

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

GUIDA PRATICA AL CAPITALE DI RISCHIO

**Avviare e sviluppare un'impresa
con il venture capital e il private equity**

AIFI

PRICEWATERHOUSECOOPERS 

Indice

1. L'investimento nel capitale di rischio	6
L'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio	6
Venture Capital o Private Equity?	6
Quali sono gli obiettivi dell'investitore?	6
Quali imprese cerca?	7
... e come le seleziona	7
Cosa l'investitore chiede all'impresa?	8
... e cosa offre in cambio	8
In concreto, cosa cambia per l'impresa?	8
... e quali sono i vantaggi "non finanziari"	9
La differenza rispetto ad un finanziamento tradizionale	10
2. Perché cercare capitale di rischio?	12
L'analisi della situazione dell'impresa	12
Quanti soldi servono?	12
Avviare una nuova attività	13
Sviluppare un'attività esistente	14
Liquidare i vecchi soci	14
Rilevare l'azienda di famiglia	15
Acquistare l'impresa per cui si lavora	15
Risanare un'azienda in perdita	16
3. A chi rivolgersi per ottenere capitale di rischio?	18
Come scegliere la fonte più appropriata	18
Le società di Venture Capital e Private Equity	18
Cos'è un fondo chiuso?	19
I business angels	19
Dove trovare un investitore	20
Esiste un'associazione di categoria?	20
4. Presentarsi ad un investitore istituzionale	21
Il business plan come biglietto di presentazione all'investitore	21
Se l'interlocutore è un investitore nel capitale di rischio	22

Quante possibilità di successo ci sono	23
Le più frequenti cause di “fallimento”	23
5. Dal primo contatto all’investimento.....	25
Il contatto con l’investitore	25
La tempistica	25
Gli accordi di riservatezza	25
La lettera d’intenti.....	26
Il processo di due diligence	26
La conclusione della trattativa.....	28
I patti parasociali	29
L’esecuzione del contratto	29
Le forme tecniche di intervento.....	29
Il monitoraggio dell’investimento.....	30
6. Il disinvestimento.....	32
Che cos’è il disinvestimento?.....	32
Quando disinvestire?.....	32
Come disinvestire?.....	32
La quotazione in Borsa	33
È così difficile quotarsi in Borsa?.....	34
Quale mercato?.....	34
Il Nuovo Mercato “volano” del venture capital.....	35
La cessione delle quote ad un’altra impresa industriale	35
La cessione delle quote ad un altro investitore istituzionale.....	36
Il riacquisto delle quote da parte del gruppo imprenditoriale originario	36
Quando le cose vanno male	36
7. Alcuni suggerimenti finali.....	37
APPENDICE: IL BUSINESS PLAN STEP BY STEP	39

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

L'**AIFI** (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital) è stata costituita nel maggio 1986 al fine di sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, l'attività di investimento nel capitale di rischio in Italia.

L'associazione è un'organizzazione stabile di istituzioni finanziarie che attraverso l'utilizzo di disponibilità proprie o terzi – inclusi i fondi chiusi – stabilmente e professionalmente effettuano investimenti in aziende, sotto forma di capitale di rischio, attraverso l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni prevalentemente in società non quotate in Borsa, con un attivo coinvolgimento nello sviluppo delle aziende partecipate.

L'organizzazione internazionale **PricewaterhouseCoopers** è nata il 1° luglio 1998 dalla fusione a livello mondiale tra Coopers & Lybrand e Price Waterhouse.

Con un organico di oltre 155.000 persone operanti in 900 uffici distribuiti in 150 paesi, PricewaterhouseCoopers è leader mondiale nel settore dei servizi professionali: revisione e organizzazione contabile, supporto alle transazioni (due diligence finanziarie e di mercato, IPO, global capital markets), consulenza direzionale, corporate treasury, corporate finance.

Il **Transaction Services** (TS) è il gruppo mondiale di PricewaterhouseCoopers dedicato alle operazioni di Private Equity. L'impareggiabile esperienza dei suoi professionisti consente a PwC di offrire un servizio mirato e su misura per ogni singola transazione.

Sia a livello italiano che europeo i professionisti TS sono presenti in qualità di advisor in circa il 40% delle transazioni in ogni settore di mercato.

Tali attività comporta una collaborazione di successo con Venture Capitalists e società di Private Equity.

Prefazione

Questa breve guida, destinata agli imprenditori o aspiranti imprenditori che cercano un partner per finanziare un proprio progetto imprenditoriale, si propone di illustrare, in modo semplice e chiaro, l'attività di investimento nel capitale di rischio e le caratteristiche degli operatori professionali che la svolgono.

Il mercato italiano del capitale di rischio ha ormai da alcuni anni raggiunto i livelli tipici dei paesi finanziariamente più avanzati, facendo registrare una continua crescita sia dal punto di vista quantitativo, cioè in termini di numero di operatori e risorse investite, che sotto il profilo qualitativo, quindi con riferimento alla professionalità degli investitori e al loro livello di specializzazione.

Al tempo stesso, sul fronte delle imprese, è necessario continuare a diffondere una corretta cultura del capitale di rischio, insieme alle indicazioni necessarie per poter instaurare un proficuo rapporto con gli investitori, finalizzato alla nascita, alla crescita e al rafforzamento competitivo del nostro sistema imprenditoriale. Attività in cui AIFI è da sempre seriamente impegnata.

Con questa guida, nata da una collaborazione tra AIFI e PricewaterhouseCoopers, si vuole agevolare il colloquio tra gli imprenditori o aspiranti imprenditori interessati ad un partner finanziario nel capitale dell'impresa e quei soggetti che offrono capitale di rischio per le imprese in modo sistematico, istituzionale e professionale: gli investitori istituzionali nel capitale di rischio.

Giugno 2000

Marco Vitale
Presidente AIFI

1. L'investimento nel capitale di rischio

L'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio

Con il termine “investimento istituzionale nel capitale di rischio” si intende l’apporto di risorse finanziarie da parte di operatori specializzati, sotto forma di partecipazione al capitale azionario o di sottoscrizione di titoli obbligazionari convertibili in azioni, per un arco temporale medio-lungo, in aziende dotate di un progetto e di un potenziale di sviluppo. Congiuntamente ai mezzi finanziari, l’investitore istituzionale offre esperienze professionali, competenze tecnico-manageriali ed una rete di contatti con altri investitori e istituzioni finanziarie. Un imprenditore, o aspirante tale, che abbia un valido progetto per iniziare una nuova attività o che desideri sviluppare un’attività già esistente o che si trovi nella necessità di riorganizzare l’assetto proprietario dell’azienda o di modificarne la struttura finanziaria, può rivolgersi ad un investitore istituzionale.

Venture Capital o Private Equity?

L’attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio viene generalmente definita con i termini anglosassoni *venture capital* e *private equity*. Pur essendo spesso utilizzati come sinonimi, il *venture capital* vero e proprio si riferisce al finanziamento dell’avvio di nuove imprese, mentre il *private equity* comprende le operazioni di investimento realizzate in fasi del ciclo di vita delle aziende successive a quella iniziale. È bene comunque precisare, che, tra gli operatori del settore e sulla stampa specializzata, *private equity* è divenuto il termine utilizzato più frequentemente per indicare, in modo generale, “il mestiere” dell’investitore nel capitale di rischio.

Un tipico ed attuale esempio di *venture capital* in senso stretto è rappresentato dagli investimenti, di operatori finanziari specializzati, per la nascita di imprese operanti in Internet.

Gli operatori attivi in tale mercato vengono spesso definiti, genericamente, *venture capitalist*, indipendentemente dalla tipologia di operazioni che pongono in essere, o, meno frequentemente *private equity investors*, qualora ci si riferisca a soggetti focalizzati sulle fasi avanzate del ciclo di vita delle imprese.

Quali sono gli obiettivi dell’investitore?

L’obiettivo dell’investitore istituzionale è quello di realizzare, nel medio termine, un importante guadagno di capitale (*capital gain*) attraverso la cessione della partecipazione acquisita. Per guadagno di capitale si intende l’incremento di valore

della partecipazione maturato dal momento dell'assunzione della partecipazione a quello della cessione e monetizzazione della stessa.

In generale, il buon esito dell'intervento è determinato dalla capacità dell'investitore di contribuire a creare valore all'interno dell'impresa, generando, così, nella maggior parte dei casi, ricchezza anche per l'intero tessuto economico e imprenditoriale del Paese.

Attenzione:

L'investitore istituzionale nel capitale di rischio è, per definizione, un **socio temporaneo**, seppur di medio-lungo termine, che, come tale, dovrà prima o poi cedere la partecipazione acquisita per realizzare il proprio obiettivo.

Quali imprese cerca?

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

L'investitore, in particolare, tenderà a privilegiare:

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

... e come le seleziona

Oltre agli strumenti utilizzati nelle operazioni tradizionali di finanziamento (analisi dei bilanci, modelli di analisi finanziaria, analisi d'azienda), l'investitore nel capitale di rischio:

- ✓ giudica innanzitutto la competenza dell'imprenditore e del *management*, investendo nel *team* che ha maggiori capacità di realizzare un progetto di sviluppo, piuttosto che nel progetto stesso;
- ✓ valuta l'andamento del mercato e le reazioni della domanda all'introduzione di una nuova tecnologia o di un prodotto/servizio innovativo, al fine di capirne lo sviluppo potenziale;
- ✓ cerca di stimare le tendenze, osservando con attenzione l'evoluzione dei settori più competitivi e ascoltando le opinioni degli esperti.

L'obiettivo è di selezionare le iniziative imprenditoriali "vincenti", che consentano di realizzare un guadagno elevato nel medio termine.

Cosa l'investitore chiede all'impresa?

L'investitore:

- ✓ partecipa alle scelte strategiche dell'azienda, limitando il suo intervento alle decisioni che possono modificare la combinazione prodotto/mercato/tecnologia su cui si basa l'azienda e alle decisioni di investimento più significative;
- ✓ lascia al socio imprenditore e/o al gruppo dirigente piena autonomia nella gestione operativa quotidiana dell'azienda;
- ✓ nel rapporto con l'imprenditore, vuole la disponibilità ad un colloquio leale, aperto e costruttivo, ed una totale trasparenza, nell'interesse dello sviluppo aziendale.

... e cosa offre in cambio

A differenza delle tradizionali forme di finanziamento, come il ricorso al capitale di debito, la partecipazione al capitale di rischio di investitori istituzionali richiede uno stretto rapporto di collaborazione tra l'imprenditore e l'investitore istituzionale che condivide il rischio d'impresa ed è cointeressato al successo dell'impresa.

Oltre al capitale, l'investitore apporta competenze professionali strategiche, finanziarie, di marketing, di organizzazione, manageriali e offre una rete di contatti utili, finanziari e non, in ambito nazionale e internazionale. Il rapporto costruttivo tra imprenditore ed investitori istituzionali è fondamentale per esaltare queste competenze.

In concreto, cosa cambia per l'impresa?

