pertanto occorre dapprima risolvere le questioni di carattere definitorio. Ai fini della presente guida, sulla base di una definizione condivisa dai più, il *private equity* viene inteso come l'apporto istituzionale di capitale di rischio effettuato con l'obiettivo di creare valore in un determinato arco di tempo, con lo scopo finale di cedere le quote di capitale e realizzare un *capital gain*. Pertanto il *private equity* coincide con il concetto di investimento istituzionale nel capitale di rischio nella sua globalità; questo viene poi distinto, in funzione della tipologia di operatore che pone in essere il finanziamento, tra *venture capital* e *buy out*. Alla prima categoria corrispondono due tipologie specifiche di investimenti: l'*early stage financing*, ovvero l'insieme dei

finanziamenti (*seed financing* e *start-up financing*) a sostegno delle imprese nei primi stadi di vita e l'*expansion financing*, ovvero quella serie di interventi effettuati in imprese già esistenti che necessitano di capitali per consolidare e accelerare la crescita in atto. Alle attività di *buyout* fanno capo l'insieme delle operazioni poste in essere per risolvere problemi connessi con la proprietà di un'impresa, incluso il fenomeno del passaggio generazionale.

Il *venture capital* pertanto è indirizzato ai finanziamenti delle aziende nelle fasi *early stage*, ma anche di espansione del business, attraverso investimenti, solitamente di minoranza, nel capitale di rischio o sottoscrizione di forme ibride di finanziamento. Le aziende target hanno buone prospettive di crescita e sono, per lo più, operanti nei settori legati alle nuove tecnologie. I *venture capitalist* hanno orizzonti temporali di investimento che mediamente spaziano dai 3 ai 7 anni, dopo i quali affrontano la fase di dismissione (c.d. *exit* dell'investimento). Il *venture capital* appartiene quindi al più ampio mercato del *private equity*, e si occupa prevalentemente degli investimenti rivolti ad imprese *start-up* con difficoltà a reperire fondi ricorrendo al capitale di debito.

Il mercato del *venture capital* si suddivide a sua volta in *formal venture capital* ed *informal venture capital*. Quest'ultimo è il mercato nel quale operano i *business angels*, investitori "informali" nel capitale di rischio, che acquisiscono, in qualità di persone fisiche, quote di capitale di imprese di piccola dimensione, contribuendo attivamente anche alla gestione delle stesse. Il termine *business angel* deriva dal fatto che essi contribuiscono in modo fondamentale alla nascita di tutte quelle nuove imprese nelle quali gli imprenditori non riescono a reperire i capitali necessari a sostenere le fasi di sviluppo aziendale. I *business angels* vengono definiti investitori informali perché, agendo senza effettuare una raccolta di capitale presso terzi, si differenziano nettamente dagli altri operatori istituzionali attivi nel mercato del *private equity*. L'utilizzo di capitali propri permette agli investimenti "angel" di essere meno strutturati rispetto a quelli degli altri operatori nel mercato del capitale di rischio. Queste caratteristiche consentono all'attività dei *business angels* di contraddistinguersi per la maggiore elasticità rispetto agli altri operatori, sia in termini di *timing* che di tipologia di intervento, rendendoli più idonei di altri al finanziamento della fase iniziale dello sviluppo di impresa.

La natura di questi operatori li porta ad essere la prima figura che interviene a sostegno delle imprese nascenti, una volta che le disponibilità finanziarie degli imprenditori si sono rivelate insufficienti. In quanto investitori informali i *business angels* sono, infatti, i più appropriati operatori per finanziamenti nelle fasi *early stage*, grazie ai minori costi ed alla maggiore flessibilità che li caratterizzano rispetto agli investitori formali. Generalmente i *business angels* non si spingono oltre una certa soglia di capitale investito e, una volta che l'azienda ha superato la fase *start-up*, tendono a lasciarla nelle mani dei *venture capitalist*. Essi ricoprono un importante ruolo negli *early stages* aziendali, apportando capitale proprio e riducendo l'*equity gap* esistente tra la creazione delle imprese e l'intervento dei *venture capitalist*. I *business angels* investono denaro in aziende *start-up* ad alto potenziale di crescita in cambio di una partecipazione nel capitale sociale, ed inoltre apportano *know-how* manageriale e reti di contatti personali⁴.

⁴ EBAN (2009 e 2011).

Il *private equity* è l'apporto istituzionale di capitale di rischio. Può essere distinto tra *venture capital* e *buy out*

Il *venture capital* è l'apporto di capitale di rischio nelle fasi *early stage* ed *expansion*, attraverso investimenti, solitamente di minoranza

I *business angels* sono investitori informali nel capitale di rischio delle imprese

I *business angels* sono la prima figura che interviene a sostegno delle imprese nascenti, una volta che le disponibilità finanziarie degli imprenditori si sono rivelate insufficienti

Il *venture capital* impiega mediamente 1,4 milioni di euro. Tale soglia indica che questi operatori non intervengono nel finanziamento di progetti caratterizzati da una dimensione economica ritenuta non sufficiente per recuperare i costi contrattuali e di valutazione

Il *venture capital* viene normalmente definito come un'attività di investimento e finanziamento dell'impresa volta a sostenere nascita e sviluppo di aziende con buoni potenziali di crescita; in realtà nonostante il *venture capitalist* venga avvicinato al ruolo di sostenitore di aziende in fasi *early stages*, ciò risulta vero solo oltre certe soglie di investimento ed oltre il raggiungimento di alcuni livelli di stabilità e dimensione da parte dell'azienda target. Gli operatori di *venture capital*, infatti, impiegano mediamente 1,4 milioni di euro nelle loro operazioni⁵ e difficilmente intervengono con poche centinaia di migliaia di euro, lasciando, di fatto, un vuoto nell'offerta di capitale di rischio. Esistono però altri operatori, appartenenti al segmento di mercato del *venture capital* c.d. informale, i sopraccitati *business angels*, in grado di intervenire efficacemente per colmare questo vuoto di offerta. Da qui la rilevanza e l'importanza di questo operatore anche ai fini della crescita economica del nostro sistema paese.

"I business angels seguono le giovani imprese a forte potenziale di crescita, nella loro fase di avviamento. Questo ruolo è essenziale se l'Europa vuole raggiungere i suoi obiettivi in termini di crescita del PIL, per questo la Commissione Europea vorrebbe vedere crescere il numero dei business angels" Françoise Le Bail, Rappresentante della Commissione per le PMI e Direttore Generale aggiunto della DG Industria e Imprese.

⁵ Venture Capital Monitor (2010).

CAPITOLO 2 I Business Angels: operatori nel mercato dell'Informal Venture Capital

2.1 Definizione di *business angel*

Il termine "business angel" venne coniato negli Stati Uniti agli inizi del Novecento, quando alcuni facoltosi individui finanziarono una serie di produzioni teatrali, mettendo a disposizione dei teatranti la loro rete di contatti sociali ed i capitali necessari alla realizzazione e alla promozione degli spettacoli. Così come quei benestanti investitori favorirono il successo delle produzioni teatrali del ventesimo secolo, ora i *business angels* sono gli operatori che soddisfano le necessità delle aziende nelle prime fasi di sviluppo.

I *business angels* sono gli operatori principali del mercato dell'*informal venture capital* e sono definiti come investitori "informali" nel capitale di rischio; essi acquisiscono, in qualità di persone fisiche, quote di imprese di piccola dimensione, contribuendo attivamente anche alla gestione delle stesse, normalmente partecipando a livello di consiglio di amministrazione. I *business angels* ricoprono un importante ruolo nel finanziamento delle nuove imprese, apportando capitale proprio e riducendo l'*equity gap*⁶ esistente tra la fase di creazione delle imprese [3Fs] e l'intervento dei *venture capitalist*. I *business angels* investono denaro in aziende *start-up* ad alto potenziale di crescita in cambio di una partecipazione nel capitale sociale, ed inoltre apportano *know-how* manageriale e reti di contatti personali⁷.

I *business angels* sono individui dotati di un patrimonio personale tale da consentire investimenti più o meno occasionali, in progetti d'impresa con elevata potenzialità di sviluppo.

⁶ Per ulteriori approfondimenti si vedano Gualandri e Schwizer (2008) e Gualandri e Venturelli (2008).

⁷ EBAN (2011).

I business angels acquisiscono, in qualità di persone fisiche, quote azionarie di imprese di piccola dimensione, contribuendo attivamente anche alla gestione delle stesse

I **business angels** sono tipicamente manager, imprenditori o professionisti che concentrano le loro attenzioni in progetti appartenenti ai loro settori elettivi in modo tale da poter contribuire alla crescita aziendale, oltre che con il capitale, anche con il loro bagaglio di conoscenze pregresse

I **business angels** investono con capitale proprio in aziende di piccole dimensioni, ma con buone potenzialità di crescita

Essi sono tipicamente manager, imprenditori o professionisti che concentrano le loro attenzioni in progetti appartenenti ai loro settori elettivi, in modo tale da poter contribuire alla crescita aziendale, oltre che con il capitale, anche con il loro bagaglio di conoscenze pregresse. Infatti, i *business angels* sono adatti al supporto delle prime fasi di sviluppo di un'impresa poiché, investendo in settori nei quali hanno esperienza, sono in grado più di altri, di cogliere il potenziale di sviluppo insito nei progetti d'impresa nonché le capacità dell'imprenditore.

Dovendo investire facendo ricorso al proprio patrimonio personale, i *business angels* risultano particolarmente adatti allo sviluppo delle aziende *start-up* anche sotto il profilo dimensionale; è stato infatti ricordato che le imprese nelle prime fasi di sviluppo necessitano di una quantità di capitale relativamente ridotta rispetto alle fasi successive, ammontare di capitale che pertanto può essere apportato dal singolo individuo. D'altra parte, in fase di *start-up* è rilevante il fabbisogno di competenze e di accesso al *network* di relazioni, quindi l'intervento del *business angel* risulta appropriato su entrambi i fronti: finanziario e delle competenze.

2.2 Classificazione dei *business angels*

I *business angels* sono investitori informali che investono con capitale proprio in aziende di piccole dimensioni, ma con buone potenzialità di crescita. A causa della loro informalità non è possibile una mappatura completa delle caratteristiche dei *business angels*; il loro intervento è poco pubblicizzato, anche per volontà degli stessi investitori. Ciononostante, alcune caratteristiche ricorrenti consentono la seguente classificazione di questi operatori. I *business angels* possono essere classificati sulla base della tipologia di apporto (finanziari vs industriali) e della frequenza con la quale investono (imprenditori vs occasionali).

Business angels finanziari vs business angels industriali

I *business angels finanziari* si occupano principalmente di investire nel capitale di rischio della società senza assumere incarichi gestionali. L'attività svolta è principalmente limitata alla supervisione e al controllo del business.

I *business angels industriali* non si limitano a fornire le risorse finanziarie necessarie allo sviluppo aziendale, essi partecipano attivamente all'attività gestionale con il loro *know-how* e le loro capacità professionali e manageriali, aumentando la rete di contatti aziendali ed incrementando le possibilità di successo dei progetti imprenditoriali.

Business angels imprenditori (o professionisti) vs business angels occasionali vs virgin business angels

I *business angels occasionali* sono operatori che agiscono in modo del tutto occasionale, cogliendo le sole opportunità di investimento che sono emerse grazie alle conoscenze personali, e lasciando il ruolo di *angel investor* a episodi isolati nel tempo.

I *business angels imprenditori (o professionisti)* sono *angel* che si dedicano in modo più sistematico alla ricerca di progetti imprenditoriali meritevoli di finanziamento. Lo sviluppo delle associazioni degli investitori informali nel

capitale di rischio, i c.d. *business angels network*, ha permesso un aumento di *angels* imprenditori, grazie alle crescenti possibilità di *matching* tra domanda e offerta.

I c.d. *virgin business angels* sono operatori normalmente privi di conoscenze approfondite circa le dinamiche del mercato dell'*angel investing* che, pur non avendo mai investito, sono alla ricerca di un valido progetto imprenditoriale dove apportare la loro liquidità in eccesso.

Recenti sondaggi hanno rilevato che per alcuni *angels* avviene nel tempo, un vero e proprio processo di professionalizzazione; dalla categoria di *virgin angel* a quella di *angel* imprenditore facente parte di un *network* e/o club di *business angels* arrivando a gestire più investimenti contemporaneamente anche tramite operazioni in sindacato con altri investitori⁸.

2.3 I *business angels*: le caratteristiche tipiche degli investitori

L'analisi del mercato del capitale di rischio è resa difficoltosa dalle caratteristiche di informalità ed anonimato insite nella figura del *business angel*; i dati relativi ad investitori ed investimenti derivano principalmente da interviste e sondaggi che, pur non essendo in grado di fornire un quadro esaustivo e completamente attendibile del fenomeno italiano, riescono a delinearne i caratteri principali. Le maggiori fonti di informazione riguardanti il fenomeno dell'*angel investing* in Italia provengono dalle indagini condotte a cadenza periodica da IBAN (Italian Business Angel Network). Questa sezione riepiloga le principali risultanze dell'analisi annuale condotta da IBAN⁹.

Figura 2.1 Il business angel italiano

Genere	Maschile
Età	49
Professione	Imprenditore
Patrimonio	500.000 €
Titolo di studio	Laurea
Apporto principale	Strategie

Il sondaggio compiuto da IBAN nei primi mesi del 2010 (Survey 2010) consente di tratteggiare le principali caratteristiche del *business angel* italiano medio (Figura 2.1). La maggioranza degli *angels* ha un'età compresa tra i 41 ed i 50 anni, con un'età media di 49 anni, ed è prevalentemente di sesso maschile. Solamente il 6%

⁸ IBAN (2011).

⁹ Ulteriori informazioni sul sito www.iban.it. Si veda inoltre Capizzi e Giovannini (2010).

L'Angel investing è un fenomeno scarsamente visibile in relazione alla sua intrinseca informalità

Il prototipo del business angel italiano è di genere maschile e ha un'età media di 49 anni...

...risiede prevalentemente nel Nord Italia...

...ha un elevato titolo di studio...

...è impegnato in attività imprenditoriali...

...è benestante...

...investe sia per conseguire un ritorno economico sia per ottenere soddisfazioni personali ...

...l'apporto è sia di tipo finanziario che di tipo imprenditoriale ...

degli investitori sono di **genere** femminile. La predominanza maschile nel ruolo dei *business angel* non è una particolarità italiana, ma è confermata da numerose ricerche internazionali.

La **distribuzione territoriale** degli *angel* italiani non è omogenea, una larga maggioranza (78%) dei *business angels* è residente nel nord Italia con una concentrazione del 38% sul territorio Milanese.

Il **livello culturale** degli *angel* italiani è elevato; solo l'11% di essi non è in possesso di una laurea, mentre ben il 34 % ha conseguito anche un titolo di studio post-laurea.

Le **esperienze lavorative** degli *angels* sono prevalentemente distribuite tra l'attività di imprenditore 42%, quella di libero professionista 30% e l'attività di dirigente 16%.

Gli *angels* italiani sono mediamente in possesso di **patrimoni personali** intorno al milione di euro, anche se la maggioranza di essi dichiara di possedere meno di 500.000 €; il valore medio è giustificato dalla presenza di alcuni *angels* con ricchezza personale compresa tra 2 e 5 milioni di euro.

L'attività di investimento in capitale di rischio trova normalmente origine nella volontà dell'investitore di ottenere un *capital gain* dall'operazione di investimento, ciononostante i *business angel* sembrano attribuire grande importanza anche ad una serie di "ritorni non finanziari". Tali **motivazioni** possono essere anche di carattere personale e spaziano dal rapporto con l'imprenditore alla presenza di un team motivato e competente oltre all'interesse verso un prodotto o servizio e all'avvicinamento a nuove tecnologie. Talvolta, i *business angels* agiscono con lo scopo di sviluppare aziende in grado di creare sinergie con la loro preesistente rete imprenditoriale. I risultati dei questionari somministrati agli *angel* italiani hanno rilevato che l'ottenimento di soddisfazioni personali e la volontà di svolgere un ruolo imprenditoriale in progetti ritenuti interessanti e stimolanti sono motivazioni in grado di spingere gli *angel* all'investimento, ancor più che un alto tasso di rendimento delle partecipazioni acquisite. Rimane comunque elevata l'importanza attribuita all'aspetto *performance* (solo il 18 % di *angels* non dà importanza a questo aspetto, *Survey* 2009). Queste caratteristiche sono riscontrabili anche negli *angels* di altri paesi europei¹⁰.

In termini di **apporto** dei *business angels* alle aziende partecipate, l'operatore fornisce un importante contributo finanziario ad aziende che altrimenti avrebbero difficoltà ad ottenere il capitale necessario allo sviluppo dei progetti imprenditoriali. Inoltre, per definizione, essendo il *business angel* un investitore che non si limita a sostenere finanziariamente l'iniziativa partecipata, il *business angel* partecipa attivamente alla gestione aziendale mediante la copertura di cariche sociali o l'assunzione di ruoli dirigenziali. Una collaborazione attiva degli *angels* appare quindi come un fattore positivo sia per i neo-imprenditori, in grado di migliorare la qualità della gestione aziendale, sia per gli *angels*, in grado di monitorare l'andamento dell'impresa e tutelare il capitale investito. I *business angels* italiani individuano il loro contributo più importante nella capacità di formulare strategie di impresa; infatti, facendo ricorso al loro bagaglio di esperienze pregresse essi sono in grado di formulare strategie efficaci per affrontare al meglio le fasi iniziali e più rischiose dello sviluppo aziendale.

¹⁰ Macht (2007).

Le principali caratteristiche dei *business angels* italiani e della loro attività, si sono rivelate sostanzialmente allineate a quelle rintracciabili negli altri paesi europei, a testimonianza dell'efficace circolazione di *best practices* che stanno sempre più avvicinando le "prassi" di mercato italiano a quelle dei sistemi anglosassoni.

Secondo la più recente indagine IBAN [Survey, 2010] il business angel italiano è un individuo maschio, benestante, in larga misura occupato in attività imprenditoriali o libero professionali, con un'età compresa tra i 41 ed i 50 anni.

2.4 I *business angels*: le caratteristiche tipiche degli investimenti

I sondaggi compiuti periodicamente da IBAN consentono inoltre di delineare le principali caratteristiche degli investimenti posti in essere dai *business angels* italiani (Figura 2.2).

Figura 2.2 L'attività di investimento dei *business angels* italiani nel 2010

Capitale medio investito per operazione	145.000 €
Quota ricchezza personale investita	1/10
Principale settore di investimento	ICT
Fase del ciclo di vita	Seed e start-up
Localizzazione investimenti	Nord Italia
Ritorno economico	20%
Durata investimento	4 anni
Modalità di exit	Trade sale
Forma societaria	Srl
Forma di intervento	Equity
Quota azionaria detenuta	Partecipazione di minoranza
Principale canale informativo	Network e club di business angels
Opportunità valutate	5/6
Aziende in portafoglio	2

Per quanto riguarda la **dimensione media** dell'investimento effettuato, il capitale destinato ad ogni singola operazione si attesta a 213.000 euro nel 2008, a 176.000 nel 2009 e a 145.000 nel 2010. La progressiva riduzione dell'ammontare medio degli investimenti è probabilmente da ricollegare al diffondersi delle pratiche di co-investimento; l'*angel* italiano investe tipicamente meno di 100.000 euro in una singola operazione, ed un

La dimensione media dell'investimento effettuato dal business angel italiano è pari a 145.000 euro...

terzo degli investitori non supera i 30.000 euro (IBAN, 2011). Questo ammontare impegnato, relativamente contenuto, può testimoniare sia una diffusione delle operazioni in sindacato sia la presenza di molti *angel* agli inizi dell'attività di investimento e quindi ancora lontani dalle quantità di capitale normalmente impiegate dalla categoria degli "angels imprenditori". Gli investimenti in sindacato coinvolgono più *angels* che intervengono contemporaneamente nell'apporto di capitale verso un'impresa, riuscendo quindi a raggiungere importi di investimento più elevati rispetto ad interventi individuali¹¹. Il diffondersi delle operazioni in *syndication* è testimoniato dal dato che riporta come oltre il 24% degli *angels* investa in sindacati molto ampi formati da più di 7 *angels*; diversamente il 35% dei *business angels* italiani investe da solo. Inoltre, la maggioranza dei *business angels* italiani investe una quota inferiore al 10% del proprio patrimonio nel capitale di imprese *seed* o *start-up*.

Venendo ora alle caratteristiche principali delle imprese target di investimento, non di rado, le aziende partecipate appartengono a **settori** altamente tecnologici. L'Italia conferma questa tendenza con il 70% degli investimenti del 2009 concentrati nei settori *high-tech*. Nel 2010 la quantità di investimenti verso settori ad elevato contenuto tecnologico era suddivisa tra ICT 20%, servizi alle imprese 16%, Internet 5%, Biotecnologie e Med-Tech 10%. Nonostante l'inclinazione verso i settori innovativi è bene ricordare come il settore manifatturiero continui, seppur in modo decrescente, a rappresentare una importante attrattiva di investimento (30% degli investimenti nel 2006, 17% degli investimenti 2008 e 7% nel 2010). L'interesse mostrato dagli *angels* verso i settori più innovativi è giustificabile, sia poiché in questi settori di attività il ritorno sull'investimento è potenzialmente più elevato, sia perché il movimento che si sta creando intorno agli investimenti in imprese *seed* è tendenzialmente più vicino al mondo delle aziende innovative. È infatti opportuno sottolineare che molte delle informazioni sulle nuove opportunità di investimento provengono da Università, centri di ricerca e tecnopoli, naturalmente vicini alla nascita di aziende *high-tech* con potenziali di crescita, di particolare interesse per molteplici tipologie di investitori. Inoltre, alcuni dei più recenti club di *business angels* si propongono come parte attiva nell'approccio alle idee innovative, ricercandole direttamente negli ambienti accademici di eccellenza. Come accennato, la forte vicinanza all'ambiente scientifico innovativo può trovare spiegazione nei grandi ritorni sugli investimenti che, in caso di successo, è possibile ottenere grazie alla realizzazione dell'idea innovativa. Infine, è possibile che i *business angels* ritengano strategico l'investimento in determinate tecnologie al fine di trarne un vantaggio potenzialmente utilizzabile anche negli altri business tradizionalmente presidiati.

Anche per i *business angels* italiani si conferma il ruolo di operatori principali nel sostegno delle aziende nelle prime **fasi di sviluppo**, attribuito dalla letteratura a questa categoria di investitori. Essi concentrano i loro investimenti nelle aziende *seed* e *start-up*; nel 2009 il 71% dei capitali è stato destinato ad imprese in queste fasi di sviluppo.

