

Guida Pratica allo sviluppo di progetti imprenditoriali

Avviare un'impresa
con il sostegno
del Business Angel

Con il patrocinio di:

AIFI

A cura di:

KPMG

L'obiettivo della Guida è quello di mettere a disposizione del mercato uno strumento operativo, pratico e veloce, per presentare efficacemente un'idea imprenditoriale.

Il lavoro evidenzia il ruolo dei diversi "attori" dell'informal venture capital, la loro modalità di intervento nel sostenere i neo-imprenditori ad avviare una nuova impresa, oltre a fornire una panoramica sul contesto di riferimento in cui gli stessi operano. Nella prima sezione (capitoli 1 e 2) si introduce la figura del Business Angel, la sua evoluzione storica, il suo collocamento nel tessuto imprenditoriale con recenti evidenze empiriche del fenomeno in Italia. La seconda sezione (capitoli 3 e 4) descrive il processo decisionale che un imprenditore può seguire nella fase di start up con alcune informazioni utili.

Infine la terza sezione (capitoli 5 e 6) illustra il processo lungo il quale si struttura la partnership tra imprenditore e Business Angel, specificando quali sono gli strumenti necessari per avvicinarsi con successo all'investitore.

Hanno collaborato alla preparazione di questa guida:

Paolo Anselmo, Simone Bassanini, Simona Danova, Anna Gervasoni, Antonio Marciante, Tomaso Marzotto Caotorta, Vito Mennella, Davide Romano.

Guida Pratica allo sviluppo di progetti imprenditoriali

Avviare un'impresa
con il sostegno
del Business Angel

Successful innovation is a task sui generis. It is a feat not of intellect, but of will. It is a special case of the social phenomenon of leadership. Its difficulty consisting in the resistances and uncertainties incident to doing what has not been done before, it is accessible for, and appeals to, only a distinct type which is rare. [...] To overcome these difficulties incident to change of practice is the function characteristic of the entrepreneur.

Schumpeter, 1928

Con il patrocinio di:

AIFI

A cura di:

KPMG



IBAN - Italian Business Angels Network, è l'associazione italiana che riunisce gli "investitori informali" nel capitale di rischio di piccole e medie imprese (definizione italiana del termine anglosassone "Business Angels"). IBAN aderisce al circuito europeo che fa capo a EBAN - European Business Angels Network.

I Business Angels sono ex titolari d'impresa, managers in attività o in pensione, che dispongono di mezzi finanziari (anche limitati), di una buona rete di conoscenze, di una solida capacità gestionale e di un buon bagaglio d'esperienze.

Gli "angeli" fanno riferimento a reti locali, conosciute come BAN (Business Angels Network) e/o club di investitori che favoriscono l'incontro con imprenditori alla ricerca di capitale e di competenze manageriali.



KPMG è un network globale di società di servizi professionali, attivo in 145 paesi con oltre 123 mila persone. L'obiettivo di KPMG è quello di trasformare la conoscenza in valore per i clienti, per la propria comunità e per i mercati finanziari. Le società aderenti a KPMG forniscono alle aziende clienti una vasta gamma di servizi multidisciplinari secondo standard d'eccellenza omogenei a livello internazionale. In Italia, il network KPMG è rappresentato da diverse entità giuridiche attive nella revisione e organizzazione contabile, nel business advisory e nei servizi fiscali e legali.

KPMG Corporate Finance è tra i principali advisor presenti sul mercato e negli ultimi anni è sempre stato ai vertici delle classifiche nazionali ed internazionali per numero di operazioni M&A seguite.

KPMG Corporate Finance assiste le imprese del settore pubblico e privato nelle attività di finanza straordinaria con una gamma completa di servizi: M&A, valuations e fairness opinion, structured and leveraged financing, debt advisory, private equity solutions, joint ventures e transaction alliances, initial e secondary public offering.

Guida pratica allo sviluppo di progetti imprenditoriali

Avviare un'impresa con il sostegno del Business Angel

Indice

Prefazione di AIFI	V
Prefazione di Intesa Sanpaolo	VI
Introduzione di IBAN	VII
 Capitolo 1 Introduzione alla realtà dei Business Angels	
1.1 La figura del Business Angel	1
1.2 Evoluzione storica del fenomeno	4
1.3 Le caratteristiche del Business Angel	5
1.4 Le alternative: perché i Business Angels e non altre forme di finanziamento	7
 Capitolo 2 Il contesto italiano	
2.1 Il Business Angel in Italia	11
2.2 L'ambiente di riferimento in cui orientarsi	15
 Capitolo 3 La ricerca delle risorse finanziarie	
3.1 Come avvicinarsi alle fonti di finanziamento	21
3.2 Le fonti finanziarie disponibili per costituire un'impresa	23
3.2.1 I finanziamenti bancari	23
3.2.2 Le misure comunitarie a sostegno di progetti innovativi	24
3.2.3 Il contesto di riferimento degli interventi pubblici e privati in Italia	27
3.2.4 Come rivolgersi ai Business Angels per la raccolta di capitale di rischio	28