L'apertura del capitale di un'impresa ad un socio istituzionale, determina, generalmente, una serie di cambiamenti importanti, specialmente nel caso di imprese a carattere familiare. Per raggiungere il suo obiettivo, infatti, l'investitore eserciterà

un'azione tendente ad elevare la trasparenza e la qualità nella comunicazione dell'impresa, a professionalizzarne la gestione e l'organizzazione, a far introdurre o evolvere sistemi di pianificazione e controllo e di monitoraggio dei risultati aziendali.

Sarà necessario, magari gradualmente, realizzare:

- ✓ la netta separazione tra il patrimonio familiare e quello aziendale;
- ✓ la revisione del bilancio;
- ✓ l'introduzione di sistemi di *budgeting* e di controllo di gestione;
- ✓ la predisposizione di relazioni periodiche sulla *performance* dell'impresa.

... e quali sono i vantaggi “non finanziari”

Oltre agli apporti più strettamente finanziari, alcuni specifici vantaggi che possono essere ottenuti grazie alla partecipazione al capitale di un investitore istituzionale sono i seguenti:

- ✓ collaborazione nel tracciare una strategia di sviluppo e nel perseguirla, sfruttando le occasioni di crescita esterna, attraverso acquisizioni, fusioni, concentrazioni, *joint venture* con altre imprese del settore;
- ✓ maggiore funzionalità della compagine sociale, che facilita anche la eventuale liquidazione dei soci che non sono più interessati a partecipare all'impresa, senza drenare risorse dalla società;
- ✓ un contributo alla realizzazione di una gestione più professionale e manageriale, attraverso l'attenuazione degli eventuali condizionamenti che provengono dalla sfera degli interessi personali e familiari e, comunque, la migliore o più professionale regolamentazione dei rapporti impresa-famiglia;
- ✓ crescita del potere contrattuale dell'impresa, grazie alla presenza dell'investitore come azionista di rilievo;
- ✓ miglioramento dell'immagine dell'impresa nei confronti delle banche e del mercato finanziario, che eleva l'affidabilità finanziaria dell'impresa e agevola il reperimento di finanziamenti anche per lo sviluppo del capitale circolante;
- ✓ maggior capacità di attrarre management capace ed esperto.

Sul mercato “con una marcia in più”

Alcune ricerche hanno dimostrato che le imprese che sono state partecipate da investitori nel capitale di rischio (chiamate “*imprese venture backed*”) corrono più veloci rispetto alle migliori società europee e americane. Ciò dimostra che l'attività di investimento nel capitale di rischio contribuisce allo sviluppo del sistema industriale e dell'economia nel suo complesso.

Secondo recenti ricerche, che hanno confrontato un campione costituito da 2.190 imprese *venture backed* con le imprese top 500 di 12 Paesi europei, è emerso che il capitale di rischio riveste un ruolo importante nel processo di crescita e sviluppo delle imprese finanziate. In media, le imprese *venture backed* hanno accresciuto in un anno:

- ✓ le vendite del 35%;
- ✓ i profitti lordi del 25%;
- ✓ gli investimenti in ricerca e sviluppo dell'8,6%;
- ✓ le esportazioni del 30%.

Dal punto di vista dell'impatto economico, è stato anche dimostrato che le imprese *venture backed* creano più occupazione, presentando un tasso medio annuo di crescita del 15%, maggiore di oltre sette volte rispetto alle altre imprese del campione.

La differenza rispetto ad un finanziamento tradizionale

All'imprenditore sono generalmente note le "regole" del finanziamento di tipo tradizionale, ottenibile, ad esempio, da un istituto di credito. Egli sa, dunque, che la capacità di ripagare il debito, sottoforma di quote di capitale e di interessi, è garantita dal patrimonio aziendale e, talora, dai suoi beni personali. Nel caso in cui risulti impossibile il rimborso del prestito, la banca può chiedere che l'azienda venga messa in liquidazione e può rivalersi sul suo attivo. L'investitore nel capitale di rischio, invece, non chiede garanzie, ma si accolla una parte del rischio di impresa come gli altri azionisti.

Le banche, d'altra parte, in qualità di fornitori di capitale di debito, non sono direttamente interessate al processo di creazione di valore dell'impresa, ma solo alla solvibilità finanziaria, mentre l'investitore, che condivide con l'imprenditore l'incremento di valore della partecipazione, farà di tutto per aiutare la crescita dell'impresa.

Le forme di finanziamento a confronto	
Capitale di rischio	Capitale di debito
✓ Finanziamento a medio e lungo termine	✓ Finanziamento a breve, medio e lungo termine

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

<ul style="list-style-type: none">✓ Non prevede scadenze di rimborso ed il disinvestimento avviene di norma con cessione al mercato o a terzi, senza gravare l'impresa✓ È una fonte flessibile di capitali, utile per finanziare processi di crescita✓ La remunerazione del capitale dipende dalla crescita di valore dell'impresa e dal suo successo✓ L'investitore nel capitale di rischio rappresenta un <i>partner</i> che può fornire consulenza strategica e finanziaria	<ul style="list-style-type: none">✓ Prevede precise scadenze di rimborso a prescindere dall'andamento dell'impresa e nel caso di finanziamento a breve è revocabile a vista✓ È una fonte rigida di finanziamento, la cui possibilità di accesso è vincolata alla presenza di garanzie e alla generazione di <i>cash flow</i>✓ Il debito richiede il pagamento regolare di interessi a prescindere dall'andamento dell'azienda ed è garantito dal mantenimento del valore degli attivi✓ L'assistenza fornita è di tipo accessorio al finanziamento
---	--

2. Perché cercare capitale di rischio?

L'analisi della situazione dell'impresa

Prima di rivolgersi ad un investitore istituzionale, l'imprenditore dovrebbe eseguire un esame approfondito della situazione aziendale, chiedendosi se è opportuno l'intervento di un investitore esterno e per quale motivo.

Se l'impresa è nelle prime fasi della sua vita, probabilmente si porrà il semplice problema di integrare i capitali iniziali per consentirne il decollo. Se l'impresa è già esistente, una questione preliminare di grande rilevanza è rappresentata dalla verifica del corretto impiego delle risorse interne. Spesso, infatti, situazioni di tensione finanziaria che, apparentemente, generano l'esigenza di nuovi capitali, nascono da un'errata gestione delle fonti finanziarie interne. Solo nella certezza di avere ottimizzato l'impiego delle risorse interne, dunque, si può decidere, per diversi motivi, di ricorrere ai capitali freschi forniti da investitori istituzionali. Questi devono servire allo sviluppo e non al riequilibrio di squilibri aziendali che possono e debbono essere corretti con altri strumenti.

L'analisi del corretto uso delle risorse interne

Per procedere ad una verifica dell'ottimizzazione delle risorse finanziarie interne è utile analizzare se:

- ✓ Esistono sistemi validi di previsione dei flussi di cassa.
- ✓ Si realizza un costante monitoraggio del fabbisogno di capitale circolante. A quest'ultimo proposito, occorre valutare se:
 - esistono sistemi validi di previsione dei flussi di cassa;
 - si pianificano le scadenze di pagamento ai fornitori;
 - si pianificano con accuratezza acquisti e investimenti;
 - si eseguono controlli accurati dei costi fissi;
 - vengono esaminati i livelli delle scorte;
 - vengono controllati e gestiti i crediti clienti.

Quanti soldi servono?

Tra le variabili che definiscono la struttura dell'operazione, il volume di capitali merita un'attenzione specifica. Infatti, ciascun tipo di intervento, finalizzato al raggiungimento di obiettivi diversi (avvio, sviluppo, ristrutturazione della base azionaria, risanamento, ...), è associato ad una specifica necessità finanziaria. Stimarne la corretta misura è già un fattore importante e denota la capacità

dell'imprenditore di formulare giudizi e stime corrette. Inoltre, l'entità del finanziamento è un aspetto che influenza le decisioni degli investitori.

Le proiezioni economico-finanziarie, che definiscono l'ammontare di capitale richiesto, appaiono tanto più realistiche agli occhi degli investitori professionali che le analizzano quanto più chiare e attendibili vengono giudicate le logiche e le strategie aziendali che si pongono alla loro base.

Una volta valutato il fabbisogno finanziario del progetto, il tipo di impegno richiesto all'investitore istituzionale dipende dalla ripartizione tra capitale di rischio e capitale di debito, effettuata in fase di previsione del fabbisogno stesso. In questa scelta è importante il giudizio dell'investitore stesso.

Avviare una nuova attività

Si tratta del tipico intervento di venture capital in senso stretto: per rendere concreta una nuova idea imprenditoriale, aspirante imprenditore e investitore istituzionale entrano in società fin dalle prime fasi di vita della nuova attività.

L'intervento può realizzarsi sia al momento in cui esiste solo un'idea circa il nuovo prodotto o servizio da mettere sul mercato (*seed capital*), sia quando è già stata superata una prima fase di sperimentazione ed esistono le premesse per potere avviare un'impresa (*start up*).

Generalmente, in entrambi i casi, l'imprenditore apporta la propria idea e un ridotto ammontare di capitali, mentre l'investitore finanzia gli studi di fattibilità (qualora non siano ancora stati realizzati), e l'organizzazione della struttura produttiva, organizzativa e commerciale.

Entrambi i tipi di intervento implicano un elevato grado di rischio, dovuto all'assenza di una storia dell'attività di impresa. Il finanziamento costituisce perciò quasi una scommessa, da parte dell'investitore, sulla bontà dell'idea e del progetto e sulle capacità e volontà di affermazione dell'iniziativa, dimostrate dal portatore dell'idea e rappresentate dal *business plan*. In questo caso l'unica certezza deriva dalla storia personale delle persone coinvolte, che viene perciò analizzata e verificata attentamente attraverso un'approfondita analisi delle motivazioni e delle competenze nella specifica area di business.

Soprattutto a causa della ridotta disponibilità di capitale da parte del nuovo imprenditore, spesso l'investitore assume, in tali operazioni, almeno transitoriamente una posizione di maggioranza.

Le condizioni per presentarsi con successo a un venture capitalist

Sebbene non esista un imprenditore ideale, alcuni aspetti legati al suo carattere e alla sua esperienza costituiscono dei requisiti indispensabili per attrarre l'attenzione dell'investitore:

- ✓ la credibilità del proponente l'iniziativa;
- ✓ il *know how* maturato nel settore in cui vuole operare;
- ✓ la capacità di *leadership*;
- ✓ il *commitment* nel progetto imprenditoriale;
- ✓ la tendenza ad un discorso leale, aperto e trasparente.

Sviluppare un'attività esistente

Le imprese già esistenti possono ricorrere all'investimento in capitale di rischio per espandere il proprio *business*, con l'obiettivo, ad esempio, di aumentare la capacità produttiva o di consolidare l'immagine del proprio prodotto/servizio attraverso l'ampliamento della propria quota di mercato e al fine di rimanere competitive in Europa e globalmente. L'ampliamento della pressione competitiva, anche a livello geografico, richiede, infatti, sempre più il raggiungimento di dimensioni adeguate al contesto internazionale. In questi casi (*expansion financing*), l'investitore sarà interessato ad intervenire solo se ritiene che esistano buone prospettive per tale espansione in termini economicamente interessanti. In questa fase, l'azienda ha già dimostrato di riuscire a competere sul mercato con profitto, perciò il rischio di insuccesso, quantomeno totale, è più basso. È quindi più facile "convincere" l'investitore, offrendogli informazioni di tipo storico, oltre che previsionale, utili per meglio capire e valutare le potenzialità dell'azienda nella quale egli si accinge a effettuare l'investimento.