Per quanto riguarda la quota di partecipazione, la **quota azionaria detenuta** è tipicamente una quota di minoranza; il 67% del campione detiene una quota del capitale inferiore al 30%. Nel 2010 si è rafforzata molto la percentuale degli investitori che possiede oltre il 51% del capitale sociale dell'impresa finanziata, mentre il 42% possiede quote inferiori al 10%; la quota minoritaria è in crescita anche a seguito della diffusione delle operazioni in cordata.

¹¹ Per ulteriori approfondimenti si veda § 4.1.

Dal focus group ... "...noi mettiamo quelli che sono chiamati "smart money", quindi un po' di soldi, normalmente un posto in consiglio per poter dare delle indicazioni; investiamo in minoranza, perché non si vuole togliere lo stimolo all'imprenditore...".

Con riferimento alla **durata media** dell'investimento questa è di circa 4 anni; il 31% dei disinvestimenti è avvenuto entro il primo anno dalla data dell'investimento iniziale.

Per quanto riguarda la **collocazione geografica** delle aziende oggetto di investimento, sembra non essere così forte la tipica caratteristica di territorialità, attribuita agli *angels* dalla letteratura. Nel 2009, il 44% del campione di *angels* italiani dichiarava di essere disposto ad investire in tutta Europa, mentre solo il 28% mostrava una netta predilezione per investimenti localizzati nella propria regione o provincia (10%). In aumento anche il grado di internazionalizzazione del business; nel 2010 il 7% dei *deal* è avvenuto al di fuori dell'Europa, in particolare l'attività di investimento si è indirizzata verso Stati Uniti ed Israele.

Dal focus group ... "...l'incrocio domanda offerta è talmente raro che non credo possa essere fatto su base territoriale..." anche se "...la regola è non investire a più di 2/3 ore di distanza perché serve anche un contatto fisico..."

Il tema del **rendimento** collegato al mercato dell'*angel investing* è una questione tanto importante quanto delicata da estrapolare. La difficoltà di reperimento delle informazioni, che comunemente circonda gli ambienti informali, viene amplificata in occasione di indagini riguardanti il guadagno o la perdita conseguiti dagli operatori. I sondaggi condotti sia a livello nazionale che internazionale registrano un numero di risposte, al riguardo, sistematicamente ridotto rispetto alle altre parti del questionario compilate. La scarsità di dati non è di facile interpretazione, essi potrebbero infatti derivare dalla riluttanza degli investitori ad esternare dati riguardanti i loro guadagni, tanto quanto discendere dalla difficoltà di ammettere fallimenti, o ancora, di essere rimasti "intrappolati" all'interno di progetti senza *exit*. Nonostante questi *caveat*, alcune indicazioni possono essere avanzate; secondo l'AIFI (2001a) l'aspettativa di rendimento sul capitale investito da parte del *business angel* è pari in media al 20%. I dati IBAN più aggiornati confermano una ripartizione dei guadagni prevalentemente distribuita attorno a tale percentuale (Tabella 2.1).

E' comunque opportuno ricordare che, sebbene "l'ingresso degli investitori nel capitale delle imprese risponde innanzitutto a un obiettivo di ritorno finanziario sull'investimento"¹², quasi un terzo delle *exit* termina con una perdita parziale sull'investimento effettuato, mentre circa il 10% delle operazioni fa registrare una perdita totale. Per offrire un quadro più esaustivo ed articolato delle *performance* conseguite sull'investimento è utile riportare i risultati delle ultime 3 indagini condotte da IBAN.

¹² Forestieri (2007).

...in aziende
attive
principalmente
nei settori ICT ...

...nelle prime fasi
di sviluppo [seed
e start-up] ...

...con una quota
di partecipazione
minoritaria e
temporanea ...

...con un
rendimento medio
del 20%...

...ottenuto attraverso la vendita ad altra società ...

...le nuove opportunità di investimento derivano dall'adesione a network o club di investitori ...

...i tempi di scouting sono lunghi ...

Tabella 2.1 Distribuzione dei rendimenti

	2008	2009	2010
Perdita totale (-100%)	9%	6%	13%
Perdita parziale	23%	27%	31%
0-19%	23%	33%	25%
20-49%	19%	21%	25%
50-99%	12%	9%	0%
100-200%	12%	0%	6%
Oltre 200%	0%	3%	0%

Fonte: IBAN 2009, 2010, 2011.

Per quanto riguarda la **strategia di exit** più utilizzata, premesso che solo una ridotta percentuale del campione totale ha risposto, nel 2010 sono state registrate 31 operazioni di disinvestimento. La strategia d'uscita di cui più si sono avvalsi i *business angels* italiani nel 2010 è stata la vendita ad altra società o fusione nel 38% dei casi. I dati restanti sono equamente ripartiti tra la vendita al team imprenditoriale e la vendita ad altri investitori 13%. La cessazione dell'attività segna un incremento; quest'ultimo valore conferma l'aumento del dato precedente su perdita parziale o totale a seguito di *exit*. La quotazione in borsa si conferma una strategia poco diffusa in Italia (1 solo caso).

Per quanto riguarda le fonti di informazione, la **conoscenza delle nuove opportunità di investimento** avviene principalmente attraverso i *network* di *business angels* e i club di *business angels* finanziari. Seguono, per importanza, i canali non istituzionalizzati costituiti da propri *network* di conoscenze formati da parenti, amici, partner, altri imprenditori o altri *business angels*. Secondo l'ultimo rapporto IBAN a livello europeo le fonti d'informazione primarie sono considerate le fiere e gli eventi informativi, seguiti dai canali istituzionali quali istituzioni bancarie/finanziarie ed infine dal passaparola.

La scelta di investire in un'azienda nelle prime fasi di sviluppo presenta alcune criticità prevalentemente legate alle asimmetrie informative ed alle difficoltà di prevedere i futuri sviluppi del business. I tempi di **scouting** e **screening** sono molto lunghi e necessitano di una grande mole di lavoro, gli *angels* italiani prendono visione di moltissimi progetti imprenditoriali e valutano mediamente 5-6 aziende in modo approfondito, prima di riuscire ad effettuare un investimento. L'elevato livello di rischio, la mancanza di fiducia nell'imprenditore e *business plan* non soddisfacenti portano sovente a rifiutare le opportunità di investimento. Normalmente gli investitori fanno le loro scelte basandosi sulle informazioni contenute nel *business plan* anche se talvolta, specialmente per le imprese *seed*, il *business plan* viene co-sviluppato con il *business angel* una volta che egli ha valutato positivamente l'idea, percependone il potenziale grazie alla sua conoscenza del mercato di riferimento.

Dal focus group ... " ...il business plan non è lo strumento più adatto per valutare in maniera coerente dei giovani che si lanciano sul mercato. Lo strumento business plan, quando viene costruito in maniera completa ed appropriata, richiede tempo e risorse. Queste variabili comportano, per il giovane imprenditore, un costo opportunità molto elevato in quanto sono risorse che potrebbero essere spese per andare direttamente sul mercato... " ...

... " ...anche io sono d'accordo: il business angel opera su un mercato che conosce; pertanto, come prima cosa, deve porsi una serie di domande quali ad esempio: su questo mercato come si pone l'idea che mi è stata sottoposta? Riuscirà se non altro a sopravvivere alla fase iniziale? Riuscirà a diventare redditizia? Se la risposta a queste domande è positiva a quel punto è l'esperienza del business angel su quel mercato che consente di sviluppare il business plan nel modo migliore... " ...

Le **caratteristiche** che gli investitori prendono maggiormente in considerazione nel giudicare le aziende oggetto di investimento sono la capacità manageriale, la competenza e la motivazione del team imprenditoriale. È infatti molto importante, ai fini della buona riuscita del progetto aziendale, il rapporto di fiducia e collaborazione che il *business angel* riesce ad instaurare con l'imprenditore. Grande importanza viene inoltre attribuita alle caratteristiche del prodotto o servizio su cui si investe, ed il potenziale di crescita del mercato in cui esso andrà ad insediarsi. Ovviamente anche il rendimento atteso dall'investimento viene preso in grande considerazione dagli *angels*, ma sembra avere un peso minore rispetto alla presenza di un team motivato e competente. La strategia di uscita dall'investimento infine, sembra influenzare solo marginalmente le scelte di investimento (solo il 27% degli intervistati, per l'anno 2010 considera l'*exit* molto importante), sebbene su questo punto le diverse associazioni di *angel* stiano sempre più enfatizzando l'importanza di intraprendere *deal flow* che prevedano chiaramente uno "sbocco" predeterminato¹³.

Dal focus group ... "L'azienda target deve essere investor ready e con una minima scala che il business deve raggiungere... " ...

... "In generale la prontezza dei prodotti al mercato funge un ruolo dominante: "la possibilità di trasformare l'idea in denaro... " ...

... " ...Perché le scartiamo? La maggior parte perché il team non ci sembra coinvolto sull'iniziativa, o male assortito, o perché non è investor ready... " ...

La scelta della **forma giuridica** è un elemento fondamentale nell'operazione di co-investimento tra *angel* ed imprenditore, poiché influisce significativamente sulle possibilità di azione dell'investitore e sulla sua responsabilità rispetto l'operato aziendale. È stato sottolineato in apertura, come l'intervento del *business angel* sia caratterizzato,

¹³ Si veda infra § 3.6.

...la capacità manageriale, la competenza e la motivazione del team imprenditoriale sono le caratteristiche che gli investitori prendono maggiormente in considerazione nel giudicare le aziende oggetto di investimento ...

...la preferenza verso la forma giuridica della Srl discende dalle caratteristiche di maggiore flessibilità che consente di raggiungere assetti societari particolarmente indicati per essere utilizzati con imprese nelle prime fasi di sviluppo

oltre che dall'apporto di capitale, anche dalla trasmissione del *know-how* tramite un intervento diretto nella gestione societaria. A questo fine, la scelta della forma societaria più adeguata risulta determinante per consentire agli investitori il giusto grado di partecipazione alle attività aziendali. La forma societaria preferita dagli *angels* italiani è la società a responsabilità limitata (75% di preferenze nel sondaggio 2010).

Andiamo ora ad analizzare le caratteristiche che possono influenzare la scelta dello strumento giuridico. L'operazione di investimento viene normalmente intrapresa mediante un aumento di capitale nella società target; in alternativa, un investitore potrebbe agire tramite contratti di compravendita di partecipazioni, ma questa forma giuridica appare più idonea nel caso in cui si debbano effettuare sostituzioni nella compagine proprietaria e non quando si devono sviluppare aziende *start-up*. La compravendita di partecipazioni potrebbe infatti ridurre gli incentivi ed il coinvolgimento dei soci, privati di parte del loro pacchetto azionario, oltre che emettere segnali negativi, come la volontà di uscire dal business da parte di soci fondatori. Altre forme di finanziamento percorribili dai *business angels*, ma comunque meno appropriate dell'aumento di capitale, sono: versamenti in conto capitale e finanziamenti ai soci (per chi già socio), emissione di un prestito obbligazionario convertibile, costituzione di patrimoni destinati, utilizzo di strumenti finanziari dotati di diritti patrimoniali e amministrativi ed associazione in partecipazione. Questi strumenti presentano il limite di non concedere adeguati poteri decisionali e di controllo ad un investitore con le caratteristiche di un *business angel*. Secondo l'ultimo sondaggio IBAN (2011) il 66% degli *angels* ricorre all'apporto di *equity* per effettuare gli investimenti ed il 29% al finanziamento ai soci.

Per quanto concerne la scelta della forma societaria, è stato precedentemente ricordato come la grande maggioranza delle società frutto di un *angel investment* siano società a responsabilità limitata. L'adozione della forma di Srl trae origine dalla preferenza base degli *angels* per le società di capitali, rispetto alle società di persone, poiché queste ultime comportano una responsabilità illimitata da parte dei soci. Assunto che l'investimento in una società di capitali sia lo strumento più idoneo, l'*angel* italiano deve normalmente valutare se effettuarlo in una società per azioni o in una società a responsabilità limitata. La preferenza accordata alla forma giuridica della Srl discende da una serie di motivi. In particolare, la società a responsabilità limitata comporta costi minori, sia in termini di capitale minimo in fase di costituzione (10.000 euro) sia per quanto concerne gli organi sociali. Le procedure di costituzione delle Srl sono solitamente più rapide e la struttura societaria risulta più flessibile di una società per azioni, anche grazie agli ampi margini lasciati all'ordinamento interno, in fase di strutturazione dello statuto sociale. La mancanza di rigidità in merito ai contenuti dello statuto, nelle Srl, è in grado di conferire un maggiore grado di elasticità ai diritti riservati a soci ed amministratori, consentendo di migliorare e velocizzare le fasi decisionali. Nella Srl i soci hanno diritto a ricevere le informazioni societarie indipendentemente dalla quota capitale posseduta.

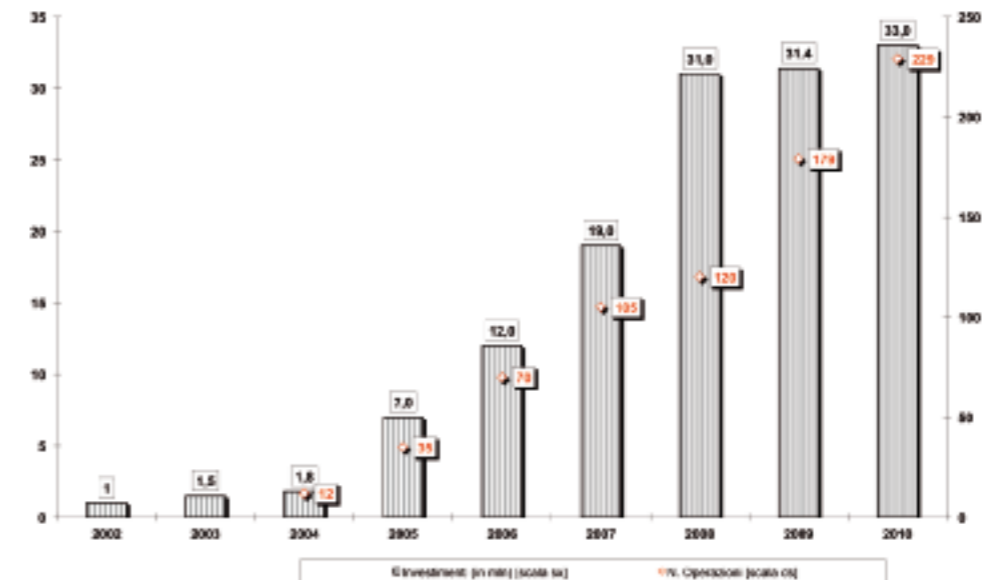
Le caratteristiche di maggiore flessibilità, i costi più contenuti ed un accesso facilitato alle informazioni fanno sì che la Srl, sia la più adeguata forma societaria per operare "informalmente" come *business angel*. La possibilità di investire con una buona libertà contrattuale e con un'organizzazione personalizzata consente infatti di raggiungere assetti societari particolarmente indicati per essere utilizzati con imprese nelle prime fasi di sviluppo. Influisce inoltre, in modo non trascurabile, la possibilità di conferire nelle Srl non solo denaro o beni in natura o crediti, ma anche altre entità tra le quali prestazioni d'opera e servizi (a determinate condizioni).

Secondo la più recente indagine IBAN [2011] il business angel italiano predilige investire nelle imprese nelle fasi iniziali di sviluppo, attive principalmente nel settore ICT, dove è evidente la capacità del team imprenditoriale e dove la logica industriale prevale su quella prettamente finanziaria. Giunge a conoscenza delle nuove opportunità di investimento grazie all'adesione ad un network/club. Gli investimenti realizzati, di importo medio pari a 145.000 euro, riguardano principalmente quote di minoranza, che vengono dismesse dopo circa 4 anni attraverso la vendita ad altra società, ottenendo in media un ritorno pari a circa il 20% del capitale investito.

2.5 Le potenzialità di crescita del mercato dell'*angel investing* in Italia

Le varie indagini condotte negli ultimi anni hanno evidenziato un trend di crescita negli investimenti informali in capitale di rischio (Figura 2.3). Il capitale totale investito ha presentato importanti tassi di crescita fino al 2008, quando ha raggiunto quota 31 milioni di euro, per poi stabilizzarsi e toccare i 33 milioni nel corso del 2010. Questi dati testimoniano una crescente diffusione del mercato dell'*angel investing* in Italia anche grazie alla maggior efficacia con cui operano i diversi *network* di operatori informali. Occorre comunque ricordare che queste conclusioni possono, in parte, essere viziate dal numero crescente di rispondenti (*business angels*) ai sondaggi condotti annualmente.

Figura 2.3 Controvalore e numero investimenti [2002-2010]



Fonte: nostre elaborazioni su dati IBAN.

L'ultimo censimento condotto da IBAN (2011) ha registrato in Italia 229 operazioni intraprese nel 2010 in aumento del 21,8% nei confronti dell'anno precedente.

Nonostante l'aumento degli investimenti che viene, anno dopo anno, registrato è importante sottolineare come lo spazio per una crescita del mercato nazionale dell'*informal venture capital* sia enorme. Il margine di incremento può essere colto confrontando i dati di mercato italiani con quelli dei paesi in cui tradizionalmente il segmento dell'*informal venture capital* è più sviluppato.

Negli Stati Uniti, paese in cui l'attività di *angel investing* è particolarmente evoluta, il capitale investito in operazioni informali è in rapporto di circa 2:3 rispetto all'importo impiegato nelle operazioni formali di *venture capital*. La realtà italiana mette in evidenza proporzioni assai diverse: i 33 milioni di euro investiti dai *business angels* devono infatti essere rapportati al quasi miliardo di investimenti relativo ai *venture capitalist*, per poi arrivare ai 2,5 miliardi impiegati per l'intero settore del *private equity*¹⁴. Altro importante elemento, in grado di evidenziare lo sviluppo, ancora limitato, del mercato italiano dei *business angels*, arriva dal confronto con l'ammontare complessivamente investito nel Regno Unito: 53 milioni di euro nel 2010.

Altro driver di crescita del segmento dell'*informal venture capital* in Italia deriva dalla tendenza in atto che vede molti investitori italiani in avvicinamento a questo mercato. Questa tendenza emerge dalle risultanze del sondaggio relativo al numero di investimenti effettuati in carriera; nel 2010 un'elevata percentuale di *angel* (77%) ha dichiarato di aver effettuato un numero di investimenti in carriera, compreso tra 1 e 5; nel sondaggio 2009 il 50% di rispondenti rientravano a pieno titolo nella categoria dei *virgin angels* non avendo ancora investito, seppur intenzionati a farlo. Da queste informazioni è logico dedurre un buon potenziale di crescita per l'*angel investing* italiano, anche in virtù del fatto che gli investitori stessi ritengono che la percentuale di patrimonio da essi apportata non sia destinata a diminuire. Infine, è plausibile aspettarsi un ulteriore incremento del mercato informale degli investimenti in capitale di rischio, grazie alla crescita di esperienza e professionalizzazione di tutti quegli investitori che si stanno negli ultimi anni affacciando a questo mercato. I dati più recenti hanno infatti evidenziato una lieve crescita di *business angels* che investono in modo sistematico: nel 2010 erano circa il 10 % del totale del campione intervistato.

¹⁴ Venture Capital Monitor (2010).

CAPITOLO 3

Le principali fasi che portano alla conclusione del deal

Il processo mediante il quale l'investitore si avvicina all'azienda target e, una volta riconosciuta la qualità del progetto imprenditoriale, apporta il capitale necessario allo sviluppo della società, può essere idealmente suddiviso nelle seguenti fasi (Figura 3.1):

- *Screening*
- Selezione dell'impresa [*business plan* e accordo di riservatezza]
- Processo di *due diligence*
- Negoziazione del contratto
- Gestione e monitoraggio
- Uscita dall'investimento

L'investimento in un'azienda in fase *seed* o *start-up* costituisce un'operazione complessa che necessita di molteplici conoscenze da parte dell'investitore. Il processo si articola in più fasi egualmente importanti per il buon fine dell'investimento, partendo dall'individuazione dell'azienda target fino alla selezione della strategia di uscita più consona. Nonostante l'informalità con la quale operano i *business angels* possa permettere una sequenza di fasi meno rigida rispetto al processo condotto da un *venture capitalist*, è possibile identificare una serie di operazioni sequenziali che accomuna i rapporti di partnership imprenditore-*angel*. Allo scopo di chiarire le attività svolte dagli investitori informali in capitale di rischio procederemo alla descrizione delle principali fasi dell'*angel investing*. In particolare, la prima parte è dedicata alla spiegazione delle fasi iniziali che si concludono con la decisione di investire nell'azienda target. La parte successiva sarà indirizzata alla valutazione rispettivamente della gestione/monitoraggio dell'investimento e delle strategie di uscita a disposizione dell'investitore.

L'investimento in un'azienda in fase seed o start-up è un'operazione complessa che necessita di molteplici conoscenze da parte dell'investitore

Figura 3.1 Le principali fasi che portano alla conclusione del *deal*



Fonte: adattato da IBAN (2008).

3.1 Screening iniziale

Lo *screening* è la fase iniziale, durante la quale vengono selezionati i progetti imprenditoriali potenzialmente interessanti per l'investitore. In realtà, a monte di questa prima fase iniziale, vi è un processo di generazione del *deal flow* che ha l'obiettivo di raccogliere le opportunità d'investimento. La raccolta avviene attraverso la partecipazione alle *business plan competition*, all'attività di *networking* fra *business angels* e fondi *seed* ma anche attraverso le autocandidature spontanee provenienti dagli imprenditori. La fase di *screening* solitamente comporta un grande dispendio di tempo da parte del *business angel* che deve vagliare molteplici idee d'impresa e selezionare quelle che ritiene più promettenti ed adeguate alle proprie caratteristiche. In considerazione del fatto che gli investimenti mediamente effettuati dai *business angels* non superano i 200.000 euro, i tempi e costi di selezione e valutazione delle aziende target tendono ad essere il più limitati possibile, allo scopo di non incidere eccessivamente sui ritorni complessivi dell'operazione. La scrematura che viene effettuata in sede di selezione iniziale è normalmente severa e mira ad escludere tutti quei progetti rispetto ai quali l'*angel* non ha conoscenze specifiche. Tipicamente un *business angel* si concentra, infatti su investimenti riguardanti i settori nei quali possiede esperienze pregresse. Oltre l'idonea appartenenza settoriale, le osservazioni effettuate in fase di *screening* riguardano la composizione del team proponente il progetto e la prontezza del mercato nel riceverlo. L'*informal venture capital* si basa fortemente sul rapporto che intercorre tra investitore ed imprenditore, per questo gli *angel* normalmente ricercano team competenti e leali con i quali poter istaurare una buona relazione. Ovviamente la scarsità di informazioni dovuta, sia alle difficoltà delle aziende *start-up* nel diffondere informazioni potenzialmente in grado di minacciarne

il vantaggio competitivo, sia alla natura preliminare del contatto *angel*-imprenditore, rende complesso comprendere pienamente il potenziale insito nei progetti, aumentando le difficoltà di *screening*.