Le esigenze finanziarie dell'impresa in funzione di un progetto di sviluppo, determinano la necessità di procedere ad un aumento di capitale sociale, sottoscritto, in tutto o in parte, dall'investitore istituzionale.

Liquidare i vecchi soci

Nelle fasi di espansione e maturità la continuità dello sviluppo aziendale richiede, talora, la riorganizzazione dell'azionariato. In questi casi l'investitore istituzionale può sostituirsi, temporaneamente, a uno o più soci uscenti (*replacement capital*). In questo modo, si evita che alcuni soci, non più soddisfatti dall'orientamento strategico dell'impresa, o desiderosi di disinvestire per un qualche motivo, frenino lo sviluppo aziendale. L'investitore istituzionale si sostituisce ai soci uscenti sulla base di

un nuovo patto di sviluppo, e senza che l'uscita del socio depauperi ed indebolisca l'impresa.

Rilevare l'azienda di famiglia

Nel corso della vita di un'impresa familiare, può avvenire che uno dei membri della famiglia decida di rilevarla, anche alla luce dell'eventuale calo motivazionale nel progetto imprenditoriale da parte degli altri componenti. In questo caso l'investitore istituzionale può rappresentare un partner ideale per la realizzazione dell'operazione di acquisizione (*family buy out*), non limitando il suo apporto alle sole risorse finanziarie, ma fornendo anche un rilevante contributo di tipo manageriale ed organizzativo.

L'investitore istituzionale, preoccupandosi anche della strutturazione tecnica dell'operazione, si occuperà direttamente degli aspetti negoziali con gli azionisti uscenti.

Acquistare l'impresa per cui si lavora

In alcuni casi, la continuità dello sviluppo aziendale è subordinata al mutamento della responsabilità imprenditoriale e all'individuazione di una nuova guida. Ecco allora, che l'investitore istituzionale può organizzare l'operazione di finanziamento dell'acquisto della maggioranza dell'impresa da parte del *management* della stessa (*management buy out*) o, addirittura, da un più folto gruppo di dipendenti (*employee buy out*). Spesso, il *management* può essere interessato ad acquisire rami di azienda non considerati più "strategici" dalla proprietà, ma che possono essere redditizi come attività autonome. La funzione di sostegno si concretizza, allora, nell'agevolare il cambiamento parziale della struttura proprietaria e nell'aiutare il *management* a reperire le risorse necessarie per l'acquisizione.

L'investitore può anche supportare un gruppo di *manager* esperti estranei all'impresa nell'acquisto della maggioranza della stessa (*management buy in*).

Cos'è un buy out?

Il termine anglosassone "buy out" significa "rilevare", "acquisire". Pertanto, quando questa espressione viene utilizzata nel contesto economico-finanziario si fa riferimento all'acquisizione di un'impresa.

I *buy out* possono essere classificati in base ai soggetti che li pongono in essere (*family buy out*, *management buy out*, *employee buy out*, ...), oppure per la tecnica utilizzata per la loro realizzazione. In questo secondo caso si usa distinguere tra *leveraged buy out* e *unleveraged buy out*, a seconda che l'acquisizione

avvenga con l'uso della leva finanziaria e quindi con un preponderante utilizzo di capitale di debito, o meno.

Spesso, le acquisizioni da parte dei manager o dei dipendenti (*management o employee buy out*), a seguito delle limitate risorse finanziarie a disposizione di questi soggetti vengono realizzate con la tecnica del "leverage".

Risanare un'azienda in perdita

In questi casi, l'investitore finanziario si inserisce in una situazione di crisi aziendale (*turnaround financing*), sostituendo chi non è più in grado di proseguire nell'attività e gestendo direttamente tutte le fasi connesse alla ristrutturazione e al rilancio dell'attività. Soprattutto in queste operazioni, l'investitore tende a preferire l'assunzione, almeno temporanea, di quote di maggioranza, per poter prendere decisioni fondamentali per la sopravvivenza dell'impresa (come, per esempio, la sostituzione del *management* che ha contribuito all'insorgere della crisi).

Le parole dell'investitore

È molto diffuso, tra gli operatori, l'uso di termini tecnici anglosassoni per indicare le singole tipologie di intervento. È utile conoscere il significato dei più comuni:

seed financing: investimento nella fase di sperimentazione dell'idea innovativa, quando è ancora da dimostrare la validità tecnica del prodotto/servizio;

start up financing: investimento finalizzato all'avvio dell'attività, quando non si conosce ancora la validità commerciale del prodotto/servizio, ma esiste già almeno un prototipo;

early stage financing: investimento in tutte le prime fasi di vita dell'impresa (*seed, start up*);

expansion financing (o *development capital*): investimento nelle fasi di sviluppo dell'impresa, finalizzato ad espandere (geograficamente, merceologicamente, ...) l'attività;

bridge financing: finanziamento "ponte", relativo ad una fase avanzata di sviluppo aziendale, caratterizzata dal consolidamento della maggioranza, che rileva posizioni di minoranza interessate al disinvestimento e può sfociare nella quotazione;

replacement capital: investimento finalizzato alla ristrutturazione della base azionaria, in cui l'investitore istituzionale si sostituisce, temporaneamente, a uno o più soci non più interessati a proseguire l'attività;

cluster venture: operazione di investimento finalizzata al raggruppamento (*cluster*) di più società operative indipendenti integrabili verticalmente o orizzontalmente e caratterizzate da similitudini in termini di prodotti, mercati e tecnologie;

management buy-out: investimento finalizzato al sostegno dell'acquisizione dell'impresa da parte di un gruppo di manager della stessa;

management buy-in: investimento finalizzato al sostegno dell'acquisizione dell'impresa da parte di un gruppo di manager esterni alla stessa;

leveraged buy-out: tecnica finanziaria diretta generalmente all'acquisizione di partecipazioni di controllo o totalitarie in società di capitali, realizzata mediante il ricorso a capitale di prestito fornito da istituti di credito e/o da società finanziarie.

3. A chi rivolgersi per ottenere capitale di rischio?

Avviare un'attività, farla crescere, rilevarla, richiede una disponibilità di capitale di rischio non sempre disponibili al soggetto coinvolto. L'individuazione della fonte più appropriata risulta pertanto fondamentale per realizzare il progetto.

Come scegliere la fonte più appropriata

Esistono diverse tipologie di investitori istituzionali, che si distinguono per la struttura giuridica e organizzativa, per le strategie di raccolta e di investimento dei capitali e per le correlate scelte operative.

Un imprenditore che sia alla ricerca di capitale di rischio può trovare numerosi investitori pronti a finanziare il suo progetto imprenditoriale. Tale varietà, se offre opportunità di scelta, può anche determinare difficoltà di scelta. È bene dunque che l'imprenditore si sforzi di individuare l'alternativa più adatta al suo caso, informandosi sulle caratteristiche e sulle preferenze in tema di investimento di ciascun operatore in modo da aumentare le probabilità di riuscita della trattativa. In questa scelta, prezioso può essere il ruolo di professionisti e consulenti.

Le principali aree di specializzazione degli investitori

- ✓ Settore industriale
- ✓ Area geografica
- ✓ Tipologia di operazione
- ✓ Dimensione dell'investimento
- ✓ Acquisizione di quote di maggioranza o minoranza

Un modo per scegliere la società a cui rivolgersi è quello di seguire le indicazioni che le società stesse forniscono; l'imprenditore può attingere, in via preliminare, tali informazioni dalla *Directory* degli associati AIFI, pubblicata annualmente dall'associazione, e che illustra le principali caratteristiche degli operatori associati ad AIFI, che rappresentano la gran maggioranza degli operatori del settore.

Le società di Venture Capital e Private Equity

Diversi sono, dunque, i soggetti che svolgono professionalmente l'attività di investimento nel capitale di rischio. Diverse sono le loro emanazioni, le loro forme organizzative, e, talora, il loro campo d'azione.

Le principali categorie degli investitori presenti in Italia sono le seguenti:

- ✓ operatori di emanazione bancaria;

- ✓ fondi chiusi italiani;
- ✓ fondi chiusi ed altri operatori internazionali;
- ✓ finanziarie di partecipazione di emanazione privata o industriale;
- ✓ operatori di emanazione pubblica.

Ognuna di queste categorie presenta delle caratteristiche particolari, soprattutto in termini di tipologie di investimenti preferenziali e atteggiamento nei confronti dell'impresa partecipata. Conoscere alcuni di questi particolari, quindi, rappresenta un primo passo verso la scelta dell'interlocutore più adatto.

Cos'è un fondo chiuso?

Il fondo chiuso è uno strumento finanziario che raccoglie capitali presso investitori istituzionali (quali imprese, fondazioni, compagnie assicurative, fondi pensione) e presso privati, per investirli in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo.

Il fondo viene definito "chiuso" perché non è concesso ai sottoscrittori delle quote di riscattare queste in qualsiasi momento, ma solo ad una scadenza predefinita. Né è consentito a nuovi sottoscrittori del fondo di entrare nello stesso, una volta che la raccolta del capitale programmata è completata. Ciò garantisce ai gestori del fondo la disponibilità di un determinato ammontare di capitali per un periodo di tempo predeterminato e di durata medio-lunga, in modo da poter investire "con tranquillità" in aziende medio-piccole e non quotate. In prossimità della data di scadenza (in genere con un certo anticipo) i gestori provvedono a liquidare gli investimenti precedentemente effettuati, per poi procedere al rimborso delle quote maggiorate dell'eventuale rendimento.

I business angels

Una categoria particolare di investitori, da tempo presente in altri paesi e da qualche tempo anche in Italia, è rappresentata dai cosiddetti *business angels*, cioè imprenditori, ex titolari di impresa o ex manager che dispongono di mezzi finanziari (anche limitati), di una buona rete di conoscenze e di una solida capacità gestionale da impiegare in piccole e medie imprese.

Tali investitori sono per lo più interessati al finanziamento di *start up* tecnologici, che coinvolgano un ammontare medio di risorse non superiore ai 500 milioni di lire e la cui sede operativa sia, generalmente, vicina all'area dove svolgono la propria attività. Esiste un'associazione l'IBAN (*Italian Business Angels Network*) che li riunisce e che è in grado di facilitare il contatto tra domanda e offerta di capitali (www.iban.it)

Dove trovare un investitore

Dopo avere conosciuto le motivazioni che guidano gli investitori professionali e le regole del gioco della loro attività, l'imprenditore che abbia maturato un'idea positiva sull'opportunità di ricorrere al capitale di rischio, dovrà stabilire un contatto con uno o più interlocutori ritenuti più adatti al suo caso.

È importante ricordare che l'obiettivo è quello di trovare un socio che condivida la propria iniziativa sulla base di un rapporto di estrema fiducia reciproca e che quindi già i primi "approcci", e le sensazioni a questi collegate, assumono grande importanza.