Quanto detto induce a comprendere quanto possa essere raro l'incontro tra la domanda e l'offerta di capitale di rischio nelle fasi *early stage*. Al fine di ovviare a questo problema negli ultimi anni si è assistito ad un crescente supporto alle operazioni di *screening*, ad opera dei *network* di *business angels*.

“... se guardo alle statistiche, di 130 progetti che arrivano al club si investe in un paio... vorrebbe dire che nella mia vita forse avrei fatto un investimento, non facendo parte di un club di investitori ...” un partecipante al focus a proposito del ruolo svolto dai *network* di *angels* nel ridurre i tempi di selezione delle iniziative potenzialmente oggetto di investimento.

L'associazione di *angels* in *network*, consente infatti di effettuare una selezione iniziale dei progetti imprenditoriali centralizzata, lo *screening* viene effettuato grazie all'impiego di figure professionali specificatamente dedicate, che seguono criteri di giudizio comuni. L'organizzazione in *network* inoltre, permette di valicare il limite dell'investimento circoscritto a determinati settori, caratterizzante lo *screening* svolto da un unico investitore. Riunire all'interno di un'unica associazione più *angels* consente, infatti, di sviluppare una commistione di competenze utile ad ampliare la copertura di settori sui quali poter affrontare un investimento. I club di *angels* si occupano inoltre di diffondere tra gli associati le *best practices*, con le quali affrontare la selezione dei progetti d'impresa. In aggiunta ai criteri citati precedentemente, tra le indicazioni più rilevanti emergono, specialmente per i progetti *high-tech*, quelle inerenti la tutela della proprietà intellettuale e la capacità brevettuale delle innovazioni proposte.

La tutela della proprietà intellettuale assume chiaramente notevole importanza anche per i *business angels* (si veda il volume: “Come tutelare la proprietà industriale”), che approcciandosi verso l'investimento in una società nelle prime fasi di sviluppo hanno pieno interesse affinché essa mantenga possesso esclusivo di quelle informazioni in grado di fornirle un vantaggio competitivo rispetto ai *competitor*. La divulgazione, anche parziale, dei contenuti di progetti imprenditoriali, nel corso di congressi o all'interno di articoli specializzati, rende difficoltosa la tutela della proprietà intellettuale e potrebbe inficiare la capacità brevettuale. Infine, è ritenuto sempre più rilevante approcciare i progetti che contengono una strategia di *way-out* ben definita.

Le operazioni di *screening* vengono normalmente condotte sulla base di documenti di presentazione dei progetti predisposti dall'imprenditore, denominati *elevator pitch*. Il nome di questo documento trae origine dal discorso che, teoricamente, un imprenditore farebbe ad un finanziatore se si trovasse in ascensore con lui, e volesse fornire una descrizione del suo progetto prima di terminare l'ascesa. Questi documenti descrivono in maniera chiara e concisa le caratteristiche di un progetto, cercando di enfatizzarne i punti cardine con l'obiettivo di catturare l'attenzione dei *business angels*. Il contenuto di un *elevator pitch* deve trasmettere in pochi minuti l'idea di business, sottolineandone la profittabilità attraverso una breve descrizione di vantaggi competitivi e strategie di sviluppo. La ricerca dell'essenzialità del documento dovrebbe portare alla produzione di una presentazione, non superiore alle 10 *slide*, in grado di esprimere i seguenti concetti:

I *network* di *angels* consentono di effettuare una selezione iniziale dei progetti centralizzata, grazie all'impiego di figure professionali specificatamente dedicate

La tutela della proprietà intellettuale assume notevole importanza anche per i *business angels*

Le operazioni di *screening* vengono normalmente condotte sulla base di un documento denominato *elevator pitch*

Lo *screening* è la fase iniziale, durante la quale vengono selezionati i progetti imprenditoriali potenzialmente interessanti per l'investitore

- **idea di business:** una descrizione concisa ed accattivante circa l'idea sottostante il progetto e i bisogni del mercato che intende soddisfare. È possibile improntare questa presentazione iniziale con l'esposizione di un problema esistente e successivamente introdurre l'idea, come soluzione ottimale;
- **team:** una presentazione dell'imprenditore e dei suoi collaboratori che descriva le conoscenze e le capacità del team, facendo riferimento sia alle esperienze pregresse, sia ai risultati ottenuti con il progetto in questione. Lo scopo è fornire agli investitori l'impressione di avere a che fare con un team che presenti le competenze necessarie alla messa in atto del progetto;
- **vantaggio competitivo:** inserimento e contestualizzazione del progetto d'impresa nel mercato di riferimento, descrivendo quali sono i vantaggi nei confronti dei *competitors*;
- **strategia di sviluppo:** partendo da un'analisi dello stato attuale del progetto vengono identificati i *driver* di crescita e le strategie che si intendono adottare. Può risultare utile il ricorso alla *SWOT analysis* ai fini della presentazione della strategia di sviluppo (si veda il volume: "*Business plan: come costruirlo e interpretarlo*");
- **profitabilità del progetto:** breve presentazione delle previsioni economico-finanziarie;
- **finanziamento:** dopo aver determinato l'apporto di capitale da parte del team proponente, viene chiarito l'importo richiesto agli investitori. È inoltre opportuno definire, fin dalla fase di presentazione, le possibili uscite dall'investimento ed i tempi con cui realizzarle.

Oggi sul *web* è possibile rintracciare informazioni in merito alla redazione di un efficace *elevator pitch*. Tra gli altri si vedano <http://pitches.techcrunch.com/> e www.workingcapital.telecomitalia.it/tag/elevator-pitch/.

3.2 Selezione dell'impresa

In seguito alle operazioni di *screening* l'investitore seleziona le imprese che ritiene maggiormente meritevoli di un approfondimento conoscitivo; normalmente la percentuale delle aziende che supera la scrematura iniziale non va oltre il 20-30%. Un'analisi più strutturata delle caratteristiche dell'impresa oggetto di investimento avviene in seguito alla consegna da parte dell'imprenditore, del *business plan*, la documentazione in grado di esprimere obiettivi e strategie aziendali. "Il *business plan* è un documento che descrive un progetto imprenditoriale, delineando il contesto nel quale sarà realizzato, le scelte strategiche e le principali scelte operative ritenute più opportune, le prospettive economiche e il fabbisogno finanziario connessi al progetto"¹⁵. Si tratta del documento ritenuto più importante nel processo di ottenimento di finanziamenti in capitale di rischio, è infatti lo strumento mediante il quale l'imprenditore trasmette la *mission* aziendale, le potenzialità future di sviluppo e le strategie con le quali conseguirla. Il *business plan* è ritenuto utile, oltre che per gli *stakeholders*, anche per gli imprenditori stessi, che dovrebbero utilizzarlo come guida nel perseguire gli obiettivi prefissati e come *benchmark* di riferimento nel

¹⁵ Parolini (2011).

valutare i risultati conseguiti. In considerazione dell'importanza riconosciuta a questo strumento di valutazione si è ritenuto opportuno dedicare un volume apposito alla sua trattazione (si veda il volume: "*Business plan: come costruirlo e interpretarlo*").

Gli investitori utilizzano il *business plan* per capire se il management team aziendale ha la giusta motivazione, esperienza e competenza per condurre con successo l'iniziativa. Rientrano inoltre tra i parametri valutativi la situazione e l'andamento del settore nonché le quote di mercato raggiungibili attraverso lo sviluppo del progetto.

Il contenuto del business plan

Il *business plan*, dovendo fornire una rappresentazione organica dell'impresa, dovrebbe includere i seguenti punti cardine:

- **executive summary:** è la sezione iniziale del *business plan*, nonché la più importante, essa introduce in modo chiaro e conciso gli argomenti che verranno approfonditi nel prosieguo del documento. L'*executive summary* è una sorta di introduzione di poche pagine, in grado di stimolare l'interesse dell'investitore verso la lettura e la comprensione completa del documento. Gli argomenti più importanti che dovrebbero essere affrontati nell'*executive summary* comprendono: una breve presentazione dell'azienda e dei suoi prodotti e/o servizi, i vantaggi competitivi, il mercato di riferimento, i rischi, gli obiettivi, i piani strategici, l'esistenza di *track records* ed una breve analisi finanziaria dove vengano evidenziati i risultati economico-finanziari attesi ed i capitali necessari per ottenerli;
- **società:** è la sezione dedicata alla presentazione della società, dalle informazioni generali (forma giuridica, organigramma, oggetto sociale, ecc.), alla storia che ha condotto alla situazione attuale, facendo leva sui successi ottenuti ed i fattori critici di successo che tutt'ora persistono. Vengono inoltre esplicitati gli obiettivi societari ed i possibili ostacoli che possono intralciare il percorso verso il loro raggiungimento;
- **settore:** deve essere fornita un'analisi del settore che ne indichi dimensione ed andamento, sottolineando le eventuali barriere all'entrata ed i cambiamenti in corso, dettati da innovazioni tecnologiche o mutamenti nel contesto legislativo. L'analisi dovrebbe inoltre valutare il contesto dei *competitors* di riferimento, sottolineando i vantaggi competitivi che la società possiede nei loro confronti. In aggiunta, occorre individuare i clienti ai quali l'azienda si rivolge, indagandone i trend di scelta del prodotto e definendo i bisogni che si intende soddisfare. Per prendere coscienza del posizionamento aziendale, e comprendere quelli che sono i rapporti di forza all'interno del settore può risultare opportuno ricorrere all'utilizzo del modello di Porter analizzando: concorrenti, fornitori, prodotti sostitutivi, acquirenti e potenziali entranti¹⁶;
- **prodotto:** una descrizione del prodotto/servizio offerto/erogato, che sottolinei la sua utilità nel soddisfare le richieste del mercato. È importante evidenziare le caratteristiche del prodotto in grado di costituire un vantaggio nei confronti dei *competitors* e la presenza di brevetti in grado di preservare la proprietà intellettuale.

¹⁶ Porter (1985).

La tutela della proprietà intellettuale merita di essere curata in modo particolare da parte di tutti quei neo imprenditori che basano la nascita del loro business sull'introduzione di una nuova idea o tecnologia che, se non adeguatamente tutelata, potrebbe generare la perdita dell'interesse di potenziali investitori;

- **mercato:** viene identificato il mercato target ed analizzato in termini di dimensione e quote detenute dalla società. Al fine dell'investitore è interessante conoscere quelli che saranno gli sviluppi futuri del mercato, cercando di individuare l'evoluzione della quota di mercato dei *competitors* e della società. Dalle ricerche ed analisi del mercato deve emergere una stima realistica di quelle che saranno le vendite della società, ricordando che questa influenzerà altre parti del *business plan* come produzione e piani di marketing. Gli investitori cercano prova di una conoscenza approfondita del mercato di riferimento, che produca analisi realistiche, coerenti con le altre informazioni del *business plan* e che tengano conto delle caratteristiche di *competitors* e clienti;
- **team:** in questa sezione vengono presentate le caratteristiche ed i ruoli ricoperti dal team che lavora, o lavorerà, in azienda. Un *management team* esperto che supporti l'imprenditore assume un ruolo decisivo al fine del raggiungimento degli obiettivi aziendali e rappresenta un valore in grado di attrarre l'interesse degli investitori. Il modo più efficace per valorizzare il team è una presentazione delle conoscenze e del background di esperienze e successi di ogni componente che assumerà una posizione manageriale all'interno della società;
- **strategia:** vengono definite le modalità con le quali conseguire gli obiettivi prefissati dal progetto imprenditoriale, tralasciando i dettagli, che verranno comunicati nel piano operativo, ma concentrandosi sulle linee guida che condurranno alla crescita aziendale. Le strategie aziendali fanno leva sui vantaggi competitivi e devono dimostrarsi coerenti con le previsioni economico-finanziarie e con il *business plan* nel suo complesso;
- **marketing:** è la sezione nella quale vengono definite le campagne pubblicitarie e le reti distributive che si intende utilizzare per penetrare, o ampliare, il mercato di riferimento. In questa parte del *business plan*, sarebbe utile inquadrare l'immagine che la società ambisce avere e la strategia di prezzo da applicare per aggiudicarsi il segmento di mercato di maggiore interesse;
- **piano operativo:** è la descrizione delle attività che si intende intraprendere al fine del raggiungimento degli obiettivi aziendali. I principali contenuti del piano operativo concernono la produzione, la commercializzazione dei prodotti, le attività di ricerca e sviluppo, la costruzione degli impianti ed il fabbisogno di personale. Per ogni area dovrebbero essere definiti obiettivi specifici e termini di realizzazione;
- **piano economico-finanziario:** deve essere in grado di fare emergere l'ammontare di capitali necessari a consentire lo sviluppo del progetto imprenditoriale, così come descritto nel corso del *business plan*. Il piano deve presentare conti economici e stati patrimoniali prospettici per i futuri 3-5 anni, cercando di non eccedere in ottimismo o prudenza previsionale. Nel caso in cui la società sia già in essere, e stia cercando finanziamenti per conseguire processi di crescita, sarà opportuno inserire flussi di cassa e bilanci degli ultimi anni in modo da fornire le informazioni finanziarie storiche agli investitori. Inoltre, sarebbe opportuno includere i principali

indici di bilancio e metterne i risultati a confronto con quelli dei maggiori *competitors*, senza dimenticare di prendere in considerazione diversi scenari e un *range* di variazione delle assunzioni fatte. Infine, occorre definire come, i capitali necessari, verranno suddivisi tra debito ed *equity*, sottolineando quando i primi verranno ripagati ed i secondi avranno opportunità di *exit*.

Il *business plan* è il documento con il quale l'imprenditore presenta ai potenziali finanziatori il proprio progetto, per questo motivo deve essere ben strutturato e trasmettere competenza e professionalità ai lettori. Le previsioni contenute al suo interno dovrebbero attenersi il più possibile a quanto è realmente ottenibile, evitando di eccedere in positività o negatività previsionale. Il *business plan* dovrebbe inoltre essere rivisto e rielaborato nel corso del tempo in modo da rispecchiare l'evoluzione aziendale ed il mutamento di obiettivi e strategie, rimanendo un efficace strumento di gestione e comunicazione del business.

Esistono molteplici schemi di *business plan* elaborati da associazioni di categoria, società di consulenza e manuali. Tra i più utilizzati si veda lo schema consigliato da AIFI (www.aifi.it) e da IBAN (www.iban.it/). Altre informazioni sono rintracciabili nella sezione strumenti utili di "Emilia Romagna Start Up" (www.emiliaromagnastartup.it/), il portale dedicato alla creazione d'impresa innovativa promosso dalla regione Emilia-Romagna. Strumenti utili allo *start-up* di impresa, compreso un modello di *business plan*, sono reperibili sul sito www.nascelimpresa.it

Accordi di riservatezza

Nel momento in cui alcuni investitori si manifestano interessati ad approfondire la conoscenza di progetti d'impresa innovativi, potrebbe accadere che gli imprenditori si dimostrino restii nel fornire tutte le informazioni necessarie ad effettuare una valutazione completa¹⁷. Questo comportamento potrebbe trarre origine dal timore degli imprenditori di subire furti di idee, in conseguenza della diffusione delle informazioni alla base della nascita di una nuova impresa, specialmente se innovativa. Per ovviare a questo problema, nelle fasi iniziali di analisi dell'investitore, potrebbe rivelarsi opportuna la sottoscrizione di un accordo di riservatezza che tuteli il neo imprenditore dall'utilizzo improprio delle informazioni rivelate. L'accordo di riservatezza è in grado di consentire una valutazione più completa dell'azienda, permettendo al *business angel* l'accesso ad una serie di informazioni talvolta determinanti ai fini del processo decisionale e garantendo, allo stesso tempo, la necessaria riservatezza alla proprietà intellettuale. La tutela del contenuto intellettuale risulta infatti essere uno degli elementi più delicati per i settori *high-tech* e, più in generale, per le imprese *seed* a causa dei danni che una fuga di informazioni potrebbe provocare su progetti di impresa non ancora strutturati.

Tutte le informazioni non conosciute al di fuori della società e di carattere confidenziale richiedono una tutela particolare che le parti devono individuare prima che la negoziazione sia avviata o entri in uno stadio avanzato. In particolare negli accordi di riservatezza le parti possono definire¹⁸:

- le informazioni cui si potrà accedere durante la trattativa e quelle che invece potranno non essere rivelate;

¹⁷ Anton e Yao (1998).

¹⁸ Di Chio (2009).

Il business plan deve essere ben strutturato e trasmettere competenza e professionalità ai lettori

L'accordo di riservatezza tutela il neo imprenditore dall'utilizzo improprio delle informazioni rivelate e consente al business angel una valutazione più completa dell'iniziativa

- le modalità di gestione delle informazioni, l'uso che potrà esserne fatto ed i soggetti autorizzati al loro trattamento;
- le modalità di restituzione dei documenti e delle informazioni apprese durante la trattativa nel caso in cui la stessa non abbia un esito positivo;
- la durata dell'obbligo di riservatezza.

3.3 La prosecuzione delle trattative: lettera di intenti e *due diligence*

Lettera di intenti

Una volta che le prime analisi sulla società oggetto di investimento sono state svolte e che l'investitore si è dimostrato interessato nel proseguire le trattative può essere sottoscritta una *lettera di intenti* o *memorandum of understanding* tra le parti, con lo scopo di elencare i punti principali della trattativa in atto. Questo documento permette di esplicitare gli obiettivi di investitore ed imprenditore oltre che le condizioni base entro le quali essi sono disposti a proseguire nel *deal flow*. La lettera di intenti permette quindi di fare emergere, fin dalla fase precontrattuale, le intenzioni delle parti e gli elementi ritenuti indispensabili per la continuazione dell'operazione di investimento. Normalmente, in questa fase il *business angel* evidenzia tutti gli elementi che ritiene propedeutici all'investimento e palesa che il prosieguo delle trattative sarà influenzato dall'esito delle indagini di *due diligence*. Il documento in questione può contenere clausole di riservatezza ed accordi di esclusività delle trattative tra le parti, con cui sorge l'impegno a non intrattenere, contemporaneamente, rapporti atti a concludere simili contratti con altri soggetti.

La lettera di intenti è un accordo che non impegna le parti a concludere il contratto, ma prevede che debba esserci un comportamento di buona fede e correttezza reciproco (art. 1337 cod. civ.), e che le trattative non vengano interrotte senza giustificata motivazione. Per ovviare a controversie circa l'interruzione delle trattative sarebbe consigliabile specificare, con clausole, quali motivazioni consentano il recesso, limitando al recedente le ipotesi di incorrere in responsabilità. Gli accordi di riservatezza ed esclusività sono normalmente le uniche disposizioni contenute nella lettera di intenti con carattere obbligatorio, spesso le stesse sono assistite da sanzioni atte a dissuadere comportamenti in grado di far perdere tempo e denaro ai sottoscrittori.

Due diligence

Quando un investitore è realmente interessato al progetto imprenditoriale che gli è stato presentato, effettua una serie di indagini ed approfondimenti volti a identificare i reali rischi sottostanti l'attività oggetto di investimento. Questo tipo di indagine, chiamata *due diligence*, analizza diverse aree del business tentando di fare emergere punti di forza e debolezza dell'azienda; è pertanto una fase propedeutica alla conclusione del contratto tra imprenditore ed investitore. La fase di *due diligence* comprende tutti quegli accertamenti che gli investitori si

riservano di compiere, normalmente inseriti nella lettera di intenti, come condizione in grado di influenzare il prosieguo delle trattative. Il *business angel* effettua la *due diligence* con lo scopo di tutelare il proprio investimento, accertando la veridicità delle informazioni trasmesse dall'imprenditore mediante il *business plan*, ed investigando l'esistenza di elementi in grado di creare problemi allo sviluppo del progetto d'impresa. Il risultato di questo processo è la predisposizione di un quadro completo della situazione aziendale al momento dell'investimento nonché la base di valutazione delle potenzialità di sviluppo future.

La *due diligence* rivolta ad imprese in fase *seed* o *start-up* risulta un'operazione relativamente meno complessa rispetto a quanto accade normalmente nelle indagini indirizzate a valutare imprese in stadi successivi dello sviluppo aziendale: ciò è dovuto alla breve storia che caratterizza le nuove imprese e che agevola l'individuazione di elementi in grado di creare problemi futuri. Le imprese *early stage* normalmente presentano dimensioni ridotte, struttura finanziaria non complessa ed un numero contenuto di vicissitudini contrattuali e legali, il che consente ai *business angels* di condurre *due diligence* meno costose ed approfondite rispetto agli investitori formali in capitale di rischio, coinvolgendo un numero di consulenti contenuto. Normalmente i costi di *due diligence* non eccedono il 5% del controvalore dell'investimento (AIFI, 2001a).

Solitamente, le aree di business sulle quali verte la *due diligence* sono le seguenti:

- ***due diligence* di mercato:** ha lo scopo di identificare i rischi del mercato in cui opera l'azienda ed il suo posizionamento all'interno di esso; viene effettuata mediante l'analisi di concorrenti diretti, fornitori, clienti, potenziali entranti e produttori di beni sostitutivi;
- ***due diligence* tecnica:** ha lo scopo di analizzare la componente innovativo-tecnologica dei progetti, verificando brevetti e proprietà intellettuale a disposizione dell'azienda;
- ***due diligence* ambientale:** si prefigge di analizzare la regolamentazione ambientale, controllando l'impatto aziendale sull'ambiente, sia allo stato attuale che in previsione dei futuri sviluppi del business;
- ***due diligence* finanziaria:** analizza l'andamento economico finanziario dell'azienda, controlla l'andamento della struttura patrimoniale ed organizzativa, analizza i budget ed i piani economici prospettici, cercando di definire le necessità finanziarie in vista dello sviluppo aziendale;
- ***due diligence* legale:** ha lo scopo di verificare la presenza di cause in atto o in procinto di essere intentate, esaminare i contratti, studiare il quadro normativo che gravita intorno alla società oggetto di acquisizione ed esaminare patti parasociali e libri sociali;
- ***due diligence* fiscale:** si prefigge di indagare le eventuali problematiche fiscali in atto e di valutare il modo migliore per strutturare l'operazione di investimento, sotto il profilo fiscale.