Esiste un'associazione di categoria?

Dal 1986, AIFI, Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, riunisce la gran parte degli operatori di *venture capital* e *private equity* presenti in Italia. Oltre a rappresentare i suoi associati, AIFI svolge da sempre un importante ruolo di diffusione, anche verso le imprese, della cultura del capitale di rischio e delle opportunità ad esso collegate.

Per potere avere informazioni più precise sui singoli operatori si può visitare il sito web dell'Associazione (www.aifi.it) che, oltre a rappresentare uno strumento informativo sul settore italiano del venture capital e private equity continuamente aggiornato, contiene le principali caratteristiche (in termini di tipologia di investimento, ammontare, area geografica e settore industriale preferenziale) di tutte le società di investimento associate ad AIFI.

4. Presentarsi ad un investitore istituzionale

Il business plan come biglietto di presentazione all'investitore

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

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

- ✓ descrivere qual è la visione strategica e l'obiettivo imprenditoriale unificante (ad esempio: diventare i maggiori produttori in Europa);
- ✓ identificare la missione aziendale, cioè i singoli obiettivi da raggiungere per realizzare la visione strategica e i mezzi da utilizzare (ad esempio: raggiungere una quota di mercato del 15% nell'arco di due anni, conseguendo un tasso di crescita nelle vendite del 5% per anno e una redditività prima delle imposte superiore a "X" miliardi, attraverso:
 - la modernizzazione degli impianti;
 - l'aumento dell'efficienza del processo produttivo;
 - la localizzazione degli impianti in zone a bassa fiscalità e a bassi costi energetici);
- ✓ descrivere la situazione attuale, offrendo anche una sintesi dei dati economico-finanziari storici, relativi agli ultimi tre anni, e prospettici, mediante l'utilizzo di rendiconti finanziari, conti economici, stati patrimoniali e indici di analisi finanziaria.

Relativamente all'orizzonte temporale da prendere a riferimento per il *business plan*, esso varia a seconda che si tratti di un progetto o di un'impresa. Mentre nel primo caso il periodo temporale di riferimento può coprire l'intera vita del progetto, nel secondo caso generalmente varia da tre a cinque anni, con un grado di analisi

molto dettagliato per il primo anno e un approccio più generalizzato per gli anni successivi.

Se l'interlocutore è un investitore nel capitale di rischio

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

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

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

Non poca attenzione sarà inoltre dedicata dall'investitore alla comprensione delle modalità di elaborazione del *business plan* e alle competenze del management.

In questo senso, costituiranno punti di forza non indifferenti:

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

In realtà, non esiste una formula universale per la redazione di un *business plan*, tuttavia, possono essere proposti una serie di utili suggerimenti che vanno dalla modalità di presentazione, all'individuazione dei contenuti del documento.

Opportunità, limiti e cosa evitare nella stesura del business plan

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

Opportunità

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

Limiti

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

Cosa evitare

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

Quante possibilità di successo ci sono

Un'analisi realizzata negli Stati Uniti a metà degli anni '80 e pubblicata sul periodico *Venture Capital Journal* sosteneva che, relativamente agli *start-up* e agli *early stage financing*, ogni 1.000 imprenditori che presentano un *business plan* agli Investitori Istituzionali:

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

Le più frequenti cause di "fallimento"

Alcune delle principali cause del mancato investimento, riscontrabili già dalla lettura del business plan, sono rappresentate da:

- ✓ scarsa credibilità dell'idea, del progetto o dell'imprenditore; come conseguenza di molteplici fattori quali:
 - la difficoltà di implementazione e realizzazione del prodotto/servizio oggetto dell'impresa;
 - lo scarso interesse da parte del mercato per il prodotto o il servizio offerto;

- l'assenza nell'idea di un vantaggio competitivo che possa in qualche modo garantire la riuscita del progetto.
- ✓ Scarsa redditività prospettica dell'investimento, che spesso si verifica in presenza di:
 - un progetto dove il costo dell'investimento iniziale risulta sin dal principio troppo elevato;
 - un progetto dove risulta molto difficile la precisa quantificazione delle risorse finanziarie future necessarie al completamento del progetto stesso;
 - un progetto dove esistono scarse possibilità di *way-out* futura.
- ✓ Tempistica.
- ✓ Lo stadio del progetto rappresenta un'altra determinante importante per l'investitore istituzionale. L'esistenza di almeno un prototipo (il cui sviluppo ha abitualmente già richiesto un impegno economico da parte dell'imprenditore) spesso dà maggiore sicurezza all'investitore istituzionale. Unitamente allo stadio di sviluppo, l'assenza di un vantaggio temporale specifico (*time to market*) rispetto al mercato può a volte essere causa del mancato investimento.
- ✓ Management team.
- ✓ Uno scarso dinamismo ed esperienza (il cosiddetto *track record*) da parte del management team, nonché una scarsa volontà del management team di assoggettarsi a meccanismi di incentivazione spinti è indubbiamente sintomatico del fatto che l'iniziativa ha probabilità di riuscita piuttosto basse.
- ✓ Rapporto e stile di management.
- ✓ Una delle cause principali che portano a scartare il progetto è la sensazione di mancanza di chiarezza, lealtà e trasparenza nei rapporti e la convinzione che i rapporti tra famiglia e impresa non siano improntati alla necessaria professionalità

5. Dal primo contatto all'investimento

Il contatto con l'investitore

Dopo avere individuato un investitore che potrebbe essere interessato al proprio progetto di sviluppo, l'imprenditore può contattarlo telefonicamente o per lettera. Se si riscontra una ragionevole disponibilità, è bene far pervenire immediatamente un succinto progetto, preliminare al vero e proprio business plan. Di rado, infatti, la selezione delle proposte parte dall'esame di una documentazione fornita dall'imprenditore. Quasi sempre si avvia un colloquio fra le parti e i primi contatti avvengono sulla base di una proposta scarsamente formalizzata. È consigliabile, dunque, inviare inizialmente una sorta di estratto del business plan, che sintetizzi il piano aziendale, piuttosto che l'intero documento, per aumentare la probabilità di ricevere attenzione e non abusare della disponibilità dell'investitore.

Se il primo contatto non va a buon fine, si può provare con altre società. È opportuno però riflettere sui motivi del mancato avvio del colloquio ed, eventualmente, ripensare il progetto, rivedendo in chiave critica la sua impostazione e la sua presentazione.

La tempistica

Nel caso venga iniziata la trattativa, si deve tenere presente che, generalmente, passano dai tre ai sei mesi dal momento della presentazione del business plan alla decisione da parte dell'investitore di finanziarlo. Tali tempi si restringono in funzione della chiarezza e della completezza dei dati forniti dall'imprenditore, nonché della complessità del business.

Gli accordi di riservatezza

Nella fase di stipulazione del contratto preliminare le parti sottoscrivono un accordo di riservatezza che le impegna a non diffondere le informazioni aziendali se non a quei consulenti esterni, che è necessario coinvolgere per valutare alcuni aspetti dell'investimento. L'impegno sottoscritto riguarda ovviamente le informazioni strettamente aziendali e non quelle inerenti il più vasto mercato su cui l'azienda opera ed il settore in cui compete. L'imprenditore deve impostare la trattativa in modo da massimizzare la probabilità di successo, dal momento che, in caso di fallimento, nulla impedisce all'investitore, né giuridicamente né moralmente, di attivare una ricerca su aziende concorrenti, attive nello stesso settore.

La lettera d'intenti

Se dalla lettura del documento di presentazione dell'iniziativa l'investitore trae il convincimento di trovarsi di fronte ad una buona opportunità, sottopone all'imprenditore una prima serie di quesiti per approfondire alcuni aspetti chiave dell'operazione in esame. Se, poi, da questa successiva fase emerge una concreta possibilità di accordo, si passa alla firma di una lettera di intenti nella quale vengono definiti gli aspetti economici, legali e societari salienti che dovranno essere ripresi e rielaborati in dettaglio nel contratto di investimento. Tale lettera deve esplicitare tutti gli aspetti che entrambe le parti ritengono essenziali per concludere in modo soddisfacente l'accordo, tra i quali: il valore dell'azienda, la presenza dell'investitore nel Consiglio di Amministrazione, gli obblighi informativi ai quali l'imprenditore deve impegnarsi in caso di investimento e le eventuali clausole previste per il disinvestimento.

La lettera condiziona la firma del contratto definitivo ad una serie di accertamenti, aventi natura sia formale che sostanziale, che fanno parte delle analisi e delle verifiche (*due diligence*) condotte dall'investitore, tipicamente con il concorso di consulenti esterni alla sua organizzazione.

Il processo di due diligence

Durante la fase di valutazione dell'opportunità di investimento viene svolta quella che è comunemente definita "*due diligence*".

Il termine, mutuato dalla terminologia anglosassone, può essere definito come quell'insieme di attività, svolte dall'investitore, necessarie per giungere ad una valutazione finale, analizzare lo stato attuale dell'azienda (compresi i rischi potenziali e le eventuali cause di fallimento dell'operazione o "*deal breakers*") e le sue potenzialità future. Gli investitori istituzionali investono solitamente capitali di terzi che l'attività di *due diligence* contribuisce a tutelare.

L'attività di *due diligence*, seppur presente durante tutta l'attività di negoziazione, s'intensifica durante la fase che segue la firma della lettera di intenti, fino alla stipulazione del contratto vero e proprio.

La *due diligence* può essere svolta direttamente dall'investitore istituzionale oppure, tramite professionisti di sua fiducia che si occuperanno di specifiche aree aziendali e di business.

Un buon andamento della *due diligence* è una garanzia per entrambe le parti di una chiusura della negoziazione in maniera rapida e permette all'investitore di venire in possesso di quelle informazioni necessarie ad effettuare l'investimento in maniera

professionale. Inoltre, la *due diligence* tende ad evitare che, dopo la firma del contratto, insorgano contestazioni o contenziosi.

L'attività necessaria per la *due diligence* richiede un forte impegno sia da parte dell'investitore e dei suoi professionisti che da parte dell'impresa: imprenditore, management (dirigenti e quadri) ma anche, molto spesso, personale esecutivo, saranno tutti coinvolti in prima persona nel collaborare al processo e nel far fronte alle necessarie richieste.

Le caratteristiche della due diligence

La *due diligence* è solitamente focalizzata sui seguenti aspetti principali:

Due diligence di mercato (o Market due diligence)

L'investitore istituzionale raramente conosce il mercato specifico in cui opera l'azienda target in maniera così approfondita da capirne a fondo potenzialità e rischi. Funzione specifica della *due diligence* di mercato è quindi quella di permettere all'investitore di comprendere il mercato specifico dell'azienda ed il suo posizionamento all'interno dello stesso, in modo da confrontarne i risultati con i *business plan* prospettici presentati dall'imprenditore.

A questo fine potrà essere posta l'enfasi sul mercato attuale e sulle sue potenzialità future nonché su nuove opportunità di mercato (interno ed esterno) o nuovi prodotti/metodi di distribuzione. La *due diligence* di mercato deve essere coordinata strettamente con l'attività di *due diligence* finanziaria in modo da garantire il legame e la congruenza dei dati aziendali presentati, storici o prospettici, con quelli di mercato e comprendere le eventuali discordanze.

Due diligence finanziaria (o Financial due diligence)

La *due diligence* può essere definita come un'analisi dei dati economico-finanziari, storici e prospettici, finalizzata alla valutazione degli aspetti economico-finanziari dei piani d'impresa ed alla valutazione delle necessità finanziarie.

Sotto l'aspetto economico finanziario la *due diligence* potrà riguardare:

- ✓ evidenziazione dei fattori di successo e dei deal breakers;
- ✓ andamento economico storico degli ultimi anni: vendite (per cliente e/o area geografica), margini (anche per prodotto e linea di prodotto), andamento dei costi di produzione (costo del lavoro e delle materie prime ed ammortamenti), andamento dei costi fissi, analisi di sensitività al variare delle vendite o di alcuni rilevanti fattori di produzione;
- ✓ andamento della struttura patrimoniale storica e prospettica, inclusa l'analisi

dei flussi di cassa e del capitale circolante;

- ✓ analisi del budget e del business plan a 3-5 anni, tenendo in considerazione i risultati della due diligence di mercato;
- ✓ analisi della struttura organizzativa dell'azienda e della sua coerenza con gli obiettivi di mercato ed economico-finanziari;
- ✓ evidenziazione di eventuali passività e rischi connessi all'attività della società.

Due diligence legale (o Legal due diligence)

La *due diligence* legale è finalizzata ad evidenziare le problematiche di natura legale che possano essere importanti, sia ai fini della valutazione dell'azienda sia per la stesura del contratto definitivo, quali: l'esame delle cause in corso o minacciate; l'identificazione di impegni particolari assunti con i terzi e dei relativi rischi; l'esistenza dei requisiti legali per l'esercizio dell'attività; la necessità di garanzie contrattuali; la situazione degli accordi di lavoro; i contratti di lavoro dei principali dirigenti; i piani di *stock option* e simili.

Due diligence fiscale (o Tax due diligence)

La *due diligence* fiscale ha l'obiettivo di analizzare gli aspetti legati alla fiscalità della società; in particolare i temi solitamente analizzati sono:

- ✓ passività potenziali e contenzioso (contingent liabilities);
- ✓ strutturazione dell'operazione di acquisizione;
- ✓ individuazione dei benefici fiscali futuri (tax assets);
- ✓ identificazione preliminare degli effetti fiscali delle eventuali strategie di disinvestimento.

Due diligence ambientale (o Environmental due diligence)

Le principali caratteristiche della *due diligence* ambientale sono:

- ✓ confronto dell'operatività aziendale con la legislazione ed i regolamenti ambientali;
- ✓ organizzazione interna del controllo ambientale e dell'inquinamento;
- ✓ individuazione dell'impatto degli aspetti ambientali sull'attività corrente;
- ✓ verifica delle conseguenze delle problematiche ambientali non risolte.

La conclusione della trattativa

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

Il contratto di acquisto prevederà le normali clausole a garanzia dell'acquirente sulla correttezza e completezza dei dati e dei fatti rappresentati e sull'inesistenza di passività occulte, nonché le procedure di risoluzione delle controversie.

I patti parasociali

Alcuni accordi che regolano i rapporti tra gli azionisti vengono normalmente inclusi nel contratto d'investimento, che svolge così anche funzione di patto parasociale tra gli azionisti originari e quelli entranti. Tali forme di accordo possono riguardare:

- ✓ la “*corporate governance*”. Quest'area comprende le regole per la nomina ed il funzionamento degli organi sociali, per il funzionamento del controllo di gestione, per le maggioranze qualificate richieste per atti particolari (come acquisto e cessione di azioni e/o di partecipazioni);
- ✓ il disinvestimento. Si tratta di accordi sulle regole di disinvestimento e sull'esercizio dei diritti di opzione.

L'esecuzione del contratto

Una volta raggiunto l'accordo sul prezzo e sull'entità della partecipazione da assumere e sugli altri aspetti regolati dal contratto finale, l'operazione si concretizza con il trasferimento delle azioni, il pagamento del prezzo, il rilascio delle garanzie, l'eventuale sostituzione degli amministratori e la firma di eventuali contratti accessori. Da questo momento in poi investitore e imprenditore sono a tutti gli effetti soci della stessa iniziativa e devono cominciare a lavorare insieme per massimizzare la creazione di valore.

Le forme tecniche di intervento

L'investitore istituzionale fornisce capitale sulla base di un “pacchetto” finanziario, composto in funzione delle varie esigenze di controllo e redditività che si vogliono soddisfare. L'acquisizione di quote azionarie di nuova emissione o vendute da soci preesistenti rappresenta la modalità tecnica di investimento più frequente. In alternativa, si possono utilizzare forme di finanziamento “intermedie” tra il debito e l'*equity* con un mix tra le varie forme.

I principali strumenti di finanziamento

- ✓ ***Equity***: definito anche “capitale di rischio”, rappresenta il capitale proprio dell'azienda, versato, generalmente, attraverso la sottoscrizione di titoli azionari. La sua remunerazione dipende, pertanto, dalla redditività e dal successo dell'iniziativa, sia in termini di utile prodotto e distribuito agli

azionisti tramite dividendi, sia in termini di aumento di valore delle azioni.

- ✓ ***Prestito obbligazionario convertibile***: capitale di debito raccolto attraverso l'emissione di particolari obbligazioni, convertibili, entro determinati lassi di tempo e in base a rapporti di cambio prefissati, in azioni della stessa società emittente o di altre società. Le obbligazioni convertibili, pertanto, offrono al loro sottoscrittore la facoltà di rimanere creditore della società emittente (quindi di conservare lo *status* di obbligazionista), e di ricevere i proventi attraverso il pagamento degli interessi, assumendo, solo in un secondo momento, lo *status* di azionista attraverso la conversione in azioni delle obbligazioni.
- ✓ ***Finanziamento mezzanino (mezzanine financing)***: si tratta di un insieme di strumenti finanziari che presentano caratteristiche tecniche differenti e sono generalmente riconducibili a forme articolate di debito e obbligazioni, il cui rendimento è in parte fisso o comunque determinato (tasso di interesse) e in parte legato all'apprezzamento del valore della società alla quale questo prestito è destinato.
- ✓ ***Debito subordinato (subordinated debt)***: si tratta di un finanziamento a titolo di capitale di debito e a medio-lungo termine. Il suo rimborso è privilegiato rispetto al capitale proprio, ma postergato rispetto alle altre forme di debito.
- ✓ ***Senior debt***: rappresenta la forma più classica di capitale di debito a medio-lungo termine, privilegiato, nel rimborso, rispetto a tutte le altre forme di finanziamento.

Il monitoraggio dell'investimento

Tale attività è quella che qualifica in modo più specifico l'intervento dell'investitore istituzionale nel capitale di rischio e la sua capacità di collaborare alla creazione di valore per l'impresa. Dopo avere assunto la partecipazione, infatti, l'investitore richiede, di norma, un'informativa dettagliata e costante per poter tenere sotto controllo l'andamento della società e individuare con tempestività i problemi.

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

parte attiva nell'ambito delle scelte di carattere strategico e nella verifica dell'andamento, tramite la presenza nel Consiglio di Amministrazione.

In realtà, in funzione di alcune variabili (tipologia di investitore, tipologia di operazione, problemi interni all'azienda, ...), l'investitore può assumere un atteggiamento più o meno incisivo nella conduzione aziendale, partecipando in misura maggiore o minore alla vita della stessa.

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

6. Il disinvestimento

Che cos'è il disinvestimento?

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

Quando disinvestire?

Il momento dell'uscita dell'investitore dal capitale dell'impresa non è quasi mai predeterminato, ma è funzione dello sviluppo della società. Sempre più spesso, tuttavia, gli investitori cercano di prevedere, al momento dell'acquisto della partecipazione, gli eventuali canali di uscita ed i tempi di realizzo, al fine di pianificare al meglio anche questa fase finale dell'operazione.

Nei casi di successo, si disinveste quando l'azienda ha raggiunto il livello di sviluppo previsto ed il valore della società, e quindi della partecipazione, si è conseguentemente incrementato. Nell'eventualità in cui l'iniziativa fallisca, perché, ad esempio, il nuovo prodotto o la nuova tecnologia non riescono ad affermarsi sul mercato, si disinveste quando matura la convinzione che non è più possibile risolvere la situazione di crisi che si è creata.

In entrambe le situazioni, i tempi e le modalità del disinvestimento sono definiti, di norma, con l'accordo di tutti i soci.

Come disinvestire?

Diverse sono le modalità di disinvestimento, dipendenti sia dalla tipologia di impresa e di operazione precedentemente posta in essere, che dai risultati raggiunti.

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

- ✓ la quotazione in Borsa dei titoli dell'impresa partecipata;
- ✓ la vendita dei titoli ad un'altra impresa industriale o ad un altro investitore istituzionale;
- ✓ il riacquisto della partecipazione da parte del gruppo imprenditoriale originario.
- ✓ la vendita a nuovi e vecchi soci, risultanti da un'operazione di concentrazione tra diverse imprese del settore nel frattempo realizzata.

È ovviamente da mettere in previsione anche l'ipotesi che tutta l'operazione non vada a buon fine e che, quindi, non si verifichi un vero e proprio disinvestimento, ma un azzeramento del valore della partecipazione. Ciò è più frequente soprattutto nelle operazioni di "start up" di imprese tecnologiche.

La quotazione in Borsa

Il canale più ambito di disinvestimento è la quotazione in Borsa dei titoli della società partecipata. Dal momento che in Borsa è possibile collocare anche una minoranza del capitale dell'impresa, tale strada permette, all'investitore, di cedere con profitto il proprio pacchetto di azioni, ed all'imprenditore di mantenere il controllo della società.

Inoltre, avere un investitore istituzionale come socio nel capitale di rischio vuole dire avere già fatto un percorso importante verso la trasparenza e quindi essere già abbastanza pronti ad affrontare la quotazione. La presenza dell'investitore istituzionale, anticipando molti dei passaggi necessari, contribuisce a mitigare i rischi e gli svantaggi derivanti dal processo di quotazione.

Il significato e l'ampiezza dei vantaggi specifici legati alla quotazione e dei relativi oneri dipendono dal soggetto interessato.

Pro e contro della quotazione in Borsa

I vantaggi per l'azienda

- ✓ Rafforzamento della struttura finanziaria;
- ✓ Reperimento di capitali per finanziare progetti di crescita interna e/o esterna;
- ✓ Aumento della solidità patrimoniale;
- ✓ Miglioramento del profilo manageriale;
- ✓ Miglioramento dell'immagine e della notorietà;
- ✓ Stimolo ad una migliore redditività;
- ✓ Possibilità di incentivare il management attraverso schemi di *stock option*.

I vantaggi per gli azionisti

- ✓ Possibilità di monetizzazione parziale dell'investimento;
- ✓ Soddisfazione delle esigenze degli azionisti di controllo;
- ✓ Capitalizzazione dell'impresa senza immettere capitali propri;
- ✓ Agevolazione del passaggio generazionale.