Come detto, il *business angel* che si accinge ad investire in una neo-impresa raramente effettua una *due diligence* approfondita su ognuna delle sopracitate aree del business, sia perché la natura delle aziende target consente un'indagine meno articolata, sia per mantenere contenuti i costi complessivi associati a tale attività. Una delle aree maggiormente interessanti per gli investitori verte sulle dinamiche della tutela della proprietà intellettuale,

La lettera di intenti è un accordo che non impegna le parti a concludere il contratto, ma prevede che debba esserci un comportamento di buona fede e correttezza reciproco

La fase di *due diligence*, propedeutica alla conclusione del contratto, accoglie tutte quelle indagini e approfondimenti volti a identificare i reali rischi sottostanti l'attività

La *due diligence* rivolta ad imprese in fase *seed* o *start-up* risulta meno complessa rispetto a quanto accade per le imprese in stadi successivi dello sviluppo aziendale

Una delle aree da sottoporre a *due diligence* nel caso di imprese in fase *seed* o *start-up* verte sulle dinamiche della tutela della proprietà intellettuale

una delicata area in grado di influenzare, più di altre, le valutazioni su rischi e profittabilità aziendali delle *start-up*. Se ben tutelata la proprietà intellettuale risulta infatti essere un vantaggio competitivo non trascurabile, ma nel caso emergano limiti nel suo utilizzo, elevati costi di brevettazione, inadeguatezze nella gestione di informazioni o controversie circa la violazione di proprietà intellettuali altrui, essa può rivelarsi un elemento in grado di inficiare il prosieguo dell'attività di investimento. In considerazione dell'importanza riconosciuta a questo argomento si è ritenuto opportuno dedicare un volume apposito alla sua trattazione (si veda il volume: "Come tutelare la proprietà industriale").

3.4 Negoziazione del contratto

Una volta che il *business angel* si ritiene soddisfatto da quanto emerso nel corso delle operazioni di *due diligence*, si giunge finalmente alla fase di definizione e formalizzazione dell'accordo tra imprenditore ed investitore, che sancirà l'ingresso di quest'ultimo nella compagine sociale. Il contratto tra le parti è frutto di una negoziazione volta a stabilire le diverse clausole in grado di disciplinare l'investimento dalla fase di ingresso a quella di *exit*, includendo tutti quegli accorgimenti atti a non lasciare spazio ad equivoci nella relazione investitore-imprenditore. Andremo ora ad effettuare una breve rassegna degli elementi che ricoprono maggior importanza.

Negoziazione del contratto: valutazione

Le clausole relative alla valutazione aziendale descrivono le modalità con le quali essa è stata effettuata e sono in grado di esprimere l'ammontare che l'investitore deve apportare per acquisire una determinata quota di partecipazione. Queste clausole hanno lo scopo di chiarire le dinamiche sottostanti i processi che hanno portato ad attribuire un determinato valore alla società, evitando ipotesi di una valutazione non adeguata della quota negoziata.

Le principali tecniche di valutazione della quota di partecipazione

Il processo valutativo, così come inquadrato dalla letteratura, può essere condotto, sia mediante metodi analitici (indiretti) sia mediante metodi di mercato (diretti). I metodi indiretti impostano il processo di stima mediante calcoli basati su grandezze flusso (metodi reddituali e metodi finanziari) o su grandezze stock (metodi patrimoniali). I metodi diretti fanno riferimento agli effettivi prezzi di mercato oppure eguagliano il valore economico dell'impresa al prodotto tra un moltiplicatore di mercato, appartenete a società con caratteristiche comparabili alla target, ed una grandezza espressiva del valore dell'impresa. Le valutazioni effettuate seguendo i metodi analitici sono basate su modelli e formule e vengono definite *valutazioni assolute*, mentre quelle basate sui moltiplicatori sono *valutazioni relative*. Le *valutazioni relative*, a partire dal largo utilizzo che ne è stato fatto da parte delle *merchant bank*, si sono diffuse sempre più, andando a sovrastare l'utilizzo delle *valutazioni assolute*. Le motivazioni principali di questa diffusione possono essere individuate nello sviluppo dei mercati di borsa, un mercato liquido e profondo e un numero elevato di operazioni di M&A

sono infatti un elemento essenziale per l'utilizzo dei moltiplicatori. Inoltre, hanno contribuito alla diffusione dei metodi relativi (diretti), le difficoltà di previsione dei flussi di cassa o reddituali associati all'investimento, nonché le difficoltà di includere beni intangibili all'interno di metodi assoluti, basati su modelli e formule. In conclusione le *valutazioni relative* appaiono sostanzialmente più rapide e meno onerose, ed anche per questo sono le più utilizzate anche da parte degli investitori. Per completezza è necessario ricordare che una valutazione accurata necessita di un utilizzo, almeno in chiave di confronto, di metodi sia relativi, sia assoluti, nonostante ciò comporti un dispendio di tempo e denaro che gli investitori, specialmente se informali, non sono tipicamente disposti ad affrontare.

Per ulteriori approfondimenti si veda Guatri e Bini (2007) e la *homepage* di A. Damodaran [www.damodaran.com/] che illustra, anche attraverso casi pratici, le principali tecniche di valutazione.

I risultati delle valutazioni effettuate dai *business angels* traggono spesso origine da un aggregato di considerazioni che affianca ai tradizionali metodi di valutazioni finanziari, patrimoniali o reddituali, una serie di considerazioni qualitative dettate dall'esperienza degli investitori nel settore di investimento. Oltre alla sensibilità nel cogliere rischi ed opportunità derivanti dall'esperienza, gli *angels* utilizzano il rapporto di conoscenza diretta con gli imprenditori per dare valore aggiunto alla valutazione.

Negoziazione del contratto: principali clausole contrattuali

Le **clausole di dichiarazione e garanzia** sono clausole inserite all'interno del contratto di investimento, con le quali l'investitore intende tutelarsi, facendo ricadere sull'imprenditore la responsabilità relativa alla mancanza di veridicità in determinati documenti prodotti dalla società (es. *business plan*) ovvero al verificarsi di situazioni a danno della società, dovute a comportamenti scorretti non dichiarati all'investitore. Normalmente gli imprenditori sono tenuti a dichiarare che la situazione patrimoniale presentata è stata redatta in modo corretto seguendo i principi contabili e che i beni posseduti ed i marchi utilizzati sono liberi da vincoli che ne possano condizionare e limitare l'utilizzo.

Un aspetto sul quale il *business angel* intende quasi sempre tutelarsi prima della sottoscrizione della quota di partecipazione al capitale sociale è la non concorrenza da parte dell'imprenditore della società target attraverso la sottoscrizione di **clausole di non concorrenza**. Come sottolineato in precedenza i *business angels* tendono ad investire in modo prevalente sulle "persone", riponendo quindi grande importanza sulla figura dell'imprenditore proponente. Il contratto di investimento normalmente include obblighi, per gli imprenditori, di non effettuare alcuna attività, in qualsiasi forma, a favore di società concorrenti alla target, senza aver ottenuto il consenso del *business angel*. Le limitazioni possono inoltre riguardare la detenzione di partecipazioni di controllo in società che esercitano attività concorrenti alla target.

Il contratto può prevedere anche **clausole di indennizzo**; gli accordi tra *angel* ed imprenditore includono, in questi casi, la determinazione degli indennizzi che le parti sono chiamate a risarcire nel caso non adempiano a quanto pattuito nel contratto di investimento.

Il contratto tra le parti è frutto di una negoziazione volta a stabilire le diverse clausole in grado di disciplinare l'investimento dalla fase di ingresso a quella di exit

Le clausole relative alla valutazione descrivono le modalità con le quali si è giunti alla determinazione del prezzo di acquisizione della quota di partecipazione

Le clausole di dichiarazione e garanzia fanno ricadere sull'imprenditore la responsabilità relativa alla mancanza di veridicità di determinati documenti

Le clausole di non concorrenza limitano la facoltà dell'imprenditore di svolgere attività in concorrenza con quelle dell'azienda

Le clausole di indennizzo definiscono a priori l'ammontare dei risarcimenti

Le pattuizioni inerenti la gestione societaria e la regolazione dei rapporti tra soci ricoprono sicuramente uno degli argomenti di maggiore interesse in tema di negoziazione

Lo statuto è la parte di maggiore preminenza dell'atto costitutivo, essendo composto dalle regole che governano la vita della società. Lo Statuto ha efficacia anche nei confronti di terzi

Negoziazione del contratto: closing

Al fine di consentire ai *business angels* di effettuare l'investimento, gli imprenditori si impegnano a deliberare un aumento di capitale sociale e modificare lo statuto della società con nuove pattuizioni atte a regolare le caratteristiche essenziali dell'ordinamento interno della società e le relative norme di funzionamento. Oltre le modifiche statutarie, vengono allegati al contratto anche i c.d. patti parasociali, si tratta di contratti accessori che intercorrono tra i soci al fine di regolare la gestione della società ed i rapporti tra investitore ed imprenditore.

La natura informale ed il basso livello di rigidità degli investimenti intrapresi dai *business angels* difficilmente consente di produrre un elenco preciso ed esaustivo di quelli che possono essere i contenuti di un contratto tra investitore ed imprenditore. Le pattuizioni inerenti la gestione societaria e la regolazione dei rapporti tra soci, ricoprono sicuramente uno degli argomenti di maggiore interesse in tema di negoziazione. Esse sono presenti nella totalità degli investimenti in capitale di rischio e vengono trattate attraverso lo strumento dello statuto e del patto parasociale. In relazione al tipo di investimento ed alla forma giuridica prescelta per la società, parte degli accordi volti a regolare l'ordinamento all'interno dell'azienda ed il rapporto tra i soci, sono inseriti all'interno dei patti parasociali. Questi accordi hanno lo scopo di disciplinare, al di là dello statuto, la collaborazione tra *angels* ed imprenditori e stabilire diritti e poteri, di ciascuna delle parti in causa nelle operazioni di gestione aziendale.

Le norme inserite in statuto hanno efficacia diversa rispetto ai patti parasociali, in quanto, le prime concorrono a definire l'assetto organizzativo della società e hanno efficacia, non solo tra le parti, ma anche nei confronti di terzi.

Statuto

Lo statuto è la parte di maggiore preminenza dell'atto costitutivo, essendo composto dalle regole che governano la vita della società. Il comma 3 dell'art. 2328 c.c. riconosce allo statuto la disciplina delle regole relative al funzionamento della società. Nel caso delle Srl, forma giuridica utilizzata dalla grande maggioranza degli investitori informali, il notevole spazio riservato all'autonomia dei soci e la flessibilità di gestione, consentono di inserire nello statuto, regole che nelle Spa sono confinate ai patti parasociali. Le disposizioni in merito ai contenuti dello statuto sono infatti in grado di conferire un maggiore grado di elasticità ai diritti decisionali riservati a soci ed amministratori nelle Srl. L'utilizzo di questo strumento, al fine di regolare i diritti degli apparenti alla società, deve essere valutato in relazione all'efficacia offerta dallo statuto. A questo scopo è bene ricordare che mentre i patti parasociali sono irrilevanti verso i soci estranei alla sottoscrizione e verso la società, lo statuto ha efficacia reale e non presenta i limiti di durata dei patti parasociali.

Patti parasociali

Come detto, le regole di funzionamento della società e dei suoi organi sociali sono contenute all'interno di statuto e patti parasociali e, nel caso di società partecipate con capitale di rischio, ricoprono il delicato ruolo di regolare la partecipazione e l'influenza del *business angel* nelle attività aziendali.

È bene ricordare che il modo in cui l'investitore informale in capitale di rischio ha facoltà di intervenire nella gestione aziendale, ricopre un ruolo che può rivelarsi decisivo ai fini del successo aziendale, consentendo di trasfondere all'interno della società, in maniera più o meno consistente, le conoscenze e la capacità di "fare impresa" tipiche di un *business angel*.

Andremo ora ad analizzare l'importanza che la sottoscrizione dei patti parasociali può ricoprire in termini di conduzione della società. Per "patti parasociali devono intendersi quei contratti attraverso i quali alcuni soci - e qualche volta anche tutti i soci -, per tutelare loro legittimi interessi o per tutelare meglio interessi già tutelati dalla legge positiva o per sopperire a lacune e deficienze della legislazione o per adeguarsi a sopravvenute ed effettive esigenze della pratica societaria, pongono in essere un regolamento integrativo dei patti contenuti nell'atto costitutivo o nel contratto sociale, che, in qualche caso, può essere anche difforme dalla disciplina positiva"¹⁹.

L'articolo 2341 bis del codice civile li definisce come i patti stipulati al fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società:

- hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni o nelle società che le controllano;
- pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni in società che le controllano;
- hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società.

I patti non possono avere durata superiore a cinque anni e si intendono stipulati per questa durata anche se le 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. I patti parasociali non hanno efficacia reale e sono quindi vincolanti per i soli soci che li sottoscrivono; di contro lo statuto sociale ha efficacia reale e opponibile a terzi e non ha limite temporale. Da un altro punto di vista possono essere inquadrati come gli accordi volti a stabilizzare la società, agendo verso sia una stabilizzazione degli assetti proprietari, sia del governo della società.

I principali argomenti su cui vertono gli accordi extra-statutari sono relativi alla definizione della *corporate governance*, alla limitazione alla circolazione delle azioni (*lock-up*, prelazione e gradimento) e agli accordi in merito al disinvestimento (c.d. patti di co-vendita).

I patti relativi alla *corporate governance* vengono stipulati da parte dei soci per tutelare la loro partecipazione alla gestione dell'impresa, in particolare da parte di soci entranti come i *business angels*, che inserendosi nella compagine societaria necessitano di garantirsi una strada per apportare il loro valore aggiunto. Infatti, la *corporate governance* disciplina il funzionamento degli organi di governo e di controllo di un'azienda, regolamentando l'attribuzione dei diritti decisionali in tema di gestione d'impresa²⁰.

¹⁹ Buonocore (2005).

²⁰ Per ulteriori approfondimenti si veda infra § 3.5.

I patti parasociali sono accordi volti a stabilizzare la società, agendo verso la stabilizzazione sia degli assetti proprietari, sia del governo della società

I patti parasociali non possono avere durata superiore a cinque anni

I patti parasociali relativi alla definizione della corporate governance servono per tutelare la partecipazione dei soci alla gestione dell'impresa e rientrano nel sottinsieme dei c.d. sindacati di voto

Questi obiettivi possono essere perseguiti attraverso accordi rientranti nel sottoinsieme dei c.d. sindacati di voto. Essi sono in grado di regolare l'esercizio del voto, predeterminandone, sempre e solo fra i soci contraenti, le modalità ed i termini, al fine di "stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società" (2341 bis c.c.). A questo scopo, è pratica comune accordare convenzioni di voto in assemblea che prevedano, anche per temi specifici, il raggiungimento di maggioranze più o meno elevate nonché l'unanimità.

Normalmente nei patti parasociali vengono presi accordi volti a riservare il diritto, ad alcuni soci, di ricoprire la carica di amministratori o eleggere figure di fiducia che li rappresentino all'interno degli organi sociali.

Un ulteriore obiettivo comunemente perseguito dai patti parasociali, tende ad evitare che si verifichino situazioni tali da modificare i presupposti sui quali il *business angel* ha investito. L'esempio più comune verte sulla cessione delle quote, da parte di un socio, a terzi non graditi, probabilmente privi delle caratteristiche che hanno spinto l'investitore ad apportare il proprio capitale in azienda. Nell'ambito degli **accordi finalizzati a regolamentare la circolazione delle partecipazioni sociali** rientrano i c.d. sindacati di blocco. Essi hanno lo scopo di evitare l'ingresso in società di terzi non graditi, ossia tendono a mantenere sostanzialmente immutata la composizione della compagine societaria. I patti sono convenuti tra i soci successivamente alla costituzione dell'ente non solo per impedire la circolazione delle azioni, ma anche per limitarla²¹. È necessario annoverare in, questo senso, gli accordi di prelazione, gradimento e *lock-up*.

Le clausole di *prelazione* sono accordi che obbligano il socio che intende trasferire la propria partecipazione, ad offrirla preventivamente agli altri soci, e solo nel caso in cui essi non si dimostrino interessati è libero di cederle a terzi. Le clausole di *gradimento* sono accordi in grado di limitare la circolazione delle azioni, subordinandone il trasferimento al consenso degli organi sociali di riferimento (art. 2355-bis c.c.). Le clausole di *lock-up*, sono accordi che vietano il trasferimento delle partecipazioni senza il preventivo consenso scritto di uno o più soci della società per un determinato periodo, alla fine del quale le parti saranno libere di liquidare la posizione.

Nell'ottica degli *angels* le sopracitate clausole parasociali, hanno lo scopo di agevolare il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo, ricercando impegno e continuità da parte degli imprenditori, portatori del progetto d'impresa, e ponendo limiti alla cessione della loro quota di partecipazione, al fine di creare stabilità nella compagine proprietaria. Ricordando che gli *angels* italiani hanno selezionato il team proponente, come elemento più importante preso in considerazione al momento dell'investimento (IBAN 2010), risulta quindi chiaro come essi vogliano tutelarsi dalla possibilità che soci, che nelle *start-up* ricoprono spesso anche il ruolo di manager, abbandonino la società.

Nel caso in cui avvenga una cessione della partecipazione a terzi, intervengono a tutela dei detentori delle quote sia di maggioranza che di minoranza una serie di accordi definiti patti di co-vendita. I patti di **co-vendita** si articolano nelle clausole *tag-along* e *drag-along*.

²¹ Campobasso (2010).

La clausola *tag-along*, corrisponde al diritto di co-vendere accordato ai soci di minoranza, ossia il diritto, in caso di vendita, di cedere il pacchetto azionario congiuntamente a quello di maggioranza, usufruendo delle stesse condizioni. Il socio di maggioranza ha quindi il diritto di cedere le sue quote solo se la medesima possibilità viene offerta al socio di minoranza.

La clausola *drag-along* corrisponde all'obbligo di co-vendere. Questa clausola comporta l'obbligo, per i soci di minoranza, di cedere la partecipazione congiuntamente alla vendita della quota di maggioranza. I soci di minoranza sono vincolati a seguire la volontà del socio di maggioranza, ma hanno comunque diritto di ottenere le stesse condizioni di vendita. Questa clausola consente ai soci di non rinunciare alle proposte di acquisto di rilevante dimensione condizionate, ad esempio, al raggiungimento di una determinata quota partecipativa che determini il controllo. La clausola *drag-along* permette di evitare il rischio di non trovare un accordo condiviso tra più soci al momento del disinvestimento.

La co-vendita è in grado di generare un vantaggio economico, sia per coloro i quali cedono le partecipazioni sia per coloro che le acquistano, mettendo i primi in condizione di ottenere un prezzo elevato rapportato al valore del premio di maggioranza e consentendo ai secondi l'ottenimento di un pacchetto azionario in grado di permettere una gestione aziendale priva di interferenze, evitando di intraprendere molteplici trattative. Comunemente un socio di minoranza riesce difficilmente a cedere la propria partecipazione a condizioni particolarmente vantaggiose, a meno che ciò non avvenga contestualmente alla cessione della partecipazione di maggioranza. Per questo motivo la prassi degli investimenti informali in capitale di rischio, tipicamente di minoranza partecipativa, prevede precisi accordi di *exit* con il socio di maggioranza.

L'insieme degli accordi contenuti in statuto e patti parasociali è un argomento di particolare interesse per partner finanziari come i *business angels*, comunemente intenzionati ad essere parte attiva nella gestione degli investimenti e a non rimanere "intrappolati" all'interno delle società target, bensì uscirne nel medio periodo ottenendo un guadagno in conto capitale.

3.5 Gestione e monitoraggio dell'investimento

La gestione e il monitoraggio sono le attività che caratterizzano la fase *ex post* dell'investimento, si tratta dell'insieme di azioni, messe in atto dal *business angel*, per controllare che l'andamento aziendale sia allineato con gli obiettivi del progetto. L'attività di monitoraggio è condotta al fine di tutelare il capitale apportato in società ed eventualmente intraprendere azioni correttive della conduzione aziendale, nei limiti delle possibilità di intervento riservate agli investitori. Per questo, il *business angel* normalmente si riserva la possibilità di intervenire nella gestione societaria al fine di mantenere gli investimenti entro i livelli di rischio previsti e, ove possibile, utilizzare il proprio *know-how* per massimizzare il ritorno economico.

Una struttura di statuto e patti parasociali in grado di valorizzare le volontà gestionali del business angel risultano essere un valido strumento contro i comportamenti di azzardo morale

La forma di collaborazione preferibile consiste nella copertura di cariche sociali da parte dell'investitore o quantomeno nella facoltà di eleggere propri rappresentanti negli organi sociali

Nella fase successiva alla conclusione del contratto emerge l'importanza che le trattative, condotte in sede di negoziazione dello stesso, ricoprono in chiave di controllo della condotta aziendale. Una struttura di statuto e patti parasociali in grado di valorizzare le volontà gestionali del *business angel* risultano essere un valido strumento contro i comportamenti di azzardo morale che potrebbero essere intrapresi dagli imprenditori, una volta avviato l'investimento. Il monitoraggio dell'investimento riduce infatti la possibilità che si verifichino comportamenti opportunistici in grado di innalzare il rischio d'impresa in seguito ad utilizzi impropri del capitale ottenuto²².

In particolare viene riconosciuta grande importanza agli accordi in grado di consentire agli investitori di ricoprire cariche sociali o avere la possibilità di nominare componenti degli organi sociali, il che rappresenta uno dei migliori strumenti per il monitoraggio e la gestione d'impresa.

La collaborazione tra business angel ed imprenditore

La modalità con la quale l'investitore interviene nella gestione aziendale dipende dal tipo di collaborazione che si instaura tra *angel* ed imprenditore, e dal tipo di compiti che il contratto di investimento attribuisce alle diverse controparti contrattuali. È bene ricordare che la figura dell'investitore informale in capitale di rischio trova la sua massima espressione quando ha la possibilità di apportare, oltre alle risorse finanziarie, anche capacità gestionali e professionali, contribuendo all'efficientamento dell'intero processo aziendale e al perseguimento degli obiettivi di massimizzazione del valore. Comprensibilmente, il ruolo ricoperto dal *business angel* all'interno della struttura societaria influisce sulle possibilità di intervento in chiave di gestione e monitoraggio dell'investimento, attribuendo il diritto di partecipare più o meno intensamente alle attività aziendali.

Le forme di collaborazione meno strette, tra imprenditore ed *angel*, possono prevedere l'impiego di quest'ultimo come lavoratore dipendente all'interno dell'azienda, come collaboratore o come figura di supporto consulenziale chiamato in casi particolari. Questo tipo di situazioni, nonostante offrano la possibilità di conferire in azienda le competenze professionali degli *angels*, risultano talvolta limitanti, sia in chiave di monitoraggio sia per quanto concerne la possibilità di avanzare azioni correttive nel corso dell'investimento²³.

Una collaborazione, senza dubbio preferibile, al fine di permettere una gestione attiva dell'impresa e influenzare la conduzione aziendale, consiste nella copertura di cariche sociali da parte dell'investitore o quantomeno la facoltà di eleggere propri rappresentanti negli organi sociali. Gli accordi inerenti la facoltà dell'*angel* di ricoprire funzioni di gestione d'impresa sono disciplinate dalla *corporate governance*, a sua volta, normalmente definita in sede di sottoscrizione dei patti parasociali.

È inoltre possibile che il *business angel* non assuma incarichi di collaborazione con l'imprenditore, limitandosi ad erogare il capitale e svolgere un monitoraggio basato sull'analisi di indicatori economico-reddituali e sulle informazioni destinate ai soci. In questo caso, il *business angel* ricopre il ruolo del finanziatore, ossia investitore nel capitale di rischio che non assume incarichi gestionali.

²² Diamond (1984).

²³ Un'indagine condotta dalla Newcastle Business School UK, circa l'impatto ed il coinvolgimento dei business angels nel periodo post investimento, ha messo in evidenza come l'impiego a tempo totale o parziale dell'investitore in azienda in veste di lavoratore o consulente, produca un impatto meno positivo rispetto a tutte le altre opzioni indagate. Per ulteriori approfondimenti si veda Macht (2007).

L'importanza della corporate governance

La *corporate governance* disciplina il funzionamento degli organi di governo e di controllo di un'azienda, regolamentando l'attribuzione dei diritti decisionali in tema di gestione d'impresa. In altri termini, la *corporate governance* "definisce i meccanismi istituzionali di controllo societario, posti in essere da coloro che sono investiti di poteri decisionali"²⁴.

La definizione delle norme di *corporate governance* merita particolare attenzione da parte degli investitori in quanto permette di stabilire il loro grado di coinvolgimento nei processi di gestione aziendale. È evidente che la possibilità di far parte degli organi di gestione e controllo aziendali ricopre un ruolo chiave nell'attività di monitoraggio d'impresa. Un attento utilizzo dalla *corporate governance* assume particolare importanza nel caso delle società per azioni a causa delle rigide ripartizioni che caratterizzano le competenze di soci ed amministratori nonché a causa dei limiti posti alla circolazione delle informazioni.

Nelle spa, una delle scelte di *corporate governance* maggiormente praticate dai *business angels*, al fine di influenzare l'andamento aziendale, è la copertura della carica di amministratore. L'appartenenza all'organo amministrativo consente infatti di partecipare attivamente alla gestione aziendale, influenzando sulle decisioni strategiche e tentando di indirizzarle verso processi di crescita, in grado di aumentare nel tempo il valore della partecipazione. A questo proposito è bene ricordare come molteplici sondaggi abbiano evidenziato positivamente la partecipazione attiva degli investitori informali nella vita aziendale, individuando nella capacità di formulare strategie, il contributo principale fornito dai *business angels* alla società oggetto di investimento. Pertanto, la gestione ed il monitoraggio dell'investimento appaiono come attività in grado di giovare non solo all'investitore, intenzionato a monitorare il proprio investimento di natura finanziaria, ma anche al successo aziendale nel suo complesso. In alternativa all'attribuzione di cariche sociali in capo all'investitore, potrebbe essere previsto che, in merito ad argomenti prestabiliti, le decisioni prese dal consiglio di amministrazione necessitino di approvazione specifica da parte dei soci.

Nelle società a responsabilità limitata, la maggior flessibilità consente di definire statuto e patti parasociali in modo da attribuite specifiche competenze ai soci e stabilire che essi godano di particolari diritti. In fase post investimento, questo quadro può agevolare il monitoraggio di alcune tematiche ritenute particolarmente rilevanti, riservando ai soci il diritto di assumere ogni decisione al riguardo.

Un secondo ambito, interessato dalle norme di *corporate governance* e di indubbia rilevanza in materia di monitoraggio, riguarda il diritto alle informazioni. L'investitore che intende monitorare l'andamento economico della società nella quale ha investito necessita di avere accesso alle informazioni riguardanti gli affari sociali. Se ciò non costituisce un problema per quanto riguarda i soci delle Srl, altrettanto non si può affermare nel caso delle società per azioni.

Nelle Srl è infatti riconosciuto all'investitore in capitale di rischio, in quanto socio, anche se non coinvolto nella gestione, il diritto di avere dagli amministratori notizie sull'andamento degli affari sociali e di consultare, anche avvalendosi di professionisti di fiducia, i libri sociali e i documenti relativi alla amministrazione (art. 2476, comma 2 c.c.). Questi diritti all'informazione consentono una supervisione delle decisioni intraprese dalla società permettendo il *monitoring* dell'investimento.

²⁴ Tartaglia Policini (2000).

La corporate governance disciplina il funzionamento degli organi di governo e di controllo di un'azienda

I sondaggi evidenziano la necessità di una partecipazione attiva degli investitori informali nella vita aziendale, individuando nella capacità di formulare strategie il contributo principale fornito dai business angels

Nel caso in cui l'investimento avvenga in società per azioni, il socio-investitore non risulta autorizzato ad avere accesso alle informazioni inerenti le scelte gestionali e l'andamento degli affari sociali. A tal proposito emerge, ancora una volta, l'importanza delle trattative svolte in sede di sottoscrizione del contratto, in particolare le norme di *corporate governance*. Gli accordi volti a definire la gestione ed il controllo aziendale possono infatti consentire diritti di informazione all'investitore in duplice maniera. In *primis* investendo il *business angel* della carica di amministratore, rendendolo quindi parte attiva della gestione, ed attribuendogli, di conseguenza, l'accesso a tutte le informazioni rilevanti. In secondo luogo possono essere previsti accordi specifici, mediante i quali l'investitore si riserva il diritto di ottenere informazioni e notizie periodiche sull'andamento della società, pur non assumendo alcuna carica sociale.

Nonostante gli accordi parasociali possano prevedere specifici diritti di informazione riservati ai soci, il diverso trattamento informativo, esistente tra Spa e Srl, è una delle ragioni in grado di spiegare la propensione degli *angel* italiani verso quest'ultima forma societaria.

Un ulteriore aspetto sul quale verte la *corporate governance*, riguarda la possibilità di utilizzo del diritto di veto da parte dei soci. Anche per quanto concerne il diritto di veto, le norme di *corporate governance* insistono nell'obiettivo di regolare l'accesso alla gestione aziendale, potendo stabilire che, in determinate circostanze, il consenso di alcuni di essi sia condizione necessaria all'assunzione delle decisioni degli organi sociali. In altre parole, la formulazione di opportune norme di *corporate governance* può riservare al *business angel* il diritto di veto su alcuni temi ritenuti rilevanti. Il diritto di veto viene normalmente concesso in merito a decisioni in grado di condizionare l'andamento aziendale o inerenti a materie nelle quali il socio in questione possiede competenze pregresse.

Un'ulteriore tecnica con la quale effettuare il monitoraggio dell'investimento, consiste nell'erogazione del capitale accordato in più *round* successivi. Questo metodo, alternativo all'erogazione del capitale in un'unica soluzione, viene chiamato *staging* ed è più comunemente utilizzato quando i livelli di incertezza ed opacità dell'azienda target sono elevati. Lo *staging* consente di subordinare il completo finanziamento del capitale al raggiungimento di *milestones* preaccordate tra le parti.

3.6 Il processo di disinvestimento

Il disinvestimento del capitale apportato all'interno di un progetto imprenditoriale rappresenta il termine naturale del processo. Gli investimenti informali in capitale di rischio sono caratterizzati, come noto, da elevati livelli di incertezza che rendono difficilmente prevedibile il momento nel quale il valore aziendale sarà cresciuto al punto tale da soddisfare le attese di *capital gain* degli investitori. Fermo restando le difficoltà previsionali, le *best practices* in materia di disinvestimento sono sempre più orientate all'inserimento, in fase di negoziazione con l'imprenditore, delle *way-out* percorribili dagli *angels*. A questo proposito, l'imprenditore e l'investitore possono

inserire particolari clausole nel contratto, che regolano tale operazione, chiamate clausole di uscita o *exit*. Questa tendenza è riscontrabile anche dai risultati dell'ultimo sondaggio condotto da IBAN [2011], nel quale emerge che oltre il 60% degli *angels* italiani preferisce predefinire l'uscita dall'investimento.

Le modalità di disinvestimento percorribili sono:

- *initial public offering* [IPO]: quotazione della società all'interno di un mercato dei capitali, regolamentato o meno;
- *trade sale*: cessione della quota di partecipazione ad un'altra società. Normalmente l'acquirente è un operatore industriale, interessato ad entrare in possesso dell'impresa;
- cessione della partecipazione ad un altro investitore finanziario (tipicamente un *venture capitalist*) in grado di intervenire nelle fasi successive dello sviluppo aziendale con apporti di capitale più consistenti;
- *sell back*: retrocessione della partecipazione all'imprenditore, portatore del progetto iniziale o riacquisto della partecipazione da parte del management societario [MBO/MBI];
- cessazione dell'attività.

Tra le diverse opzioni percorribili esiste una strategia di disinvestimento migliore delle altre? A priori non è possibile identificare la modalità di disinvestimento migliore; ciononostante, nella parte seguente del lavoro, verranno tratteggiati i punti di forza e di debolezza di ognuna delle alternative a disposizione del *business angel*.

IPO [Initial Public Offering]

La scelta che viene comunemente identificata come preferibile per rientrare dall'investimento, da parte di finanziatori che abbiano apportato capitale di rischio alla società, è la quotazione su mercati regolamentati e non²⁵. Questa tesi è supportata dal fatto che la quotazione permette di proseguire efficacemente lo sviluppo aziendale, raccogliendo nuovi capitali e allargando il numero dei soci senza modificare la struttura di controllo aziendale, grazie ad un collocamento delle azioni tra una vasta platea di investitori. Portare la società sul mercato permette inoltre di migliorarne visibilità e prestigio, senza dimenticare la possibilità di incrementare lo *standing* creditizio.

Una volta quotata, l'azienda è soggetta ad una continua valutazione da parte del mercato, in grado di permettere l'utilizzo di sistemi di incentivazione e monitoraggio del management particolarmente efficaci. Infine, la quotazione è particolarmente appetibile per gli azionisti poiché, tendenzialmente, è in grado di condurre al raggiungimento di prezzi che consentono *capital gain* più consistenti, rispetto alle altre tipologie di dismissione, nonché ottenere un guadagno ulteriore derivante dall'incremento del valore post quotazione.

Nonostante la sopracitata serie di motivazioni che individuano la quotazione come modalità di dismissione preferibile, nella realtà italiana, la quotazione in Borsa risulta ancora poco utilizzata, un fenomeno in linea con quanto osservato a livello europeo²⁶.

²⁵ Forestieri (2007).

²⁶ Banca d'Italia (2009).

D'altro canto, è doveroso ricordare che il collocamento dei titoli è il frutto di un processo lungo e costoso, che richiede la presenza di una serie di imprescindibili requisiti da parte delle aziende. I requisiti di ammissione ai mercati, nonostante presentino differenze collegate ai diversi segmenti, sono normalmente conseguibili solo dalle imprese più consolidate e mature. In funzione di quanto detto, è possibile spiegare il numero relativamente contenuto di società che trova accesso ai listini, in modo particolare quando presentano le tipiche caratteristiche dimensionali delle società oggetto di investimento da parte di *business angels*.

I dati presentati da IBAN, circa i disinvestimenti nel mercato informale del capitale di rischio, confermano la quotazione come la modalità meno utilizzata per la dismissione delle partecipazioni, tendenza peraltro confermata dai dati di AIFI che fanno riferimento alle operazioni di disinvestimento degli operatori formali.

È doveroso sottolineare come negli ultimi anni siano sorti mercati con requisiti di quotazione meno severi, e per questo più accessibili ed adatti anche ad aziende meno strutturate rispetto a quelle appartenenti al listino principale [MTA]. Per l'Italia, si fa riferimento ai due sistemi multilaterali di negoziazione gestiti da Borsa Italiana SpA: MAC [Mercato Alternativo del Capitale] e AIM Italia entrambi rivolti alle piccole imprese che intendono accedere al mercato del capitale di rischio, attraverso una procedura semplificata.

Nonostante la formazione di questi mercati la quotazione, annoverata tra le preferibili forme di disinvestimento dei finanziatori di *venture capital*, risulta la soluzione preferibile solamente per il 20% dei *business angels* italiani. Riscuotono invece maggior interesse, in ordine di preferenza, le strategie di *trade sale*, la cessione ad altri investitori e la retrocessione al team imprenditoriale proponente. Questo risultato è spiegato dalla maggiore fattibilità riconosciuta alle sopracitate strategie di uscita, decisamente più economiche e veloci della scelta della quotazione.

Trade sale

Il *trade sale* consiste nella cessione societaria a nuovi soci industriali, o fusione con altra società e rappresenta la modalità di *exit* più diffusa tra le società partecipate da *business angels*. Il *trade sale* permette l'ottenimento di una buona valorizzazione della partecipazione grazie al *premium price* che il socio industriale è normalmente disposto a pagare per entrare con completo controllo di un'azienda strategicamente interessante, senza dover affrontare molteplici transazioni per acquisirlo. Si tratta di un'operazione più economica, veloce e semplice rispetto a una IPO ed a volte è l'unica opzione percorribile da parte di alcune imprese minori.

L'adeguatezza del ricorso al *trade sale* può essere esemplificata ripensando brevemente all'operato di un investitore informale in aziende nelle prime fasi di sviluppo. Le attività di supporto condotte dai *business angels* dovrebbero agevolare il completo sviluppo del prodotto e portarlo alla fase industriale, non dimenticando la tutela della proprietà intellettuale. Una volta che il prodotto è pronto, la presenza di numerose società ben organizzate sotto il profilo industriale e commerciale e disposte a pagare ingenti cifre per acquisire i progetti sviluppati, può rappresentare la *way-out* ricercata dai *business angels*. Le clausole *tag-along* e *drag-along*, presentate nella descrizione dei patti di co-vendita, intervengono nel caso del *trade sale*, consentendo la cessione delle

azioni nel loro complesso ed appianando eventuali disaccordi tra i soci. Questi accordi hanno il pregio di coordinare i soci nella cessione delle quote permettendo loro di ottenere un prezzo maggiore rispetto ad una cessione parziale, consentendo agli acquirenti di acquisire il pieno controllo della società ed evitando che soci in minoranza rimangano "intrappolati" nella società.

"... adottare un approccio strategico diverso, lavorando immediatamente con un concetto di exit..." "... la preparazione di una strategia di exit improntata sul trade sale appare come la scelta che più si adatta alle caratteristiche dell'angel investing..." partecipante alla XII convention IBAN per sottolineare l'importanza di pianificare, fin da subito, la modalità con cui il business angel intenderà monetizzare la propria partecipazione

Vendita ad altri investitori

In alternativa alla cessione ad un nuovo socio industriale la partecipazione del *business angel* potrebbe essere ceduta ad altri investitori, normalmente in grado di supportare l'impresa anche nelle fasi di sviluppo successive a quelle in cui l'*angel* è in grado di intervenire. Il *business angel* difficilmente si protrae, nel supporto dell'azienda oggetto di investimento, oltre la fase *start-up* e, anche quando riesce ad organizzarsi in sindacati di finanziamento, non raggiunge quasi mai l'ammontare di capitale necessario a sostenere la fase di *expansion* di un'azienda. In questo senso, soluzioni di continuità al finanziamento aziendale ed *exit way* per i *business angels* possono essere trovate nella cessione delle quote dagli investitori informali a quelli formali. Queste strategie potrebbero essere implementate mediante la collaborazione, come in parte già si sta avviando, tra *business angels* e *venture capitalists*. La collaborazione tra investitori formali e non, è in grado di creare situazioni vantaggiose per entrambe le parti, raggiungibili mediante coordinamento, scambio di informazioni e di *best practices*. Le informazioni utili a giudicare la qualità dei progetti, che gli *angels* possono mettere a disposizione degli investitori formali, consentirebbero di migliorare notevolmente le possibilità di *exit* mediante vendita ad altri investitori. In altre parole i *venture capitalist* potrebbero mettere a disposizione *exit way*, in cambio di informazioni sulle *start-up* nelle quali i *business angels* stanno effettuando il primo *round* di finanziamento. L'instaurarsi di sinergie con i *venture capitalist* rappresenta quindi un'importante risorsa, in grado di migliorare l'investimento in sequenza tra i diversi investitori e professionalizzare gli *angels*, grazie allo scambio delle migliori pratiche con operatori più esperti. Nonostante i *network* di *angels* stiano lavorando in questo, senso le vendite ad altri finanziatori rappresentano ancora una quota minoritaria dei disinvestimenti realizzati.

Sell back o vendita al team imprenditoriale

La retrocessione della partecipazione all'imprenditore è una modalità di disinvestimento che può essere prevista fin dalle fasi iniziali di sottoscrizione del contratto. Solitamente ciò si verifica attraverso l'utilizzo di un contratto di tipo *put option* che prevede il diritto dell'investitore di vendere, al socio imprenditore, la propria partecipazione ad una data prefissata, o al verificarsi di un dato evento, ad un prezzo di cui siano state fissate le modalità di

Il trade sale costituisce la strategia di exit più diffusa tra le società partecipate da business angels

In alternativa al trade sale la partecipazione potrebbe essere ceduta ad altri investitori. La soluzione di continuità vedrebbe il passaggio di quote dalla figura del business angel a quella del venture capitalist

La retrocessione della partecipazione all'imprenditore può essere limitata dalle difficoltà economiche che l'imprenditore deve sopportare per riacquistare la partecipazione

formazione o di cui una terza parte si occuperà. Questo tipo di dismissione presenta il vantaggio per l'*angel* di non dover ricercare un socio industriale e per l'imprenditore di non dover abbandonare il progetto d'impresa del quale si è fatto, fin dal principio, promotore. La criticità, presente in questo tipo di *exit*, è rappresentata dalle difficoltà economiche che l'imprenditore deve sopportare per riacquistare la partecipazione dell'*angel* e che non sempre la rendono una strategia percorribile. Il campione di disinvestimenti indagato da IBAN nel corso del 2010 ha evidenziato solo un 13 % di uscite mediante vendita al team imprenditoriale.

Cessazione dell'attività

Un'ulteriore modalità di disinvestimento, che viene intrapresa nel caso in cui le sopracitate strategie non riescano ad essere avviate, consiste nello scioglimento anticipato della società o nel recesso da parte del *business angel*. *Exit* di questo tipo, possono essere stabilite in sede di negoziazione del contratto, prevedendo la cessazione dell'attività nel caso in cui, dopo un certo periodo di tempo, non vengano raggiunti determinati obiettivi ritenuti essenziali per lo sviluppo del progetto imprenditoriale. Inoltre, possono essere causa di recesso i cambiamenti apportati all'oggetto sociale e le specifiche ipotesi previste dall'art. 2437 c.c. per le Spa e art. 2473 c.c. per le Srl. Questi articoli hanno lo scopo di permettere al socio di uscire dalla società nel momento in cui non ne condivida più le scelte o quando si verifichi una rilevante modificazione dei suoi diritti.

La legge prevede che il socio che esercita il recesso abbia diritto di ottenere il rimborso della propria partecipazione. Essa viene tendenzialmente determinata calcolando il valore di mercato, ma diversi criteri, che tengano conto di ulteriori elementi suscettibili di valutazione, possono essere indicati nello statuto. Per quanto concerne il rimborso della partecipazione, l'articolo 2473 c.c. prevede che esso possa avvenire mediante l'acquisto da parte di un altro socio o di terzi. Qualora ciò non avvenga, il rimborso è effettuato utilizzando le riserve disponibili, riducendo il capitale sociale o liquidando la società.

CAPITOLO 4 Il punto di incontro tra domanda ed offerta in Italia

L'informalità dei *business angels* presenta indubbi vantaggi nell'attività di finanziamento delle aziende *start-up*, ma presenta alcune criticità, relative alla visibilità di questa categoria di investitori. I *business angels* hanno per lungo tempo agito nell'anonimato e si sono limitati ad effettuare finanziamenti nel capitale di rischio di aziende appartenenti alla rete di conoscenze personali. Le opportunità di investimento nascevano esclusivamente dal passaparola con partner commerciali ed amici, o più raramente dai rapporti del *business angel* con figure professionali, come commercialisti e avvocati. Questo contesto implica evidentemente una difficoltà di incontro tra i progetti imprenditoriali e gli investitori informali, lasciando sostanzialmente al caso la possibilità di concludere un *deal*. La mancanza di visibilità dei *business angels* implica una inefficienza del mercato, che si traduce in un numero relativamente ridotto di investimenti effettuati, rispetto al totale delle opportunità di investimento. Nel corso del tempo si sono sviluppati alcuni servizi con lo scopo di migliorare la visibilità dei *business angels* e consentire il *matching* tra domanda e offerta. A questo fine verranno presentati alcune tra le principali modalità che possono rappresentare un punto di incontro tra domanda e offerta, con un'attenzione particolare dedicata alla realtà italiana.

4.1 I *business angels network*

Nel corso del tempo si sono sviluppati alcuni servizi con lo scopo di migliorare la visibilità dei *business angels* e consentire il *matching* domanda e offerta. I primi passi in questo senso sono stati mossi con la creazione di appositi spazi, in riviste specializzate e siti *web*, dedicati alla presentazione di progetti di impresa bisognosi di finanziamento. Queste iniziative consentirono un parziale miglioramento del mercato ma presentavano la criticità di permettere anche ai *business angels* meno esperti di operare a contatto con le imprese nascenti, recando danno al movimento dell'*informal venture capital*. A partire dagli anni novanta sono nati, ancora una volta negli

Il *matching*, ovvero l'incontro tra domanda e offerta, costituisce uno dei momenti più critici dell'intero processo

Stati Uniti, alcuni *network* strutturati, che riuniscono coloro che vogliono intraprendere la strada dell'investimento informale. I BAN (Business Angel Network), sono associazioni di *business angels* che hanno il compito di mettere gli investitori in contatto tra loro, favorendo il reciproco scambio di informazioni ed opportunità ed agevolando l'incontro con gli imprenditori proponenti. Il valore aggiunto che i BAN normalmente apportano consiste in:

- scelta dei progetti imprenditoriali da sottoporre agli *angels* affiliati. Attraverso operazioni di *pre-screening* vengono portati sul tavolo dei *business angels* solamente i progetti di impresa potenzialmente più interessanti, riducendo notevolmente i costi di *scouting* normalmente sostenuti da un *angel* che operi a livello individuale;
- selezione degli *angel* affiliati, creando associazioni di *angel* esperti e competenti e migliorando l'intero mercato dell'*informal venture capital*. A questo scopo i BAN offrono programmi di *training* ai *business angels* con lo scopo di professionalizzarli;
- diffusione delle *best practices* internazionali ed offerta di servizi di consulenza all'investimento e post-investimento;
- rappresentanza della categoria verso le istituzioni politiche;
- coordinamento degli investimenti tramite la costituzione di sindacati di *angels*.