Gli "oneri" da quotazione

- ✓ Elevati obblighi di trasparenza (ma esistono già con la partecipazione dell'investitore istituzionale);
- ✓ Elevati costi di informazione;
- ✓ Necessità di porre in essere cambiamenti organizzativi, operativi e manageriali (di norma non diversi da quelli richiesti dal socio istituzionale);
- ✓ Necessità di applicare politiche dei dividendi volte alla distribuzione degli utili;
- ✓ Dipendenza del corso del titolo dall'andamento del mercato e rischio di assoggettamento a pressioni speculative;
- ✓ Eventuale perdita di controllo.

È così difficile quotarsi in Borsa?

A seguito della recente revisione normativa dei mercati mobiliari, la Borsa italiana è diventata a gestione privata (Borsa Italiana Spa). In questo processo di cambiamento, al fine di migliorare la liquidità del mercato e di aumentare il numero delle società quotate, sono stati resi più flessibili i requisiti che la società quotanda deve soddisfare. La presenza dell'investitore istituzionale nel capitale di rischio può essere di ulteriore aiuto nel preparare l'assetto organizzativo, strutturale e societario alla quotazione e nella scelta di un buon intermediario che segua il collocamento.

Si compie, così, attraverso la quotazione, l'ultimo atto del percorso di crescita che vede affiancati il *partner* istituzionale e l'imprenditore. Se, di per sé, la partecipazione dell'investitore comporta un salto di qualità verso la managerializzazione dell'impresa e la trasparenza delle politiche di bilancio, la scelta della quotazione completa tale processo di cambiamento culturale e organizzativo.

Quale mercato?

Oggi, grazie al processo di globalizzazione dei sistemi economici e finanziari, un'azienda può decidere liberamente di quotarsi su un qualsiasi mercato, indipendentemente dal luogo fisico in cui si svolge l'attività produttiva e in cui si trova la sede legale. La scelta del mercato sul quale quotare i propri titoli, riconducibile a una prima importante distinzione tra Borsa Italiana e Borse estere, assume un valore importante soprattutto in virtù del legame che tale scelta ha con la generale strategia aziendale.

Ai fini della massimizzazione dei benefici ottenibili dalla quotazione esistono alcune variabili fondamentali da tenere presente, tra le quali: la localizzazione geografica del mercato, la connessione del mercato con le Borse situate in altri paesi, l'eventuale

specializzazione del mercato in termini di caratteristiche dimensionali e/o settoriali delle aziende quotate. In linea generale, poiché la quotazione in Borsa rappresenta anche un importante investimento in termini di immagine, sarà preferibile quotarsi su quei mercati situati nelle aree economiche di interesse commerciale per l'azienda.

Il Nuovo Mercato “volano” del venture capital

La creazione del Nuovo Mercato per imprese ad alto potenziale di crescita ha contribuito ad ampliare la gamma dei canali di disinvestimento delle partecipazioni acquisite. Oltre alla quotazione sulla Borsa italiana, infatti, dall'inizio del 1999 esiste la possibilità di accedere al Nuovo Mercato, collegato al circuito EURO.Nm.

Alcuni degli specifici vantaggi che potranno essere conseguiti attraverso la quotazione al Nuovo Mercato sono l'acquisizione di una visibilità europea e l'ingresso in un mercato dedicato a imprese *high growth*.

Le regole per l'ammissione al Nuovo Mercato:

- ✓ Nessun requisito minimo di reddito, fatturato e dimensione dell'attivo;
- ✓ Offerta pubblica minima pari al 20% del capitale, con possibilità di deroga nel caso di *dual listing*;
- ✓ Offerta minima pari a 5 miliardi di lire (almeno la metà in sottoscrizione);
- ✓ Patrimonio netto minimo di 2,5 miliardi di lire;
- ✓ Clausola *lock-in* per l'azionista imprenditore e/o manager;
- ✓ Impegno di uno specialista per assicurare la liquidità del titolo.

La cessione delle quote ad un'altra impresa industriale

Oltre alla quotazione esistono altre modalità di smobilizzo, e il caso di cessione della partecipazione a un'altra azienda è una delle vie maggiormente seguite. L'offerta di acquisto può presentarsi in modo spontaneo, oppure viene attentamente costruita, cercando potenziali imprese interessate, dall'investitore di comune accordo con l'imprenditore.

Questo canale apre una prospettiva di sviluppo per l'impresa, dal momento che l'acquirente può essere un altro gruppo imprenditoriale interessato a sviluppare la propria area di *business* realizzando sinergie operative e strategiche.

La scelta di vendere ad un solo acquirente, inoltre, comporta un impegno di persuasione più ristretto rispetto alla necessità di convincere l'intero mercato e, generalmente, tempi più ristretti.

Uno degli svantaggi più rilevanti del *trade sale* può essere l'opposizione del *management*, che teme di perdere la propria indipendenza a seguito del

cambiamento dei vertici della società. È sempre più frequente, tuttavia, il caso in cui l'azienda acquirente voglia mantenere la stessa struttura organizzativa (e a volte lo stesso imprenditore originario, seppur con quote di minoranza) per non perdere i vantaggi competitivi e le conoscenze maturate nel tempo.

La cessione delle quote ad un altro investitore istituzionale

In alcuni casi il processo di disinvestimento può essere realizzato attraverso il “passaggio del testimone” da un investitore ad un altro. Ciò si verifica soprattutto quando l'impresa non è ancora pronta ad essere affidata al mercato, ma necessita di ulteriori capitali e conoscenze per proseguire il suo processo di crescita. Al tempo stesso, l'investitore originario, potrebbe considerare esaurito il suo compito, preferendo cedere la partecipazione ad un nuovo operatore, magari maggiormente specializzato nelle fasi successive di sviluppo.

Il riacquisto delle quote da parte del gruppo imprenditoriale originario

L'imprenditore può riacquistare la quota ceduta originariamente all'investitore istituzionale nel capitale di rischio. Tale eventualità può essere prevista contrattualmente fin dall'inizio dell'intervento, affidandone l'attivazione all'imprenditore (*call*) o all'investitore (*put*). In tali casi l'investitore istituzionale rappresenta un *partner* temporaneo che si impegna a “traghettare” l'intera compagine sociale, e non solo l'impresa, verso una dimensione o una struttura più adeguata alle esigenze del mercato.

Il riacquisto può però anche essere causato da una *performance* insoddisfacente, che non rende quindi l'impresa sufficientemente attraente per altri potenziali acquirenti, così come può essere provocato dall'opposizione, da parte dei soci non finanziari, all'intervento di nuovi soggetti nella compagine azionaria.

Quando le cose vanno male

L'attività di venture capital e private equity, come detto, comporta la piena partecipazione al rischio di impresa da parte dell'investitore istituzionale. Quindi, qualora l'iniziativa imprenditoriale fallisca, l'investitore non potrà far altro che annotare la perdita di valore della partecipazione, fino al suo totale azzeramento.

7. Alcuni suggerimenti finali

Se non esiste l'imprenditore ideale, è però possibile cercare di verificare se le qualità possedute possono venire considerate interessanti per un lavoro comune con degli investitori istituzionali.

A questo proposito, si sottolineano alcuni aspetti di tipo psicologico-caratteriale utili all'imprenditore che voglia valutare la propria idoneità all'approccio con un *partner* istituzionale.

Un buon candidato potenziale è rappresentato da un imprenditore che:

- ✓ abbia voglia di crescere, creare valore e sviluppare il proprio progetto;
- ✓ voglia essere competitivo a livello internazionale;
- ✓ pensi che la crescita rappresenti un'opportunità per consolidare la propria posizione competitiva e per affrontare nuove sfide, stimolando i propri collaboratori ad acquisire competenze aggiornate ed esperienze;
- ✓ si dimostri determinato e aggressivo, ma anche equilibrato nella volontà di raggiungere i propri obiettivi di crescita;
- ✓ abbia un progetto di sviluppo che è condiviso con eventuali altri soci, con i manager dell'impresa e con i componenti della famiglia; d'altra parte, in mancanza di consenso, sia capace di gestire le situazioni potenziali di conflitto e di tensione;
- ✓ abbia già sperimentato, in passato, situazioni di sviluppo o di cambiamento dell'attività aziendale;
- ✓ sia disposto a collaborare fattivamente con l'investitore e a gestire il business in modo trasparente;
- ✓ pensi che lo sviluppo dell'azienda sia anche un modo per sentirsi professionalmente realizzato, oltre che per aumentare le proprie opportunità di guadagno;
- ✓ sia stato capace di dar vita a rapporti corretti e professionali tra impresa e famiglia, evitando i pericolosi comportamenti fanatici.

Al contrario, è raro che l'investitore decida di diventare socio di un imprenditore che:

- ✓ non sia sufficientemente determinato nel perseguire obiettivi di sviluppo;
- ✓ pensi che la crescita rappresenti un male necessario o un rischio in più di fallimento;
- ✓ non abbia personalmente né si avvalga di collaboratori con le competenze necessarie per gestire il cambiamento;

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

- ✓ sia portatore di un progetto aziendale che crea situazioni di conflittualità tra il management o gli azionisti;
- ✓ tema un'ingerenza nella gestione finanziaria dell'impresa da parte dell'investitore istituzionale;
- ✓ sia poco propenso a condividere informazioni rilevanti sull'attività aziendale con un socio esterno;
- ✓ conservi rapporti confusi tra famiglia e impresa.

APPENDICE: IL BUSINESS PLAN STEP BY STEP

STEP 1: EXECUTIVE SUMMARY

Rappresenta la parte più cruciale di tutto il business plan. In poche pagine, che sono probabilmente quelle che verranno lette con la maggiore attenzione, devono essere affrontati in modo chiaro, diretto, convincente e soprattutto conciso tutti i temi più importanti.

L'executive summary deve essere scritto ponendosi nella prospettiva dell'investitore, evidenziando quindi che, dove esistenti, tutte le situazioni di rischio sono state considerate e valutate. In conclusione, in questa sezione del business plan si deve dimostrare che la strategia contenuta nel business plan potrà essere implementata con successo.

CHECK LIST

1. Individuazione delle opportunità
 - ✓ Chi siete e cosa producete
 - ✓ Quali sono i mercati chiave
 - ✓ Quali sono i fattori critici di successo
 - ✓ Quali sono le barriere all'entrata
 - ✓ Qual è il vantaggio competitivo rispetto ai principali attori del settore
2. Identificazione dei principali rischi e del modo di affrontarli
3. Descrizione degli obiettivi strategici
 - ✓ Piani per lo sviluppo dei prodotti
 - ✓ Piani per penetrare in nuovi mercati
 - ✓ Piani per lo sviluppo del management e per altri aspetti chiave della strategia
 - ✓ Piani dettagliati per l'implementazione della strategia
4. Breve descrizione dei risultati passati
 - ✓ Quali risultati sono stati raggiunti nel passato
 - ✓ Quali competenze distintive il management ha sviluppato
5. Presentazione di una sintesi dei risultati economico-finanziari
 - ✓ Qual è il tasso di crescita atteso
 - ✓ Quali profitti sono previsti
 - ✓ Correlare i risultati economico-finanziari con la strategia

- ✓ In quanto tempo verranno raggiunti i risultati previsti
 - ✓ Presentare una concisa analisi di sensitivity (con quale probabilità si verificheranno i risultati attesi)
6. Indicare l'ammontare, la forma e il modo di impiego dei capitali di cui avete bisogno
- ✓ Quanto capitale vi serve
 - ✓ Per che cosa sarà utilizzato

STEP 2: IL SETTORE

In questa sezione del business plan deve essere fornito un succinto racconto della storia del business. Lo spazio dedicato a tale tema deve essere limitato perchè l'investitore è interessato a quello che farete da ora in avanti.