A seguito della nascita dei *network*, la visibilità dei *business angels* è decisamente migliorata, generando una maggiore efficienza del mercato dell'*informal venture capital*. Queste nuove strutture hanno consentito una grande evoluzione dell'*angel investing*, offrendo ai portatori di progetti imprenditoriali la possibilità di trovare strutture idonee a favorire l'incontro con investitori competenti. Il maggior pregio dei BAN è la circolazione delle informazioni che, per un mercato informale ed anonimo, è lo strumento principale per attenuare le inefficienze.

Grazie alla reciproca conoscenza e allo scambio di informazioni tra *business angels*, si è potuto assistere allo sviluppo di investimenti in sindacato. Questo tipo di azione, coinvolge più *angels*, che intervengono contemporaneamente nell'apporto di capitale verso un'impresa, riuscendo quindi a raggiungere importi di investimento più elevati rispetto ad interventi individuali. Investire in sindacato rappresenta una straordinaria risorsa per diminuire il *gap* nel finanziamento tramite *equity*, consentendo un supporto più duraturo allo sviluppo delle imprese. La presenza di più *angels* impegnati nel medesimo investimento consente inoltre di avere a disposizione un ampio bagaglio di conoscenze ed esperienze che può essere impiegato ai fini del successo aziendale. Gli investimenti in sindacato stanno diventando sempre più utilizzati nei mercati europei, seguendo le orme dei paesi *leader* nell'*informal venture capital*, Gran Bretagna e Stati Uniti.

I BAN hanno, normalmente, natura territoriale, in accordo con la caratteristica dei *business angels* di ricercare le opportunità di investimento nelle stesse aree nelle quali essi risiedono o lavorano. Lo sviluppo ed il successo dei BAN ha portato alla nascita di *network* di dimensioni sempre maggiori, con lo scopo di coordinare le attività delle reti locali, diffondendo linee guida comuni che consentano la circolazione delle informazioni e delle *best practices*. Questo processo ha portato alla nascita di BAN nazionali (come IBAN – Italian Business Angel Network) e continentali (come EBAN – European Business Angel Network), punti di coordinamento e di riferimento per i BAN locali in grado di contribuire a creare un ambiente favorevole allo sviluppo dei *business angels*.

Allo scopo di incrementare la professionalizzazione degli appartenenti ai *network*, i BAN organizzano programmi di *training* o giornate di formazione nelle quali i *business angels* vengono equipaggiati delle nozioni necessarie per operare al meglio nel mercato degli investimenti informali. Gli argomenti di formazione riguardano principalmente: la selezione delle opportunità di investimento, la valutazione di progetti e team imprenditoriale, l'interpretazione del *business plan*, la collaborazione con altri investitori, gli (IPR) *intellectual property rights* e gli aspetti legali e fiscali maggiormente collegati alla nascita di una nuova iniziativa imprenditoriale.

Il ruolo dei *network* nell'agevolare l'incontro tra domanda e offerta è talmente rilevante che la Kauffman Foundation - fondazione statunitense punto di riferimento per favorire crescita economica, innovazione e imprenditorialità diffusa - ha predisposto una guida, scaricabile gratuitamente, indirizzata ad identificare il tipo di associazione/club/network più adeguato in relazione alle caratteristiche del territorio di riferimento [www.kauffman.org/entrepreneurship/angelcapitaleducationfoundation.aspx].

Dal focus group ... “...secondo me, l'idea del club, della riunione di diverse figure che possono attivarsi sia dal punto di vista finanziario, sia dal punto di vista delle conoscenze può essere sicuramente valida e può coprire diversi problemi”...

... “...troppe volte entrambe le parti non sanno dove rivolgersi. Quando nessuno sapeva che facevo il business angel per trovare un'opportunità ci mettevo un mese, ora sono bersagliato...”

4.2 Gli incubatori

Un ulteriore canale in grado di agevolare l'incontro tra progetti imprenditoriali innovativi e *business angels* potrebbe derivare dagli incubatori di impresa (si veda il volume: “*Start-up: dal progetto al mercato*”). Nel corso di alcune interviste rivolte ad investitori è emerso che l'ambiente più naturale per canalizzare giovani progetti imprenditoriali verso i servizi di investimento offerti dai *business angels* sarebbe un incubatore d'impresa.

Gli incubatori sono strutture nelle quali ricercatori e giovani imprenditori possono sviluppare i loro progetti, usufruendo di una serie di risorse e servizi che consentono la crescita di nuove aziende. Si tratta di spazi fisici in grado di ospitare neo imprese, mettendo loro a disposizione apparecchiature tecniche, risorse umane e competenze aziendali utili a facilitarne lo sviluppo. Gli obiettivi degli incubatori sono: incrementare l'imprenditorialità nel mondo della ricerca, agevolare il trasferimento tecnologico, favorire l'incontro con potenziali investitori privati, reperire e distribuire sovvenzioni statali con lo scopo di sviluppare il territorio.

L'incubatore può essere *profit oriented*, ossia orientato a fornire servizi dietro il pagamento di un congruo corrispettivo. Questa tipologia di incubatori, di tradizione statunitense, prevede operatori prevalentemente privati ed intenzionati ad assumere quote partecipative nelle aziende ospitate al fine di ottenere guadagni in conto capitale.

L'incubatore *non profit oriented* opera facendo ricorso al denaro pubblico, sostenendo l'economia territoriale in cui opera, attraverso l'insediamento di nuove aziende tecnologicamente avanzate. Questo secondo tipo di incubatore, meno recente e più affermato in Italia, persegue prevalentemente obiettivi di sviluppo ed accrescimento del benessere collettivo.

La realtà italiana presenta prevalentemente due tipologie di incubatori:

- gli incubatori di matrice universitaria sorgono per sostenere lo sviluppo di *spin-off* accademici, tentando di portare sul mercato i prodotti derivanti dai processi di ricerca. Tali incubatori si caratterizzano per una presenza fisica all'interno dell'ateneo, una incubazione dei progetti di studenti e ricercatori universitari ed una consolidata relazione con aziende sponsor di progetti innovativi²⁷. In queste strutture vengono messi a disposizione dei ricercatori spazi, laboratori e strumenti utili a facilitare lo sviluppo di progetti;
- gli incubatori di matrice pubblica/privata hanno lo scopo di agevolare la creazione di imprese nel territorio, utilizzando risorse statali o regionali ed offrendo servizi materiali ed immateriali.

Particolarmente importanti appaiono gli "acceleratori d'impresa": incubatori dove le *start-up* rimangono per un breve periodo di tempo (qualche settimana o pochi mesi) per lavorare con *mentor* e consulenti al perfezionamento di strategie, *business model*, *business plan* ed *elevator pitch* con l'obiettivo di diventare "*investor ready*" ovvero di essere in grado di presentare in modo credibile il proprio business ad un investitore.

Dal focus group ... "...forse l'ambiente più naturale per catalizzare giovani idee imprenditoriali potrebbe essere accostare questo contenitore e questa vetrina di offerta in prossimità di un incubatore di impresa..."

Il prosieguo dell'analisi è indirizzato alla presentazione delle esperienze più significative sviluppate in Italia sul tema dell'*angel investing*.

²⁷ AIFI (2001b).

4.3 IBAN (Italian Business Angel Network)

Italian Business Angel Network (IBAN) è l'associazione italiana degli investitori informali in capitale di rischio [www.iban.it]. Nasce il 15 marzo 1999 diventando in poco tempo l'organizzazione di riferimento dei *business angels* italiani. IBAN è in grado di mettere gli investitori in contatto tra loro, favorendo il reciproco scambio di informazioni ed opportunità, agevolando l'incontro con gli imprenditori. In ambito nazionale, IBAN svolge un ruolo di coordinamento e di sviluppo dei BAN locali e dei BAN tematici, definendo le linee guida da seguire e diffondendo le *best practices*, mentre in ambito internazionale è membro fondatore di EBAN (European Business Angel Network), una associazione continentale che comprende i *network* di *angels* di ventidue paesi europei. IBAN si pone come interfaccia tra istituzioni politiche e la categoria dei *business angels* inoltre, facendo parte del Consiglio direttivo in rappresentanza dell'Italia, ha consentito l'ottenimento di adeguati finanziamenti da parte dell'Unione europea e l'instaurazione di convenzioni con l'ambiente finanziario ed istituzionale.

Il circuito IBAN è composto da: soci autonomi ed operativi, BAN territoriali plurisettoriali, BAN tematici e Club di Business Angel. I BAN territoriali e tematici, al momento (ottobre 2011) affiliati ad IBAN, sono visibili nella mappa seguente (Figura 4.1):

Figura 4.1 BAN affiliati a IBAN [ottobre 2011]



I BAN TERRITORIALI sono coordinati da IBAN, ma rimangono sostanzialmente autonomi nelle scelte di gestione, hanno la caratteristica di agevolare l'incontro tra domanda ed offerta di capitali in un determinato territorio. I BAN territoriali sono quelli di: Bologna [www.banbologna.it]; Campania [www.bancampania.it]; Lazio [www.bic Lazio.it]; Umbria [www.gepafin.it]; Sardegna [www.bansardegna.it]; Trentino [www.trentinosviluppo.it] e Veneto [www.banveneto.it].

I BAN TEMATICI agevolano lo sviluppo di progetti di impresa inerenti ad uno specifico settore, selezionando *business angels* specializzati e sviluppando specifiche competenze tecnico operative, sono in grado di offrire un valido punto di riferimento ai neo imprenditori del settore. Tra i BAN tematici più importanti si segnala Digital BAN [www.iban.it], il network dedicato all'*Information communication technology*; Club Med tech [www.iban.it] dedicato al settore biomedicale, in particolare quello diagnostico che ricerca le idee innovative direttamente negli ambienti accademici di eccellenza. Infine, Piemontech club [www.piemontech.it] dedicato agli investimenti in imprese emergenti nei settori ICT, biotecnologie, tecnologie biomediche, meccanica avanzata, energia e servizi innovativi.

Una delle attività più importanti, coordinate da IBAN, è il processo di *matching* tra domanda (imprenditori) ed offerta (*business angels*) di capitale. Dal lato della domanda, tale processo tende a preparare l'imprenditore all'incontro con la rete dei *business angels* associati. Il primo *step* consiste in una pre-selezione e validazione dei progetti, al quale seguirà, per i progetti più meritevoli, un percorso di supporto agli imprenditori circa la stesura del *business plan* e la presentazione del progetto ai *business angels* (*elevator pitch*). Dal lato dell'offerta di capitale viene eseguita una definizione del profilo dei *business angels*, seguita da un processo di formazione in cui vengono identificate le priorità di investimento. In base alle priorità identificate i *business angels* saranno invitati a partecipare a comitati di valutazione dei progetti ed ai forum di investimenti nei quali avverrà il contatto con l'imprenditore. Le attività di IBAN permettono quindi un sostanziale aumento della visibilità degli *angels*, agevolando lo *scouting* di progetti imprenditoriali che, senza il supporto di un *network*, raggiungerebbero gli investitori solo occasionalmente. È inoltre opportuno sottolineare che il processo di *matching* svolto da IBAN consente un incremento del livello qualitativo degli investimenti, grazie al processo di selezione e supporto svolto sul lato della domanda e quello di formazione sul lato dell'offerta. Questo percorso di professionalizzazione consente alle controparti di giungere preparate al momento dell'incontro, aumentando pertanto la possibilità di finanziamento delle iniziative imprenditoriali.

4.4 I *business angel club*

I Club di *angels* (o *business angel club*) rappresentano un'ulteriore forma associativa, parallela a quella dei *network*, nella quale gruppi di investitori si riuniscono con lo scopo di condividere le proprie conoscenze e confrontarsi in modo diretto. Lo scopo dei club è quello di permettere lo scambio di competenze ed informazioni tra i soci, cercando di migliorare l'attività di investimento, anche grazie ad operazioni in sindacato tra i soci o co-investimenti. Verranno in seguito presentati, senza pretesa di completezza e in maniera schematica, alcuni tra i principali club operanti in Italia.

Italian Angels for Growth

Italian Angels for Growth (IAG) è il maggiore Club di *business angels* in Italia [www.italianangels.net]. L'associazione, è formata da imprenditori, manager e professionisti intenzionati ad investire nel capitale di un'azienda nella fase iniziale di sviluppo (*early stage financing*) al fine di sostenerne la crescita.

L'attività di IAG è promossa e gestita esclusivamente da investitori individuali e, attraverso operazioni di selezione ha l'obiettivo di offrire agli 85 soci l'opportunità di investire nelle migliori aziende *start-up* che presentino un alto contenuto di innovazione e potenziale di successo. Ogni socio ha dato la disponibilità per un impegno economico pari o superiore 100.000 €. IAG ha un *commitment* di circa 11 milioni di euro; al momento (giugno 2011) ne sono stati investiti 3,2 (2,3 negli ultimi 18 mesi), nel corso di 9 iniziative in sindacato e 2 iniziative individuali.

Attraverso l'aggregazione di *business angels*, IAG offre la possibilità di ridurre i rischi tramite la diversificazione, distribuendo gli impegni economici su più iniziative ed avendo tra i propri associati *business angels* competenti in diversi settori. Uno degli obiettivi del club è infatti la commistione delle competenze tra *angels*. Normalmente IAG ha la possibilità di affiancare ad ogni *deal* un esperto dell'industria specifica ed uno dell'industria finanziaria. Inoltre l'operare in sindacato consente di visionare molti progetti il che risulta fondamentale in un settore come quello dell'*early stage*, dove la percentuale di investimenti che vengono portati a compimento è molto bassa.

IAG concentra la propria attenzione in aziende nella fase *seed* o *start-up* (indicativamente da 0 a 2 milioni di euro di fatturato in entrata), con un elevatissimo potenziale di crescita e scalabilità, e che permettano di arrivare almeno ai 5-10 milioni di euro di fatturato in un lasso temporale di 3-5 anni. Il club ha la possibilità di effettuare investimenti nella fascia 200.000-500.000 euro per ogni iniziativa, inoltre IAG può agire affiancata da un fondo *seed*, che consente di raddoppiare gli importi investiti.

“Le aziende devono essere caratterizzate da una forte innovazione proprietaria, spesso tecnologica, di prodotto o di processo che permetta di individuare un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo, in settori sia innovativi che tradizionali. La collocazione aziendale può essere su tutto il territorio italiano, purché si tratti di zone facilmente raggiungibili da almeno un socio; c'è inoltre la possibilità di fare investimenti anche su società estere geograficamente vicine all'Italia.

IAG ha raggiunto un importante livello di deal flow. Giungono, infatti, all'associazione una media di 2 progetti al giorno. Le proposte pervengono direttamente all'associazione oppure sono individuate da IAG attraverso le diverse Business Plan Competition, la rete di contatti con IBAN ed EBAN, i parchi tecnologici o gli incubatori. A livello operativo i business plan che giungono all'associazione sono soggetti ad una fase di preselezione da parte di un team interno di business angels, alla quale segue la fase di offerta ai soci tramite una presentazione di 2/4 progetti, ritenuti meritevoli. Le presentazioni avvengono durante le apposite riunioni che si tengono 4/6 volte all'anno. In tali riunioni, l'imprenditore ha 15 minuti per presentare il proprio progetto e 15 minuti per rispondere a domande da parte dei soci. Il deal champion, referente del sindacato interessato, ed il team interno guideranno la due diligence e l'eventuale negoziazione dei termini e condizioni dell'investimento. I progetti che superano la fase di due diligence e quella negoziale verranno offerti a quei soci che desidereranno sottoscrivere l'investimento”. Estratto da un'intervista a un membro di Italian Angels for Growth.

Venture community

Il Club è promosso dal Gruppo Giovani Imprenditori Assolombarda con lo scopo di favorire la creazione d'impresa [www.giovanimpreditori.com]. Venture community è un punto di incontro che supporta gli imprenditori con un progetto di impresa, avvicinandoli sia al mondo dei finanziatori istituzionali (fondi di *venture capital*, *private equity* e banche) sia ad investitori informali. Il club assiste imprenditori e professionisti nella ricerca di nuovi soci industriali (aziende associate Assolombarda); di nuovi soci finanziari e nella ricerca di finanziamenti per lo sviluppo mediante presentazione a soggetti bancari convenzionati con l'associazione.

"Lo scopo che il club si propone è che chiunque abbia un'idea d'impresa possa andare in Venture community e trovare una serie di imprenditori business angels o investitori istituzionali interessati a valutare ed eventualmente investire nell'impresa. Venture community persegue l'obiettivo di relazionare i progetti imprenditoriali con coloro i quali siano in grado di apportare sia capitali che capacità di creare un'impresa". Estratto da un'intervista a un membro dei Giovani Imprenditori Assolombarda.

Club degli investitori di Torino

Il club degli investitori di Torino [www.clubdeglinvestitori.it/] è un'associazione formata da circa 40 investitori piemontesi intenzionati ad investire in società di nuova o recente costituzione, aventi consistente contenuto innovativo ed elevato potenziale di crescita. Il club si propone di offrire il coinvolgimento di un gruppo di persone la cui rete di contatti ed esperienze possa contribuire allo sviluppo delle aziende oggetto di investimento.

I progetti di impresa giungono al Club sia tramite le conoscenze personali dei soci sia grazie ad un fondo *seed* (Piemontech) al quale partecipano, in veste di azionisti e partner, il Politecnico di Torino, l'Unione Industriale e gli enti locali piemontesi Eurofide ed Eporgen. Il club ha ricevuto una sovvenzione pubblica; il settore pubblico si accolla infatti i costi degli analisti e professionisti coinvolti, consentendo una richiesta di *fee* limitate agli investitori.

Il portatore di un progetto di impresa deve inviare il proprio *business plan* al club, il quale effettuerà una selezione seguendo i seguenti criteri: innovazione e mercato di riferimento dei prodotti o servizi, qualità del management e collocazione geografica. Il modello di investimento degli investitori di Torino è definito "*driving distance*", vengono quindi presi in considerazione solo gli investimenti all'interno della regione Piemonte in modo da consentire uno stretto contatto *angels*/imprenditori.

Piemontech si propone di investire in 4-5 progetti all'anno, nei quali i soci del Club hanno il ruolo di co-investitori, con un obiettivo di investimento suddiviso al 50% tra le parti. I progetti vengono presentati all'interno delle riunioni mensili del Club. Nel caso di interesse all'investimento viene individuato un *business angel* rappresentate che parteciperà al consiglio di amministrazione aziendale e sarà il referente sia per il Club che per l'azienda finanziata.

Open coffee club Roma

Open coffee club Roma [www.opencoffeeroama.wordpress.com] ha lo scopo di incoraggiare chi ha appena avviato un'iniziativa imprenditoriale, creando un luogo di incontro virtuale e reale, indirizzato allo scambio di esperienze ed informazioni tra persone vicine al mondo delle *start-up*.

"Un format vincente che conquista e appassiona per la sua semplicità ... Una nuova community che si cala nella realtà imprenditoriale romana per valorizzarne l'economia locale ... Un punto d'incontro per integrare la cultura scientifica e la cultura imprenditoriale con il fine di generare occasioni di crescita basate sullo scambio di idee e sulla produzione di nuova conoscenza". Estratto da un'intervista a uno dei promotori dell'iniziativa.

Il Club di Roma ha deciso di anticipare gli incontri periodici "dal vivo", attraverso la formazione di un gruppo aperto sul *social network* LinkedIn, registrando oltre un centinaio di adesioni.

Neon Club

Neon Club [info@neonclub.net] è una associazione di recente costituzione (Giugno 2011) nata per accompagnare e supportare imprese nascenti. L'obiettivo è quello di colmare un *gap* presente nel contatto tra imprenditori ed investitori, tentando di rendere le aziende appetibili all'investimento, accompagnandole nella presentazione di progetti d'impresa agli *angels*. In pratica, un gruppo di investitori si aggrega con lo scopo di sopperire alla mancanza di supporti finanziari e di *know-how* per le aziende *start-up* ed *early stage*. Il club vorrebbe tentare di creare aggregazioni tali da superare il fenomeno dell'*equity gap*. Gli *angels* che aderiscono corrispondono una *fee* minima indirizzata alla copertura dei costi di gestione e si impegnano a valutare l'opportunità di sindacare operazioni di investimento. Per le aziende le *fee* vengono richieste solo in caso di investimento e possono essere corrisposte mediante quote dell'azienda in modo tale da non privare le aziende *start-up* di risorse liquide liberamente disponibili.

TMRW Venture Club

È un club di recente costituzione (aprile 2011), caratterizzato da soci prevalentemente giovani che hanno deciso di denominare il club con l'abbreviazione di *Tomorrow* [tmrwclub.com]. TMRW Venture club si caratterizza per ricercare proattivamente i progetti più interessanti attraverso figure definite *value hunters*, e per avere una dimensione globale grazie alle 3 sedi Milano, Singapore e Silicon Valley. Il settore di riferimento è prevalentemente quello digitale. Il club si propone di focalizzare l'*exit* dall'investimento fin dal giorno zero, allineando le aziende ai criteri di valutazione che i potenziali acquirenti futuri potranno applicare. Gli obiettivi di *break even point* sono a 18 mesi mentre quelli di *exit* sono a 3 anni.

Oltre a Club e BAN esistono anche piattaforme *web* dedicate all'incontro tra domanda ed offerta, tra queste, **Start-up Business** è una piattaforma sorta con lo scopo di porre in relazione *start-up* e *spin-off*, investitori, imprese, istituzioni, centri di ricerca, università, acceleratori d'impresa, incubatori, parchi scientifici e tecnologici, cercando di facilitare l'incontro di domanda ed offerta [www.startupbusiness.it].

4.5 Le strutture presenti in Emilia Romagna

Al fine di inquadrare il mercato in cui operano i *business angels* in Emilia Romagna abbiamo ritenuto utile una mappatura delle principali associazioni presenti in regione che operano con lo scopo di facilitare la creazione e lo sviluppo di impresa.

BAN Bologna

Nel maggio 2001 è stata costituito BAN Bologna, una rete fra investitori informali e imprese improntata sul rapporto fiduciario, con sede a Bologna, affiliata ad IBAN [www.banbologna.it/]. BAN Bologna è un'iniziativa cofinanziata dalla Regione Emilia-Romagna²⁸, costituita in un'ottica privatistica da una larga compagine di soggetti promotori tra i quali la provincia di Bologna e ASTER.

BAN Bologna si propone di sviluppare il tessuto economico dell'Emilia Romagna, supportando le PMI e promuovendo la cultura degli investimenti a titolo di capitale di rischio. È una struttura permanente "no-profit", che intende agevolare l'incontro tra imprenditori in cerca di fonti finanziarie ed investitori informali in grado di mettere a loro disposizione capitale e *know-how*. Nella conduzione del processo di incontro domanda-offerta, BAN si fa supportare in quello che è lo *screening* delle idee più interessanti e le inserisce all'interno di una banca dati, mentre in parallelo gestisce una banca dati di *business angels*.

Periodicamente BAN organizza dei momenti denominati "Forum di investimenti", dove le nuove imprese si presentano e viene data la possibilità ai *business angels* accreditati di partecipare e incontrare le aziende che stanno ricercando un investitore.

Aster

ASTER [www.aster.it] è il Consorzio tra la Regione Emilia-Romagna, le Università, gli Enti di ricerca nazionali operanti sul territorio - CNR ed ENEA - l'Unione regionale delle Camere di Commercio e le Associazioni imprenditoriali regionali. Il consorzio è nato con lo scopo di promuovere e coordinare azioni per lo sviluppo del sistema produttivo regionale verso la ricerca industriale e strategica; azioni per il trasferimento di conoscenze e competenze tecnologiche e azioni per lo sviluppo in rete di strutture dedicate alla ricerca di interesse industriale promosse in collaborazione con Università, Enti di ricerca e imprese operanti in Emilia-Romagna (si veda il volume: "Start-up: dal progetto al mercato").

²⁸ Ai sensi della Misura 2.2., Azione A, del Programma Triennale per le Attività Produttive per gli anni 1999-2001.

Aster è un consorzio regionale che mette insieme tutte le Università, tutti gli enti di ricerca, tutte le associazioni di categoria presenti in regione e quindi rappresenta il sistema economico regionale nel suo complesso. Questa struttura si pone come strumento operativo di politiche industriali della regione, fungendo da facilitatore e da strumento dell'attuazione delle politiche regionali per la ricerca e l'innovazione. Aster interviene con servizi ed attività supportati da fondi pubblici, cercando di facilitare l'incontro tra l'offerta di ricerca e la domanda di innovazione da parte delle imprese. A questo scopo Aster propone il catalogo della ricerca dell'Emilia Romagna, che è una sistematizzazione di tutte le *core competence* presenti in regione, in modo da agevolare l'individuazione della giusta competenza per ogni area tematica (energia, ambiente, ICT). Oltre a questo, Aster si occupa di una serie di facilitazioni all'incontro tramite i cosiddetti "*brokerage events*", incontri *one to one* di incrocio domanda-offerta, anche con referenti stranieri che fanno circuitare le loro offerte e richieste attraverso le reti internazionali.

In merito alla creazione di impresa Aster presenta l'incubatore We Tech Off, offrendo opportunità di incubazione, quindi servizi gratuiti per gruppi che sono intenzionati a costituirsi in impresa o anche per neonate imprese che hanno voglia di crescere e lanciarsi sul mercato. Tali servizi consistono nelle verifiche di fattibilità del progetto, elaborazione di un *business plan*, formazione, consulenze e contributi finanziari finalizzati all'avvio dell'attività imprenditoriale vera e propria, e servizi mirati ad accompagnare le neo-imprese nella delicata fase di fuoriuscita dall'incubatore. L'accesso a questi servizi è basato su un processo di selezione.

Per quanto concerne la finanza innovativa, Aster ha avviato una forte collaborazione con BAN Bologna allo scopo di promuovere lo sviluppo economico della Provincia di Bologna e della Regione Emilia-Romagna, di sviluppare cultura e strumenti di capitale di rischio, di elevare la capacità manageriale e la disponibilità di capitali per le imprese della regione. Lo scambio di informazioni tra Aster e BAN Bologna alimenta l'attività di *matching* domanda offerta e lo sviluppo di programmi di finanza innovativa per *spin-off* e realtà imprenditoriali.

Un ulteriore programma a cui Aster partecipa è *Spinner*, "*Interventi per la qualificazione delle risorse umane nel settore della ricerca e della innovazione tecnologica*". *Spinner* è il programma della Regione Emilia-Romagna dedicato alla preparazione delle persone, per lo sviluppo di idee e di progetti innovativi ad alto livello di conoscenza, in collaborazione con università, centri di ricerca e imprese operanti sul territorio regionale. Per le aziende c'è la possibilità, investendo il 50% nella borsa di ricerca, di individuare un giovane talento da poter inserire in un progetto di innovazione o ricerca industriale.

DemoCenter-Sipe

DemoCenter-Sipe è un centro di innovazione e trasferimento tecnologico che offre alle aziende informazioni e conoscenze sulle nuove tecnologie attraverso le competenze presenti sul territorio modenese, grazie alle quali sviluppa le idee imprenditoriali e assicura opportunità di crescita competitiva [www.democentersipe.it]. Il centro si occupa, da un punto di vista strettamente operativo, di mettere in contatto le imprese con il sistema della ricerca e lo fa attraverso strumenti molto concreti che sono prevalentemente dei bandi per l'accesso a finanziamenti agevolati ai quali possono partecipare le imprese ed il mondo della ricerca.

DemoCenter-Sipe sta cercando di attivare quello che è un servizio di creazione di impresa, non presente a Modena, il cui scopo finale è effettivamente la creazione di un incubatore di impresa.

Una delle iniziative più importanti intraprese da DemoCenter-Sipe, in tema di creazione di impresa, è il progetto InnovaDay che si propone di supportare *start-up* d'impresa *high-tech* e valorizzare idee, tecnologie e brevetti nei settori: Biotecnologie; *Green technologies*; Meccanica/Elettronica/ICT. Per ogni settore è stato realizzato un percorso suddiviso in 4 fasi: fase *call* per la presentazione dei progetti; fase di *selezione* da parte di un comitato tecnico scientifico; *training full immersion* della durata di 1 giorno; fase di *business matching* nel quale i progetti selezionati incontreranno imprese, imprenditori, *business angels*, fondi d'investimento, banche, *merchant bank* e *advisor* specializzati nei settori di riferimento ed interessati a valorizzare idee innovative.

“Il percorso è stato avviato nel 2009 con l’obiettivo di intercettare delle idee innovative, in quanto Modena non aveva una grossa expertise al riguardo, e tentare di portarle al vaglio agli imprenditori. Dopo un primo anno in cui non è stato utilizzato un sistema di valutazione dei progetti è seguita una fase di valutazione astratta del business plan, fatta da docenti universitari e consulenti di DemoCenter, per poi giungere alla attuale valutazione completa. Infatti, quest’anno Innova day coinvolgerà all’interno dei sistemi di valutazione sia business angels che banche ed imprenditori, affiancandoli a docenti universitari e consulenti. Il tema che è emerso nel corso del tempo è che il business plan non appare come lo strumento più adatto per potere valutare in maniera coerente dei giovani imprenditori che si lanciano sul mercato. Per queste motivazioni è stato elaborato un format semplificato di presentazione del progetto, per fare in modo che chi ha un’idea innovativa o una start-up non debba impiegare troppo tempo nella stesura di un business plan. Inoltre, quest’anno Innova day ha introdotto un training full immersion di un giorno, con lo scopo di superare l’impreparazione davanti all’investitore. A questo scopo Innova day ha contattato Betsy Robinson, una della maggiori esperte di coaching in Italia...”. Estratto da un’intervista ad uno dei consulenti di DemoCenter-Sipe.

CAPITOLO 5

FAQ (Frequently asked question)

- Chi sono i *business angels*?

Sono imprenditori, dirigenti, liberi professionisti in attività o in pensione, che dispongono di mezzi finanziari da investire, di un buon bagaglio di esperienze e di una buona rete di conoscenze. Acquistano partecipazioni, solitamente di minoranza, in aziende con alto potenziale di sviluppo, con l’obiettivo di ottenere un elevato rendimento sul capitale investito nell’operazione.

- Come posso entrare in contatto con le imprese target?

Le modalità di incontro domanda offerta, tradizionalmente utilizzate dai *business angels*, traggono origine dalle informazioni circolanti all’interno della loro sfera di conoscenze personali. Negli ultimi anni, però, si è assistito ad un grande sviluppo di BAN (Business Angel Network) e Club di *angels*, associazioni in grado di permettere il contatto con le imprese target, in modo più strutturato e sistematico, allontanandosi da un concetto di “passaparola”.

- A cosa serve la rete/network dei *business angels*?

Un *business angels network* può aiutare a colmare il divario tra domanda e offerta in quanto mette in contatto i *business angels* e gli imprenditori; organizza forum e incontri periodici con gli operatori; assiste alla redazione ed allo sviluppo di un *business plan*.

- Quali caratteristiche devo possedere per diventare un *business angel*?

In funzione dell’attività di investimento che un *business angel* deve affrontare, sono necessarie buona propensione al rischio e spirito imprenditoriale. La tipicità di intervento verso imprese *seed* e *start-up* richiede investitori in possesso di: - capitali (utilizzabili nel lato finanziario dell’operazione); - *know-how* strategico ed industriale; - esperienze di marketing ed incremento delle relazioni commerciali (utilizzabili nel lato consulenziale dell’operazione).

• **Quanto capitale devo mettere a disposizione?**

Solitamente gli investimenti spaziano da 25.000 € a 250.000 €. Grazie alle operazioni in sindacato è possibile effettuare investimenti con più *angels*, consentendo un impegno finanziario ridotto da parte di ogni singolo investitore, associato alla possibilità di partecipare a molteplici operazioni, usufruendo di un effetto diversificazione del rischio.

• **Quanto guadagno?**

Il guadagno consiste normalmente in un ritorno finanziario sotto forma di *capital gain*. Tale plusvalenza è chiaramente commisurata all'incremento di valore raggiunto dall'azienda oggetto di investimento. Inoltre, possono essere previste dal contratto remunerazioni per il tempo e le consulenze che il *business angel* fornisce all'impresa target. In accordo con la filosofia di investimento perseguita dagli investitori informali, esistono anche ritorni di tipo non finanziario, individuabili in: soddisfazioni personali, avvicinamento a nuove tecnologie, miglioramento della rete economica locale.

• **In che modo posso effettuare l'investimento?**

La forma di intervento più praticata, nonché maggiormente opportuna per ambo le parti in causa, consiste nell'aumento di capitale. Mediante questo strumento è possibile incrementare le risorse finanziarie a disposizione dell'azienda, in modo duraturo, ed assicurare al *business angel* la possibilità di divenire parte attiva nella gestione aziendale, apportando il proprio *know-how* ed esercitando azioni di *monitoring* sul proprio investimento.

• **Quale forma societaria è più appropriata?**

Fermo restando che la formazione di una nuova società non risulta essere sempre necessaria, la forma societaria preferita, e maggiormente utilizzata dai *business angels*, è la Srl, grazie a maggiore flessibilità e ai minori costi. Questa forma societaria è utilizzata nell'80% dei casi italiani di investimento informale.

• **Come posso riconoscere un buon *deal*?**

In prima battuta, per riconoscere la qualità di un progetto imprenditoriale è presumibile una buona conoscenza del settore in cui esso è destinato a svilupparsi. È infatti ricorrente che la scelta delle imprese target, per un *business angel*, avvenga all'interno di settori di competenza, in cui la conoscenza della materia trattata e della rete commerciale che la circonda, sono ben note. La valutazione di un'opportunità di investimento prende in considerazione una molteplicità di fattori. Tra quelli maggiormente utilizzati dagli investitori si possono rintracciare:

- le caratteristiche del *management team* in termini di esperienza nel settore, capacità imprenditoriali, ampiezza e complementarità delle conoscenze;
- le caratteristiche di attrattività e innovazione del prodotto/servizio;
- le dimensioni potenziali e la contendibilità del mercato di riferimento;
- la sostenibilità del vantaggio competitivo in relazione alle tendenze tecnologiche e innovative;
- le potenzialità di disinvestimento e di realizzazione di elevate *performance*.

• **Quali sono i principali strumenti utilizzati nella scelta dei *deal***

Lo strumento maggiormente utilizzato per indagare la validità di un progetto è l'analisi del *business plan*, all'interno di esso, gli elementi che dovrebbero primariamente attrarre l'attenzione del *business angel* sono il potenziale di crescita del mercato e la qualità e motivazione del team dei manager.

3Fs - Family/Friends/Fools capitale apportato attraverso le risorse personali dell'imprenditore o della famiglia e di amici.

A

Acceleratore d'impresa infrastruttura per velocizzare la crescita di start-up.

Accordo di riservatezza accordo scritto con il quale investitore e imprenditore si impegnano a non rivelare a terzi soggetti, non direttamente coinvolti nell'operazione, i contenuti della trattativa in corso e tutte le notizie acquisite nell'ambito della stessa.

Adverse selection vedere selezione avversa.

AIFI Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital riunisce la gran parte degli investitori istituzionali nel capitale di rischio presenti in Italia.

AIM Italia sistema multilaterale di negoziazione gestito da Borsa Italiana dedicato alle piccole e medie imprese ad alto potenziale di crescita.

Angel investing mercato/settore del finanziamento in capitale di rischio via *business angel*.

ASTER consorzio tra la Regione Emilia-Romagna, le Università, gli Enti di ricerca nazionali operanti sul territorio - CNR ed ENEA - l'Unione regionale delle Camere di Commercio e le Associazioni imprenditoriali regionali nato con lo scopo di promuovere e coordinare azioni per lo sviluppo del sistema produttivo regionale verso la ricerca industriale e strategica.

Azzardo morale forma di opportunismo post-contrattuale, che può portare gli individui a perseguire i propri interessi a spese della controparte, confidando nella impossibilità, per quest'ultima, di verificare la presenza di dolo o negligenza.

B

BAN Business Angel Network associazioni di *business angels* che hanno il compito di mettere gli investitori in contatto tra loro, favorendo il reciproco scambio di informazioni ed agevolando l'incontro con gli imprenditori proponenti.

Benchmark punto di riferimento per una misurazione. In ambito economico-finanziario è utilizzato per identificare un parametro oggettivo di riferimento al quale rapportare un certo risultato.

Best practices insieme di strategie e processi che consentono di produrre un risultato superiore alla media.

Break even point punto di pareggio di un'iniziativa.

Brokerage events incontri *one to one* di incrocio domanda-offerta, anche con referenti stranieri che fanno circuitare le loro offerte e richieste attraverso le reti internazionali.

Business angels investitori informali privati che supportano la nascita ed il primo sviluppo di progetti imprenditoriali, prevalentemente innovativi, apportando sia capitale, sia capacità gestionali, normalmente esprimibili attraverso un'attiva partecipazione alla conduzione aziendale.

Business angels finanziari si occupano principalmente di fornire i capitali necessari senza assumere incarichi gestionali. L'attività svolta, è principalmente limitata al controllo dell'operato imprenditore.

Business angels imprenditori *angel* che si dedicano in modo più sistematico alla ricerca di progetti imprenditoriali meritevoli di finanziamento.

Business angels industriali non si limitano al finanziamento bensì partecipano attivamente all'attività gestionale con il loro *know-how* e le loro capacità professionali e manageriali.

Business angels occasionali operatori che agiscono in modo non sistematico, cogliendo le sole opportunità di investimento che sono emerse grazie alle conoscenze personali e lasciando il ruolo di *angel investor* a episodi isolati nel tempo.

Business angels "virgin" operatori normalmente privi di conoscenze approfondite circa le dinamiche dell'*angel investing* che, pur non avendo mai investito, sono alla ricerca di un valido progetto imprenditoriale dove apportare la liquidità in eccesso.

Business Model insieme delle soluzioni organizzative e strategiche attraverso le quali l'azienda acquisisce e gestisce il vantaggio competitivo.

Business plan documento che descrive un progetto imprenditoriale, delineando il contesto, le scelte strategiche e operative ritenute più opportune, le prospettive economiche e il fabbisogno finanziario connessi all'iniziativa.

Business plan competition concorso tra idee imprenditoriali innovative, che vengono valutate tramite il *business plan*.

Buy out comprendono le azioni intraprese da gruppi manageriali interni (*management by out*) o esterni (*management by in*) all'impresa con lo scopo di acquisirne il controllo. Se condotte tramite debito (*leverage by out*) sfruttano la capacità dell'azienda target di ripagare i finanziamenti ottenuti, grazie ai flussi di cassa che produce o che produrrà, dopo le operazioni di riorganizzazione.

C

Capital gain guadagno in conto capitale che coincide con la differenza tra prezzo di acquisto e valore di cessione della partecipazione.

Cash flow flussi di cassa monetari che derivano dall'attività complessiva di impresa.

Clausola di dichiarazione e garanzia clausole inserite all'interno del contratto, con le quali l'investitore intende tutelarsi, facendo ricadere sull'imprenditore la responsabilità relativa alla mancanza di veridicità di determinati documenti prodotti dalla società ovvero il verificarsi di situazioni a danno della società, dovute a comportamenti scorretti non dichiarati all'investitore.

Clausola di gradimento accordi in grado di limitare la circolazione delle azioni, subordinandone il trasferimento al consenso degli organi sociali di riferimento.

Clausola di indennizzo accordi tra *angel* ed imprenditore che includono la determinazione degli indennizzi che le parti sono chiamate a risarcire nel caso non adempiano a quanto pattuito nel contratto di investimento.

Clausola drag-along accordo che attribuisce ai nuovi soci di controllo il potere di acquisire l'intero pacchetto azionario senza essere costretti a subire la presenza di soci di minoranza ostili in quanto il socio venditore ha diritto di vendere, insieme alla propria partecipazione, anche le azioni dell'altro socio, solitamente di minoranza, il quale ha comunque diritto alle medesime condizioni contrattuali ed al medesimo prezzo pro quota del socio venditore.

Clausola di lock-up accordi che vietano il trasferimento delle partecipazioni senza il preventivo consenso scritto di uno o più soci per un determinato periodo temporale.

Clausola di non concorrenza obblighi, per gli imprenditori, di non effettuare alcuna attività, in qualsiasi forma, a favore di società concorrenti alla target, senza aver ottenuto il consenso del *business angel*. Le limitazioni possono inoltre riguardare la detenzione di partecipazioni di controllo in società che esercitano attività in concorrenza con la target.

Clausola di prelazione accordi che obbligano il socio che intende trasferire la propria partecipazione, ad offrirla preventivamente agli altri soci, e solo nel caso in cui essi non si dimostrino interessati è libero di cederla a terzi.

Clausola tag-along accordo che tutela la posizione dei soci di minoranza, ai quali è assicurata una *way out* in quanto la clausola obbliga un socio, solitamente, il partner industriale o il socio di maggioranza, che intenda vendere ad un terzo la propria partecipazione, a procurare la vendita delle quote partecipative dell'altro socio (di solito, il socio finanziatore o comunque quello di minoranza), quote che il terzo acquirente si obbliga ad acquistare alle medesime condizioni.

Closing momento della conclusione di un'operazione di investimento generalmente coincidente con la girata delle azioni (quote) della società acquisita e il conseguente versamento del prezzo di acquisto da parte dell'investitore.

Club di business angel ulteriore forma associativa, parallela a quella dei *network*, nella quale gruppi di investitori si riuniscono con lo scopo di condividere le proprie conoscenze e confrontarsi in modo diretto.

Co-investimento vedere investimento in sindacato.

Coaching attività di addestramento e formazione indirizzata all'ampliamento delle abilità relazionali e strategiche.

Commitment impegno ad investire o a gestire assunto da una parte nei confronti di un'iniziativa imprenditoriale.

Core competencies competenze distintive di un'impresa.

Corporate governance insieme delle regole che definiscono i comportamenti da rispettare per il buon governo dell'impresa e i rapporti tra i soci e il management.

D

Deal investimento effettuato da un investitore nel capitale di rischio.

Deal flow flusso delle opportunità di investimento individuate e analizzate da un investitore nel capitale di rischio.

DemoCenter - SIPE centro di innovazione e trasferimento tecnologico che offre alle aziende informazioni e conoscenze sulle nuove tecnologie attraverso le competenze presenti sul territorio modenese.

Development capital investimento in capitale di rischio effettuato nelle fasi di sviluppo di un'impresa, in particolare tale modalità viene utilizzata nell'ambito della fase espansiva (*expansion*).

Diritto di veto accordo di *corporate governance* che stabilisce che, in determinate circostanze, il consenso di alcuni dei soci sia condizione necessaria all'assunzione delle decisioni degli organi sociali.

Disinvestimento cessione da parte dell'investitore della quota di partecipazione detenuta.

Drag-along option vedere clausola *drag-along*.

Due diligence fase propedeutica alla conclusione del contratto tra imprenditore ed investitore consistente in una serie di indagini volte a identificare i reali rischi sottostanti l'attività oggetto di investimento.

E

Early growth stage prima parte della *growth phase* fase in cui l'azienda continua a sviluppare la distribuzione del prodotto ed aumentare la capacità produttiva.

Early stage momento dell'avvio di nuove iniziative. Si divide in: *seed* - fase di ricerca e sperimentazione del progetto - e *start-up* - fase di vero e proprio avvio dell'attività.

Early stage financing capitale per le fasi iniziali di un'impresa: *seed financing* e *start-up financing*.

Elevator pitch documento di presentazione dei progetti predisposti dall'imprenditore che espone gli aspetti salienti di un'iniziativa imprenditoriale.

Equity termine utilizzato per indicare i mezzi propri di una azienda, ovvero il valore netto posseduto dagli azionisti di una società, dopo che sono stati soddisfatti tutti i debitori.

Equity gap scarsità di investimenti a titolo di capitale di rischio nelle fasi iniziali di vita delle imprese.

EVCA European Private Equity and Venture Capital Association associazione che riunisce gli operatori di *Private Equity* e *Venture Capital* presenti sul mercato a livello europeo.

Executive summary prima parte del *business plan* che introduce in modo chiaro e conciso gli argomenti che verranno approfonditi nel resto del documento.

Exit fase di dismissione dell'investimento.

Expansion financing serie di interventi effettuati in imprese già esistenti che necessitano di capitali per consolidare e accelerare la crescita in atto.