Dovrete poi dimostrare di essere in grado di condurre un'analisi del settore di riferimento completa e approfondita.

A tal fine si suggerisce di impostare l'analisi sulla base del modello competitivo di M. Porter¹, commentando quindi tutte le "cinque forze" che agiscono nel settore e ne influenzano la redditività:

1. Fornitori: potere contrattuale
2. Prodotti sostitutivi: minaccia di prodotti o servizi sostitutivi
3. Acquirenti: potere contrattuale
4. Potenziali entranti: minaccia di nuove entrate
5. Concorrenti del settore: rivalità tra le imprese esistenti

È inoltre necessario dimostrare di avere conoscenza e consapevolezza della fase del ciclo di vita attraversata dal settore (ad es. di crescita o di maturità) e dei fattori critici di successo (ad es. alte barriere all'entrata; un contesto legislativo, commerciale e tecnologico favorevole, ...).

A questo punto dovrete focalizzare i vostri sforzi nell'individuazione del vostro vantaggio competitivo rispetto ai *competitors*.

¹ Per approfondimenti sul modello competitivo di Porter si veda M. Porter, *Competitive Advantage*, The Free Press, New York 1985.

CHECK LIST

1. Raccontare la storia dello sviluppo del business
 - ✓ Quando e come è stata creata la società
 - ✓ Quali sono state le maggiori acquisizioni e dismissioni realizzate
 - ✓ Quali sono stati i passi più importanti realizzati dalla società
 - ✓ Quali le maggiori difficoltà incontrate
2. Descrivere il settore in cui si opera
 - ✓ Qual è la attuale dimensione del settore
 - ✓ Chi sono i maggiori competitors, market leader e fornitori
 - ✓ Quali sono i fattori per competere con successo nello specifico settore
 - ✓ Se disponibili, cosa affermano le statistiche di settore riguardo al tasso di crescita futuro e relativamente al profilo del settore
 - ✓ Quali sono le barriere all'entrata
 - ✓ Che influenza hanno gli andamenti macroeconomici
 - ✓ Che livello di attività di M&A caratterizza il settore (ciò serve all'investitore per valutare le possibilità di disinvestimento)

STEP 3: IL MERCATO

È importante, in questa parte del business plan, dimostrare che esiste un mercato e che sono state individuate e ben interpretate quelle forze che al suo interno si sviluppano e che influenzano il business. Nel dettaglio, l'investitore ha bisogno di capire:

- ✓ il vostro mercato di riferimento in termini di dimensioni della domanda, di localizzazione e di target (ad esempio tutto il mercato oppure solo un segmento);
- ✓ la vostra quota di mercato e la sua difendibilità;
- ✓ chi sono i vostri competitors; descrivete quindi le strategie che i vostri competitors stanno sviluppando e indicate come queste strategie eventualmente differiscono dalle vostre e perchè;
- ✓ la coerenza del marketing plan (l'insieme delle azioni riguardanti la pubblicità e la promozione, la distribuzione, la politica dei prezzi, ...) con i tre punti sopra descritti.

Inoltre, le risposte a cui l'investitore presterà una attenzione particolare saranno quelle alle domande di seguito riportate:

- ✓ come è possibile aumentare il profitto?
- ✓ come sono i vostri margini in relazione a quelli dei vostri competitors?
- ✓ potete difendere il prezzo di vendita del vostro prodotto?

CHECK LIST

1. Descrivere nel dettaglio il marketing plan in cui sono affrontati i temi riguardanti il marketing mix:
 - ✓ Prodotto;
 - ✓ Prezzo;
 - ✓ Pubblicità;
 - ✓ Distribuzione.
2. Ricordarsi che un incremento nella propria quota di mercato corrisponde ad una erosione della quota di mercato dei competitors
3. Descrivere la situazione del mercato
 - ✓ Dimostrare che esiste un mercato dei prodotti o servizi offerti
 - ✓ Descrivere quali pressioni e richieste provengono dal mercato e come intendete farvi fronte
 - ✓ Offrire una stima realistica della quota di mercato raggiungibile
 - ✓ Fornire un conciso e realistico quadro della situazione competitiva
 - ✓ Non sminuire i competitors: dimostrare piuttosto come raggiungere gli obiettivi nonostante la loro presenza
4. Descrivere i clienti
 - ✓ Chi sono
 - ✓ Dove sono localizzati geograficamente
 - ✓ Che tipo di elasticità la domanda presenta al variare del prezzo, della qualità e del livello di servizio

STEP 4: IL PRODOTTO E IL MARCHIO

La descrizione del prodotto e del marchio deve essere focalizzata sui principali attributi che li rendono unici, che possono essere scontati per l'imprenditore ma non altrettanto per l'investitore. Eventuali dettagli tecnici e particolarità, che altrimenti rischierebbero di diluire il messaggio che volete comunicare, devono trovare spazio in un'appendice al testo. L'investitore sarà interessato a conoscere i limiti del

prodotto e del servizio offerto. Nell'identificazione dei punti di debolezza del vostro prodotto o servizio non dimenticatevi di analizzare il ruolo che potrebbe rivestire l'introduzione di una nuova tecnologia di produzione, oppure una campagna pubblicitaria di consolidamento o rilancio del marchio.

CHECK LIST

1. Presentare il prodotto/servizio
 - ✓ Utilizzare grafici, fotografie o disegni
 - ✓ Descrivere i vantaggi, chiaramente, evitando eccessivi dettagli tecnici
 - ✓ Considerare la possibilità di inserire degli allegati
2. Descrivere il prodotto/servizio in modo conciso
 - ✓ Quali bisogni vengono soddisfatti
 - ✓ Quali sono i requisiti di unicità (costo/tecnologia/versatilità)
 - ✓ Esistono brevetti o diritti a tutela del prodotto/servizio
 - ✓ Confrontare i prezzi dei prodotti concorrenti
3. Descrivere il livello di sviluppo del prodotto
 - ✓ Qual è il livello di sviluppo (ad es. è in fase di studio; è in fase di produzione; è già in uso, ...)
 - ✓ Quante risorse finanziarie dovranno essere investite per lo sviluppo
 - ✓ Ci sono opportunità di sviluppo della linea di prodotto
 - ✓ Sono richieste competenze nuove per proseguire nello sviluppo
4. Considerare l'importanza del marchio o del brevetto
 - ✓ Analizzare eventuali diritti sui prodotti/servizi
 - ✓ Quanto il mercato valuta il marchio
 - ✓ Quale impatto ha il marchio sul successo del prodotto
 - ✓ Che costi devono essere sostenuti per il marchio/brevetto
5. Studiare le caratteristiche dei prodotti concorrenti in termini di:
 - ✓ Qualità e caratteristiche
 - ✓ Prezzo
 - ✓ Analisi delle motivazioni all'acquisto
 - ✓ Strategie di prezzo e sconti in essere

STEP 5: IL PROCESSO DI PRODUZIONE E LE PROCEDURE

La sfida in questa area è quella di adottare una forma di esposizione dei concetti che non sia lenta e noiosa, pur mantenendo il focus sulle determinanti del vantaggio competitivo. Tutti gli aspetti che possono avere un'influenza sul rendimento dell'investimento devono essere approfonditi.

Qualora vi fossero dei problemi di capacità produttiva che rischiano di emergere improvvisamente nel corso dell'attuazione del business plan, è indispensabile farli emergere immediatamente, indicando come la capacità produttiva possa essere incrementata, in quali tempi e con quali costi.

È inoltre importante, per completare un'esposizione esaustiva e puntuale, offrire un quadro degli investimenti produttivi negli ultimi anni (2-3) ed evidenziare quelli futuri e i relativi costi di manutenzione.

CHECK LIST

1. Descrizione del processo di produzione
 - ✓ Come sono controllati gli elementi critici (ad es. colli di bottiglia/qualità/consegna)
 - ✓ Esiste una dipendenza significativa verso ad es. fornitori, materiali, lavoro qualificato?
 - ✓ Quali decisioni di tipo make or buy sono coinvolte?
 - ✓ Quali materie prime sono richieste?
 - ✓ Quali sono i rapporti con i fornitori di materie prime?
 - ✓ Qual è la capacità produttiva? È sufficiente per il futuro?
 - ✓ Discutere le relazioni contrattuali con i fornitori
 - ✓ Descrivere il processo per il controllo della qualità
 - ✓ Descrivere l'approccio alla soluzione dei problemi che riguardano la produzione
 - ✓ Ci sono dei processi che hanno un ruolo importante nella determinazione del vantaggio competitivo?
2. Valutazione delle necessità degli impianti e delle attrezzature
 - ✓ Quali futuri investimenti saranno necessari per incrementare la capacità produttiva e quale sarà il costo?
 - ✓ Individuare i costi di manutenzione e capire in che proporzione possa essere svolta dall'interno

STEP 6: IL MANAGEMENT TEAM

In verità l'investitore, prima che investire nel business investe nel management, nelle sue capacità ed esperienze, nella sua coesione e motivazione. Non è utile dedicare molto spazio alla descrizione della struttura organizzativa e del lavoro svolto da ciascuno in seno all'organizzazione, in quanto ciò non aiuterà la comprensione delle capacità del management. L'investitore vuole infatti capire se l'imprenditore, oppure il suo management, ha una storia di successi alle spalle. In altri termini, se è stato in grado di raggiungere gli obiettivi prefissati in passato e in che modo vi è riuscito. Ciò rileva indipendentemente dal fatto che i successi siano stati raggiunti in seno all'impresa o presso altre organizzazioni in cui qualche membro del team abbia lavorato in precedenza.