F

Fase della maturità identifica la fase nella quale le aziende hanno solitamente esigenze di ristrutturazione societaria conseguibili attraverso operazioni di *turnaround*, *replacement* o *buy out*, che consentono sostituzioni complete o parziali nella compagine societaria.

Fase growth identifica la fase di sviluppo ed espansione aziendale, nella quale sono necessari i capitali atti a supportare la crescita di progetti di impresa già avviati e consolidati.

Fase start-up fase del ciclo di vita dell'impresa; momento in cui il progetto, sviluppato nelle fasi precedenti, trova accesso al mercato.

Fondi seed fondi specializzati nel finanziamento della fase precompetitiva, spesso sono una divisione di fondi di *venture capital*.

Formal venture capital segmento di mercato del *venture capital* nel quale operano investitori professionali che agiscono effettuando una raccolta di capitale presso terzi. Tipicamente operatori *venture capitalist* e *private equity*.

I

IBAN Italian Business Angel Network associazione italiana che raduna e coordina *business angels networks* presenti in Italia.

ICT Information and Communication Technology.

Incubatore struttura creata da soggetti pubblici o privati in cui si possono fisicamente localizzare, per un periodo in genere di 3-4 anni, le nuove imprese.

Informal venture capital segmento di mercato del venture capital nel quale operano gli investitori informali di capitale di rischio, tipicamente i *business angels*.

Investitori formali vedere *formal venture capital*.

Investimento in sindacato o *syndication* operazione effettuata in compartecipazione da più investitori.

Investor readiness essere in grado di presentare in modo credibile il proprio business ad un investitore.

Investor ready vedere *investor readiness*.

IPO *Initial Public Offering* offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione di azioni di un'impresa, finalizzata ad avviare il processo di quotazione in Borsa.

IPR *Intellectual Property Right* forme di tutela della proprietà industriale.

K

Know-how insieme delle conoscenze e delle abilità operative necessarie per svolgere una determinata attività.

L

LBO *Leveraged Buy Out* operazione volta ad acquisire il controllo di una società (target), utilizzando la leva finanziaria e ricorrendo ai flussi di cassa (ovvero alla cessione di *assets*) della società acquisita per rimborsare i capitali necessari per la stessa operazione ed i relativi interessi.

Lettera di intenti accordo che non impegna le parti a concludere il contratto, ma prevede che debba esserci un comportamento di buona fede e correttezza reciproco e che le trattative non vengano interrotte senza giustificato motivo.

Lock-up vedere clausola di *lock-up*.

M

MAC Mercato Alternativo del Capitale mercato riservato a investitori professionali rivolto alle piccole imprese costituite nella forma di società per azioni che intendono accedere al mercato del capitale di rischio, attraverso una procedura semplificata.

Matching momento di incontro tra la domanda e l'offerta di capitale di rischio.

MBI *Management Buy In* operazioni finalizzate al cambiamento totale della proprietà di un'impresa a favore di un gruppo di manager esterni alla stessa.

MBO *Management Buy Out* operazioni finalizzate al cambiamento totale della proprietà di un'impresa a favore di un gruppo di manager interni alla stessa.

M&A *Merger and Acquisition* attività di fusione e acquisizione che rientrano nell'ambito delle operazioni di finanza straordinaria.

Memorandum of understanding vedere lettera di intenti.

Mentor soggetto che offre volontariamente sapere e competenze acquisite e le condivide sotto forma di insegnamento e trasmissione di esperienza, per favorire la crescita personale e professionale di colui che le riceve.

Mercato regolamentato mercato mobiliare basato su una specifica regolamentazione relativa all'organizzazione e al funzionamento del mercato stesso.

Metodo finanziario metodo utilizzato per la valutazione del valore dell'impresa che fa coincidere il valore dell'azienda con il valore attuale dei flussi di cassa attesi.

Metodo reddituale metodo utilizzato per la valutazione del valore d'impresa basato sulla previsione e attualizzazione del reddito atteso.

Milestones evento di particolare rilevanza, solitamente di natura operativa o contrattuale, la cui mancata realizzazione potrebbe causare criticità. Viene solitamente utilizzato come punto di verifica di un progetto per accertare l'avanzamento dello stesso.

Mission obiettivo cui l'impresa tende nel lungo periodo. Rappresenta in definitiva lo scopo ultimo dell'organizzazione.

Monitoraggio insieme di azioni e procedure messe in atto dall'investitore per controllare che l'andamento aziendale sia allineato agli obiettivi.

Moral hazard vedere azzardo morale.

Multipli di mercato rapporto tra prezzo di mercato del titolo e determinate voci di bilancio (es: utile, fatturato, ecc.). Tramite confronto tra i multipli della società in esame e quelli di altre società (c.d. *comparables*) è possibile effettuare una valutazione finanziaria e stimare un valore equo per la partecipazione.

MTA Mercato Telematico Azionario listino principale di Borsa Italiana dedicato alle imprese di media e grande capitalizzazione.

N

Network forma associativa nella quale gruppi di investitori si riuniscono con lo scopo di condividere le proprie conoscenze e confrontarsi in modo diretto.

Networking attività che consente di creare rapporti tra soggetti portatori di interessi reciproci.

P

Parchi tecnologici centri per la promozione della nascita di nuove imprese ed il sostegno di quelle esistenti.

Partecipazione risultato dell'attività di acquisto da parte di un soggetto di azioni o quote di una determinata società.

Patti di co-vendita accordi in merito al disinvestimento; si articolano nelle clausole *tag-along* e *drag-along*.

Patto parasociale insieme di contratti che regolano i rapporti tra i diversi azionisti e le loro modalità di partecipazione agli organi collegiali.

Performance in ambito economico-finanziario significa prestazione o rendimento ottenuto in un dato periodo di tempo.

Pre-seed fase iniziale del ciclo di vita dell'impresa in cui l'imprenditore studia la fattibilità del progetto.

Pre-seed financing tipologia di intervento finanziario adeguato al sostenimento delle imprese nella fase *pre-seed*.

Premium price prodotto che per l'insieme delle sue caratteristiche di qualità, e/o d'immagine, è venduto ad un prezzo superiore rispetto a quello dei concorrenti.

Private Equity apporto di capitale di rischio effettuato con lo scopo di raggiungere obiettivi di creazione di valore in un determinato arco di tempo, con lo scopo finale di cedere le quote di capitale e realizzare un *capital gain*.

R

Replacement capital finanziamento impiegato per consentire sostituzioni nella compagine sociale tipicamente derivanti da ricambi generazionali in aziende a proprietà familiare o dalla volontà di alcuni azionisti di liquidare la propria quota di partecipazione.

Round di investimento vedere *staging* o *stage financing*.

S

Scouting attività di ricerca delle iniziative imprenditoriali meritevoli di investimento.

Screening fase iniziale del processo che porta alla conclusione del *deal*, durante la quale vengono selezionati i progetti imprenditoriali potenzialmente interessanti per l'investitore.

Seed fase del ciclo di vita dell'impresa. Accoglie operazioni che vengono effettuate a sostegno del progetto imprenditoriale; si tratta di studi di fattibilità tecnica ed economica atti a programmare le primissime fasi di sviluppo.

Seed financing finanziamento dello studio, della valutazione e dello sviluppo dell'idea imprenditoriale, che precedono la fase d'avvio (*start-up*).

Selezione avversa riguarda la difficoltà nel discriminare e distinguere le imprese in un momento antecedente l'erogazione di un finanziamento a causa dell'asimmetria informativa tra investitore e prenditore finale di fondi.

Sell back strategia di disinvestimento che comporta la retrocessione della partecipazione all'imprenditore, portatore del progetto iniziale o riacquisto della partecipazione da parte del management societario.

Sindacati di blocco patto parasociale che pone limiti al trasferimento di azioni o di quote.

Sindacati di voto patto parasociale che impegna gli aderenti a votare secondo quanto stabilito dalla maggioranza (degli aderenti) con l'obiettivo di costituire così un gruppo in grado di esercitare il controllo.

Spin-off procedimento con cui un'impresa scorpora uno o più determinati rami d'azienda (*spin-off* industriale) ovvero uno o più prodotti derivanti dall'attività di ricerca (*spin-off* di ricerca, o accademico).

Staging o **stage financing** finanziamento che avviene in più stadi, ognuno dei quali subordinato al raggiungimento, da parte dell'imprenditore, di determinati obiettivi.

Standing creditizio grado di merito di un determinato soggetto.

Statuto societario parte di maggiore preminenza dell'atto costitutivo; è composto dalle regole che governano la vita della società. Lo statuto ha efficacia reale e non presenta limiti di durata.

Start-up in termini generali identifica l'operazione e il periodo durante il quale si avvia un'impresa.

Start-up financing finanziamento concesso alle imprese che non hanno ancora venduto il proprio prodotto o servizio a livello commerciale e non stanno ancora generando profitto.

Sustained growth seconda ed ultima parte della fase del ciclo di vita c.d. *growth* caratterizzata da una graduale stabilizzazione delle vendite e da un aumento delle possibilità di autofinanziamento che portano l'azienda ad entrare nel suo periodo di maturità.

Syndication vedere investimento in sindacato.

SWOT analysis strumento di pianificazione strategica utilizzato per valutare i punti di forza (*Strengths*), di debolezza (*Weakness*), le opportunità (*Opportunities*) e le minacce (*Threats*) di un'iniziativa.

T

Tag-along option vedere clausola *tag-along*.

Target company impresa oggetto di investimento.

Tecnopoli mirano a valorizzare il potenziale universitario e scientifico delle città per metterlo a disposizione delle imprese esistenti sul territorio di competenza.

Track record insieme dei risultati ottenuti nel passato che consentono di valutare la professionalità di un operatore o lo *standing* creditizio di un'impresa.

Trade sale strategia di disinvestimento attraverso la quale la partecipazione detenuta dall'investitore viene ceduta ad un acquirente industriale.

Training periodo di addestramento professionale.

Turnaround comprende l'insieme delle operazioni finanziarie che hanno lo scopo di risanare le aziende in crisi, grazie all'impiego di nuovi capitali e nuove tecniche di gestione.

V

Value hunters procacciatori di iniziative imprenditoriali meritevoli di essere finanziate via capitale di rischio.

Vantaggio competitivo insieme delle capacità, attitudini e risorse dell'impresa che costituiscono la base delle *performance* superiori registrate dall'impresa rispetto alla media dei suoi concorrenti nel mercato di riferimento.

Venture capital segmento del *private equity* indirizzato ai finanziamenti delle aziende nelle fasi *early stage*, ma anche di espansione del business, attraverso investimenti, solitamente di minoranza, nel capitale di rischio o sottoscrizione di forme ibride di finanziamento.

W

Way out vedere *exit*.

LINK UTILI

Link Istituzionali

www.aifi.it	Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital
www.apsti.it	Associazione parchi scientifici e tecnologici italiani
www.aster.it	Sito di ASTER
www.borsaitaliana.it	Borsa Italiana SpA
www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/aim-italia.htm	Sito di AIM Italia
www.cefin.unimore.it	Centro Studi Banca e Finanza
www.cordis.it	Servizio Comunitario di informazione in materia di Ricerca e Sviluppo
www.democentersipe.it	Sito di DemoCenter-Sipe
www.eib.org	Banca Europea degli Investimenti
www.eif.org	Fondo Europeo degli Investimenti
www.emiliaromagnastartup.it	Portale dedicato alla creazione d'impresa innovativa promosso dalla regione Emilia-Romagna
www.europa.eu.int	Sito della Commissione Europea
www.euroinfocentre.it	Rete di centri specializzati nell'assistenza alle imprese su tutte le tematiche comunitarie
www.evca.com	European Private Equity and Venture Capital Association - Associazione europea del Private Equity e Venture Capital
www.kauffman.ig.org	Fondazione statunitense punto di riferimento per favorire crescita economica, innovazione e imprenditorialità diffusa
www.mercatoalternativocapitale.it	Sito del MAC - Mercato Alternativo del Capitale
www.mininnovazione.it	Sito ufficiale del Dipartimento per l'Innovazione e le Tecnologie
www.miur.it	Sito ufficiale del Ministero dell'Università e della Ricerca

PRINCIPALI RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

www.nascelimpresa.it	Dominio del Gruppo Giovani Imprenditori di Modena che offre strumenti utili allo <i>start-up</i> di impresa
www.nvca.com	National Venture Capital Association - Associazione statunitense del Venture Capital
www.privateequitymonitor.it	Osservatorio permanente sul Private Equity e Venture Capital in Italia
www.readyforequity.eu	Sito del programma comunitario "Ready for Equity" che offre percorsi di training indirizzati a business angels e imprenditori
www.regione.emilia-romagna.it	Sito della Regione Emilia-Romagna
www.startupinitiative.com	Iniziativa indirizzata a selezionare le migliori <i>start-up</i> da presentare all'interno di <i>meeting</i> organizzati con gli investitori
www.sviluppoeconomico.gov.it	Sito ufficiale del Ministero dello Sviluppo Economico
BAN e Club di angels	
www.iban.it	Italian Business Angel Network - Associazione italiana degli investitori informali in capitale di rischio
www.eban.org	European Business Angel Network - Associazione di riferimento per le reti europee di <i>business angels</i>
www.banbologna.it	<i>Business Angels Network</i> di Bologna
www.bancampania.it	<i>Business Angels Network</i> della Campania
www.biclazio.it	<i>Business Angels Network</i> del Lazio
www.gepafin.it	<i>Business Angels Network</i> dell'Umbria
www.bansardegna.it	<i>Business Angels Network</i> della Sardegna
www.trentinosviluppo.it	<i>Business Angels Network</i> del Trentino
www.banveneto.it	<i>Business Angels Network</i> del Veneto
www.piemontech.it	Sito di Piemontech club
www.italianangels.it	Sito di IAG [Italian Angels for Growth] - Club di <i>business angels</i>
www.giovanimpreditori.com	Sito di Venture Community - Club di <i>business angels</i> promosso dal Gruppo Giovani Imprenditori Assolombarda
www.opencoffeeroma.wordpress.com	Sito dell'Open coffee club Roma - Club di <i>business angels</i>
www.clubdegliinvestitori.it	Sito del Club degli investitori di Torino - Club di <i>business angels</i>
www.startupbusiness.it	Piattaforma web dedicata all'incontro tra domanda e offerta
www.angelcapitalassociation.org	USA - <i>Network</i> di <i>business angels</i>
www.bbaa.org.uk	Gran Bretagna - <i>Network</i> di <i>business angels</i>
www.business-angels.at	Austria - <i>Network</i> di <i>business angels</i>
www.business-angels.de	Germania - <i>Network</i> di <i>business angels</i>
www.franceangels.org	Francia - <i>Network</i> di <i>business angels</i>
www.nebib.nl	Olanda - <i>Network</i> di <i>business angels</i>
www.maverickangels.com	Network di <i>angels</i> statunitense che supporta <i>start-up</i> internazionali con programmi di <i>coaching</i> e <i>training</i>

ABI-Prometeia (2006) *Finanza e sviluppo delle PMI in Europa: ruolo delle banche e dell'intervento pubblico*, Roma, Bancaria Editrice.

AIFI (2000) *"Avviare e sviluppare un'impresa con il venture capital e il private equity. Guida Pratica al Capitale di Rischio"*, Roma.

AIFI (2001a) "Un'analisi del mercato internazionale del private equity e del venture capital", Ottavo rapporto AIFI 2001-2002, Roma.

AIFI (2001b) "Incubatori italiani: Realtà internazionale e modello italiano", *Collana Capitale di rischio e impresa*, Quaderno n. 1, Milano.

AIFI (2011) "Proposte per lo sviluppo del venture capital in Italia", Libro Bianco a cura della Commissione Venture Capital AIFI.

Anton, J. J. e D. A. Yao (1998) "The Sale of Intellectual Property: Strategic Disclosure, Property Rights, and Incomplete Contracts", *The Wharton School*, University of Pennsylvania.

Audretsch, D. B., E. Santarelli e M. Vivarelli (1999) "Start-up Size and Industrial Dynamics: Some Evidence from Italian Manufacturing", *International Journal of Industrial Organization*, 17, 965-983.

Banca d'Italia (2009) "Il Private Equity in Italia", *Questioni di Economia e Finanza*, Quaderno. 41, Febbraio.

Bank of England (2001) *The financing of Technology-Based Small Firms*, London.

Beck, T. e A. Demircuc-Kunt (2006) "Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint", *Journal of Banking and Finance*, 30, 2931-2943.

Berger, A. N. e G. F. Udell (1995) "Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance", *Journal of Business*, 68, 351-382.

Berger, A. N. e G. F. Udell (1998) "The economics of small business finance: The roles of Private Equity and Debt Markets in the financial growth cycle", *Journal of Banking and Finance*, 22, 613-673.

Buonocore V. (2005) *Manuale di diritto commerciale*, G. Giappichelli Editore, Torino.

Campobasso G. (2010) *Manuale di diritto commerciale*, Utet Giuridica, Torino.

Canovi, L., A.G. Grasso e V. Venturelli "Il fabbisogno di capitale di rischio delle Pmi innovative in Italia", *Banca Impresa Società*, n. 2.

Capizzi, V. e R. Giovannini (2010) *Business Angels e Informal Venture Capital in Italia*, Bancaria Editrice, Roma.

Commissione Europea (2003) 'Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Access to Finance of Small and Medium-Sized Enterprises', 1.12.2003, COM(2003) 713, Brussels.

Commissione Europea (2003) 'Benchmarking Business Angels', Enterprise Directorate-General European Commission, Final Report, November, Brussels.

Commissione Europea (2003) 'Creating an entrepreneurial Europe, The activities of the European Union for small and medium-sized enterprises (SMEs)', *Commission Staff Working Paper*, COM(2003) 58, Brussels.

Commissione Europea (2005) *Best practices of public support for early stage equity finance*, Final Report of the expert group, Directorate-General for Enterprise and Industry, September, Brussels.

Commissione Europea (2006) "Attuare il programma comunitario di Lisbona: Finanziare la crescita delle PMI - promuovere il valore aggiunto europeo", comunicazione COM (2006) 349 def.

Di Chio M. (2009) "La lettera di intenti" in Baudino A. e P. Montalenti, *La compravendita di partecipazioni sociali*, MAP Servizi, aprile.

Diamond, D. W. (1984) "Financial intermediation and delegated monitoring", *Review of Economic Studies*, 51, 393-414.

EBAN (2009) *Compendium of co-investment for Business Angels, and early stages found in Europe*, EBAN Publication.

EBAN (2011) *European Early Stage Impact Investing White Paper*, EBAN Publication.

EVCA (2007) *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*, Special Paper, November, Belgium.

Forestieri G. (2007) *Corporate e Investment banking* Egea, Milano.

Gompers, P.A. e J. Lerner (2006) *The Venture Capital Cycle*, Cambridge: The MIT Press.

Gualandri E. e P. Schwizer (2008) 'Bridging the equity gap: il caso della PMI innovative', *Studi e Note di Economia*, n. 1.

Gualandri E. e V. Venturelli (eds), 2008, *Bridging the Equity Gap for Innovative SMEs*, Palgrave Macmillan Studies in Banking and Finance Institutions, Basingstoke, England.

Guatri, L. e M. Bini (2007) *La valutazione delle aziende*, I Manuali, Egea, Milano.

Hall, B. H. (2002) "The Financing of research and development", *Oxford Review of Economic Policy*, n. 18, 35-51.

Harrison, R. T. e C. M. Mason (2000) 'Venture capital market complementarities: the links between Business Angels and venture capital funds in the United Kingdom', *Venture Capital*, vol. 2, 223-242.

Himmelberg, C. P. e B. C. Petersen (1994) 'R&D and Internal Finance: a Panel Study of Small Firms in High-Tech Industries', *Review of Economic and Statistics* 76, 1: 38-51.

IBAN (2008) *Guida pratica allo sviluppo di progetti imprenditoriali, Avviare un'impresa con il sostegno del Business Angel*, Milano.

IBAN (2009) *Survey 2008*, Milano.

IBAN (2010) *Survey 2009*, Milano.

IBAN (2011) *Survey 2010*, Milano.

Macht S. (2007) *Survey - Newcastle Business School, UK post-investment period of Business Angels. Involvement and impact*, Newcastle.

OECD (2006) *The SME Financing Gap (Vol. I): Theory and Evidence*, Volume 2006, Number 19, October, Paris.

OECD (2006) *The SME Financing Gap (Vol. II): Proceedings of the Brasilia Conference, 27-30 March 2006*, Volume 2007, Number 5, June, Paris.

Parolini C. (2011) *Business Planning: Dall'idea al progetto imprenditoriale*, Pearson Education, Italia.

Petrella, G. (2001) "Sistemi finanziari e finanziamento delle imprese innovative: profili teorici ed evidenze empiriche dall'Europa", *Quaderni ref.*, n.4, maggio.

Porter M. E. (1985) *Competitive Advantage: creating and sustaining superior performance*, The Free Press, New York.

Tartaglia Policini P. (2000) *L'area di controllo nei modelli di corporate governance, principi e meccanismi*, Cedam, Padova.

Timmons, J. A. e W. D. Bygrave (1986) 'Venture Capital's Role in Financing Innovation for Economic Growth', *Journal of Business Venturing* 1, 2: 161-176.

Venture Capital Monitor (2010) "Rapporto Italia 2010", Università Carlo Cattaneo LIUC.

Venturelli V. (2008) "Access to Finance of Innovative SMEs" in Gualandri E. e V. Venturelli (eds), *Bridging the Equity Gap for Innovative SMEs*, Palgrave Macmillan Studies in Banking and Finance Institutions, Basingstoke, England.

ELENCO ILLUSTRAZIONI

Tabella 1.1	Forme tecniche di finanziamento e ciclo di vita dell'impresa
Tabella 2.1	Distruzione dei rendimenti
Figura 2.1	Il <i>business angel</i> italiano
Figura 2.2	L'attività di investimento dei <i>business angels</i> italiani
Figura 2.3	Controvalore e numero investimenti (2002-2010)
Figura 3.1	Le principali fasi che portano alla conclusione del <i>deal</i>
Figura 4.1	BAN affiliati a IBAN (ottobre 2011)

*Il Gruppo Giovani Imprenditori di Modena
unisce imprenditori, figli di imprenditori
e dirigenti di età compresa tra i 18 ed i 40 anni
appartenenti ad aziende iscritte
a Confindustria Modena, con l'obiettivo di prepararli
ad affrontare il proprio ruolo in azienda e nella
società, secondo i valori
e la cultura d'impresa più moderni ed attuali.
www.giovaniindustriali.mo.it*

*I materiali e le attività del progetto Nasce l'Impresa
sono reperibili su www.nascelimpresa.it*