CHECK LIST

1. Individuare i managers chiave e il loro background
 - ✓ Chi sono i managers chiave e quali risultati hanno raggiunto in passato
 - ✓ Quali sono i loro obiettivi all'interno dell'organizzazione
 - ✓ C'è un equilibrato mix di competenze all'interno del team (marketing, R&D, finanza e amministrazione, produzione, ...)
2. Siate franchi
 - ✓ Descrivere apertamente le capacità dell'attuale management
 - ✓ Indicare quali skills aggiuntivi saranno richiesti in caso di crescita del business
 - ✓ In un appendice al business plan allegare i curriculum di ciascuno e la descrizione della struttura organizzativa
 - ✓ Evidenziare l'esperienza nel settore di ciascuno e, se presente, precedenti esperienze in imprese finanziate da investitori istituzionali
 - ✓ Le debolezze individuali non devono essere prese in considerazione, quelle di tutto il team nel suo complesso devono essere invece valutate al fine di individuare il corretto modo di risolverle
3. Descrivere la struttura dell'organizzazione
 - ✓ Come sono distribuite le responsabilità
 - ✓ Quali nuovi ingressi sono previsti nel management
 - ✓ Mostrare il funzionamento del *board* quando presente
4. Descrivere il ruolo di ciascun outsider

- ✓ C'è qualche non executive nel Consiglio di Amministrazione? In caso positivo chiarire quali esperienze o competenze apporta
5. Approfondire i bisogni del personale
- ✓ Quali sono i bisogni dei vostri dipendenti?
 - ✓ A quanto ammonta il costo del lavoro inclusi eventuali benefit?
 - ✓ Come riuscirete ad attrarre personale qualificato?
 - ✓ In quale stato sono i rapporti sindacali?
6. Un coinvolgimento finanziario del management è auspicabile

STEP 7: LA STRATEGIA

L'analisi della strategia è la parte più importante di tutto il business plan, soprattutto perché permette all'investitore di valutare dove intendete andare e come ci arriverete. Non pretendete che la strategia offra anche una risposta ai singoli problemi che incontrerete via via sul vostro percorso, perché tale compito deve essere assolto dai "piani tattici", meglio conosciuti come "piani operativi", e riguardano il quotidiano e non il medio/lungo termine, sul quale invece si esprime la strategia.

Ai fini di una miglior focalizzazione della strategia, spesso vengono proposti schemi di riferimento che non hanno pretesa alcuna se non quella di offrire degli spunti. In tal senso si propone di seguito una "lista" delle possibili strategie da intraprendersi:

Strategie di integrazione	
Tipo	Azioni da porre in essere
a) Integrazione verticale a "monte"	⇒ Acquisire quote di partecipazione nel capitale dei fornitori
b) Integrazione orizzontale	⇒ Acquisire quote di partecipazione nel capitale dei competitors
c) Integrazione verticale a "valle"	⇒ Acquisire il controllo del canale di distribuzione
Strategie di mercato	
Tipo	Azioni da porre in essere
a) Penetrazione del mercato	⇒ Incrementare la quota di mercato
b) Sviluppo del mercato	⇒ Muoversi verso nuovi mercati
c) Sviluppo del prodotto	⇒ Migliorare i prodotti esistenti o

introdurre nuovi prodotti	
Strategie di diversificazione	
Tipo	Azioni da porre in essere
a) Concentrica	⇒ Introdurre nuovi prodotti simili
b) Orizzontale	⇒ Introdurre nuovi prodotti nel mercato esistente
c) Conglomerata	⇒ Introdurre nuovi prodotti in nuovi mercati

È di fondamentale importanza che la strategia sia inoltre coerente e coordinata con le proiezioni economico-finanziarie che verranno elaborate all'interno del business plan. Spesso accade che l'investitore si avvalga della collaborazione di consulenti esterni specializzati in *due diligence* al fine di verificare la validità della strategia e per escludere che vengano assunti rischi (ad es. di mercato) non contemplati nel business plan.

CHECK LIST	
1.	<p>Descrivere come funzionerà la strategia</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Come si colloca la nuova strategia nei confronti di quella già esistente ✓ La strategia deve essere costruita sulla base di uno specifico vantaggio competitivo ✓ Assicurare sempre la coerenza interna della strategia ✓ Coordinare i temi di questa sezione con quelli delle sezioni precedenti ✓ Dimostrare che i tempi previsti sono realistici ✓ Perché la strategia non è stata implementata prima?
2.	<p>Elaborare la strategia nel rispetto di</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Programma di investimenti ✓ Politiche di assunzione ✓ Testing dei prodotti ✓ Protezione del vantaggio competitivo ✓ Esigenze delle funzioni di marketing/commerciale e amministrazione e finanza
3.	<p>Pianificare o identificare i punti chiave</p>

- ✓ Date attese per ultimare il lavoro
- ✓ Principali passaggi chiave

STEP 8: LE PROIEZIONI ECONOMICO-FINANZIARIE

Nello studio delle proiezioni economico-finanziarie del business plan occorrerebbe non dimenticare mai la frase “*strategy through figures, not behind*”. Le proiezioni devono quindi essere interpretate quale mezzo attraverso cui la strategia si estrinseca.

Sebbene il concepimento della strategia e la stima delle grandezze economico-finanziarie possano avvenire in momenti diversi, tra i due aspetti deve esistere un perfetto coordinamento e un’attenta coerenza.

Nella stima dei risultati, dosi di eccessivo ottimismo, o, al contrario, di ingiustificata prudenza, devono essere evitate. Occorre calarsi sempre negli abiti dell’investitore, immaginando che siate voi stessi a dover decidere se investire o meno nella vostra iniziativa imprenditoriale.

L’orizzonte temporale di riferimento deve essere almeno pari ad un triennio, anche se sarebbe preferibile che coprisse almeno un quinquennio. Per ciascun anno devono essere preparati il conto economico, lo stato patrimoniale e il rendiconto finanziario e devono essere sempre spiegati gli assunti principali alla base della stima delle grandezze ivi contenute. In particolare ci si riferisce, per area di business, a talune grandezze quali:

Conto Economico

- ✓ Fatturato
- ✓ Costo del venduto (dettaglio costi variabili e costi fissi)
- ✓ Margine di contribuzione lordo (EBITDA – Earnings before interest tax depreciation and amortisation)
- ✓ Risultato Operativo (EBIT - Earnings before interest and tax)
- ✓ Utile ante imposte
- ✓ Utile netto

Rendiconto finanziario

- ✓ Margine di contribuzione lordo (EBITDA)
- ✓ Imposte pagate
- ✓ Investimenti netti in immobilizzazioni operative (capital expenditure)
- ✓ Variazione di Capitale Circolante Netto operativo

Indici (%)

- ✓ Tasso di crescita del fatturato
- ✓ Incidenza costi fissi e costi variabili
- ✓ Margine di contribuzione lordo (EBITDA)
- ✓ Risultato operativo (EBIT)
- ✓ Interest cover ratio (EBIT/Interessi passivi)
- ✓ Leva finanziaria (D/E ratio – posizione finanziaria netta/patrimonio netto)

Stato Patrimoniale

- ✓ Attività immobilizzate
- ✓ Attività circolanti
- ✓ Passività a medio lungo termine
- ✓ Passività a breve termine
- ✓ Patrimonio Netto

Non bisogna mai dimenticare che ciò a cui l'investitore presterà maggior attenzione sarà il flusso di cassa operativo (al lordo della gestione finanziaria). Porre in evidenza la presenza di un flusso di cassa consistente nel tempo può essere determinante dato che, come già anticipato, questo permetterà all'investitore di ripagare l'investimento in un arco di tempo più breve.

CHECK LIST

1. Chiarezza e modo di presentarsi
 - ✓ Dimostrare che le proiezioni economico-finanziarie sono state elaborate attentamente alla luce degli assunti di partenza
 - ✓ Commentare i dati più importanti e le variazioni più consistenti
 - ✓ Evitare l'uso esagerato di tabelle o fogli di lavoro cercando di essere concisi e chiari (usare gli allegati se necessario)
2. Includere i bilanci degli anni passati
 - ✓ Se possibile includere nel business plan i bilanci degli ultimi 2 – 5 anni e correlare i risultati futuri con quelli passati
3. Presentare le proiezioni economico-finanziarie
 - ✓ Preparare conto economico, stato patrimoniale e rendiconto finanziario per i successivi 3-5 anni (mensili per il primo anno, trimestrali per gli anni

successivi se possibile)

- ✓ Evidenziare l'impatto sul cash flow degli investimenti di capitale, dei costi fissi e di ricerca e sviluppo
- ✓ Includere una analisi di break-even o una analisi di sensibilità ponendo enfasi sui costi fissi e su quelli variabili
- ✓ Spiegare i punti salienti del passaggio dall'utile netto al cash flow

STEP 9: LA PRESENTAZIONE

L'investitore si aspetta una presentazione del business plan che sia vivace, concisa, logica e chiara, e che sintetizzi un contenuto compreso tra le 30 e le 50 pagine. Nella presentazione occorre prestare molta attenzione affinché ciò che viene detto abbia immediatamente un senso. Occorre quindi comunicare concetti brevi con una omogeneità di stile di comunicazione, evitando di utilizzare "gerghi" o di essere originali a tutti i costi: non bisogna dimenticare che l'obiettivo è quello di "vendere" un bene estremamente complesso, sia esso l'azienda o un progetto imprenditoriale. Un business plan scritto utilizzando caratteri leggibili, grafici chiari ed immediati, un lay-out preciso ed essenziale e un linguaggio appropriato riscuoterà un immediato consenso e vi garantirà maggiori probabilità di essere letto dal vostro interlocutore.

CHECK LIST

1. Assicurarsi che il documento sia corretto
 - ✓ Punteggiatura, spelling e grammatica devono essere corretti al 100%
 - ✓ Far leggere il documento a più persone per essere sicuri che non vi siano errori
2. Essere certi che il business plan sia leggibile
 - ✓ Scrivere con omogeneità di stile
 - ✓ Evitare trattazioni prolisse e presentare le idee in modo preciso
 - ✓ Scrivere periodi corti (poche frasi per ciascuno)
 - ✓ Utilizzare il gergo tecnico solo quando non se ne può fare a meno
 - ✓ Spiegare gli aspetti tecnici e problematici in modo chiaro
 - ✓ Assicurarsi che gli argomenti siano trattati in base ad un flusso logico
3. Curare l'immagine del documento
 - ✓ Evitare grafici stravaganti
 - ✓ Numerare sempre le pagine
 - ✓ Assicurare la chiarezza generale

- ✓ Curare le note
- ✓ Non superare le 350 parole per pagina
- ✓ Utilizzare gli allegati come contenitori di appropriate ulteriori informazioni di dettaglio

STEP 10: GLI ALLEGATI

Relativamente all'utilizzo di allegati nel business plan devono essere fatte le seguenti tre considerazioni:

- ✓ ogni allegato deve contenere informazioni che realmente aggiungono valore al testo, supportandone il contenuto. Evitare dunque la tentazione di includere informazioni non pertinenti (ad es. il certificato di nascita dei managers);
- ✓ qualora gli allegati siano voluminosi, considerare la possibilità di inserirli in un volume separato dal testo principale;
- ✓ nulla di originale o stravagante, che possa in qualche modo inficiare la vostra credibilità come operatore serio e professionale, deve essere incluso in allegato.

CHECK LIST

1. Includere informazioni che supportano il contenuto
 - ✓ Profilo del management (includere track record e brevi curriculum vitae)
 - ✓ Ricerche e studi di mercato
 - ✓ Fotografie o disegni dei prodotti
 - ✓ Attestazioni di brevetti
 - ✓ Schemi di sintesi della struttura organizzativa
 - ✓ Layout degli impianti
 - ✓ Rassegna stampa di articoli riguardanti l'impresa
 - ✓ Spiegazioni riguardo ai modelli finanziari utilizzati