Capitolo 4 La normativa di riferimento

4.1	Inquadramento dei principali aspetti relativi alla struttura societaria	33
4.2	Inquadramento dei principali aspetti della disciplina fiscale	35
4.3	Considerazioni sulla normativa fallimentare	39

Capitolo 5 Il processo di co-investimento

5.1	Introduzione	41
5.2	Le fasi del processo	42
5.2.1	Screening iniziale	42
5.2.2	Valutazione e selezione	43
5.2.3	Due diligence	43
5.2.4	Negoziazione e costituzione della società	45
5.2.5	Monitoraggio	49
5.2.6	Uscita	50

Capitolo 6 Presentarsi all'investitore

6.1	Introduzione	53
6.2	L'elevator Pitch	54
6.3	Il Business Plan	58

Terminologia	65
Indirizzi utili	76
Principali fonti bibliografiche	79

Prefazione di AIFI

AIFI, profondamente convinta dell'importanza di sviluppare il sistema del capitale di rischio in generale e di promuovere l'attività dei Business Angel, ha sempre supportato IBAN sin dalla sua nascita, in quanto ritiene che essa rappresenti un attore importante per il raggiungimento di tale fine.

Dando l'opportunità a persone con buone idee imprenditoriali di realizzare i propri progetti in maniera efficace, i Business Angel svolgono da sempre un'attività complementare a quella dei Venture Capitalist. I Business Angel seguono i primi passi dell'impresa e si posizionano in uno stadio precedente rispetto all'attività svolta dal Venture Capital, che interviene spesso in fasi successive di sviluppo, quando è necessario un ammontare di capitali più elevato per permettere all'impresa di effettuare gli investimenti finalizzati alla sua crescita.

Per realizzare ciò, comunque, è necessario sviluppare un più forte collegamento "a monte", instaurando un efficiente rapporto di collaborazione tra imprese e mondo della ricerca.

Le università, gli incubatori e i parchi scientifici e tecnologici concorrono, anche assieme al sistema pubblico, alla nascita di nuove imprese innovative, riconosciute ormai da tutti come un motore di crescita e sviluppo industriale e, soprattutto, come un importante canale per la creazione di un deal flow di opportunità per gli investitori, quali appunto i Business Angel e i Venture Capitalist.

Da ultimo, la Borsa e il mercato mobiliare in generale rappresentano altri due attori che svolgono un ruolo complementare, questa volta "a valle", in quanto permettono un ulteriore passo verso l'apertura del capitale al mercato.

Nelle economie in cui operano in maniera sinergica tutti questi attori si riscontrano sempre sviluppo e opportunità competitive. Per questo motivo, AIFI crede fermamente nella collaborazione con tutti gli attori della filiera, e in particolare con IBAN, con cui da sempre condivide numerose iniziative, all'interno delle quali si inserisce anche questo manuale.

*Giampio Bracchi,
Presidente AIFI*

Prefazione di Intesa Sanpaolo

Mettendo insieme le oltre 4.000 imprese nate come spin off universitari dal Massachusetts Institute of Technology otterremmo in termini di ricchezza generata la 27ª economia mondiale. Ogni anno negli Stati Uniti la creazione netta di nuovi posti di lavoro origina per il 70% dalle cosiddette gazzelle e la loro quotazione sui mercati regolamentati copre circa il 40% di tutte le nuove offerte pubbliche.

Occorrono almeno due condizioni per poter trasferire con analoga intensità queste grandezze all'Europa e in particolare all'Italia: le idee innovative e i veicoli per il loro finanziamento. Per la prima certo non ci rimane che guardare al sistema produttivo, promuovendo la sua capacità di interazione con il mondo dell'università e di generare ricchezza a partire dalle idee. L'impressione di questi anni del resto è che le imprese ci siano in parte riuscite declinando l'innovazione non necessariamente in tecnologia in senso stretto, ma anche trasformando in maniera innovativa se stesse e i propri prodotti. Per la seconda invece, il sistema finanziario è chiamato in causa più direttamente. In particolare lo sviluppo anche in Italia dei Business Angels è una modalità attraverso cui rispondere in maniera efficace alla trasformazione in corso. Più in generale è positivo lo sviluppo recente di modelli di Private Equity basati su un utilizzo moderato della leva finanziaria oltre che su una forte attenzione alla crescita, alla discontinuità organizzativa e allo sviluppo di competenze manageriale di alto profilo. Nello scenario competitivo globale, la flessibilità di adattamento tipica delle piccole imprese è certo un asset, ma servono mezzi e margini in grado di assecondare uno sviluppo accelerato e i costi d'insediamento nei nuovi mercati.

La guida fornisce per la prima volta uno sguardo aggiornato e soprattutto ben organizzato su una realtà di importanza strategica come quella dei Business Angel; è in sostanza una risorsa importante per colmare "l'information divide" che ancora riguarda gli strumenti e le modalità di sviluppo di un progetto imprenditoriale. Perché questo processo di conoscenza sia valorizzato appieno diversi attori sono chiamati a uno sforzo condiviso per la rimozione del vincolo alla crescita attraverso il finanziamento esterno. I dati sulla dimensione media degli investimenti di Private Equity in Italia mostrano tagli ancora troppo elevati, suggerendo che l'anello mancante per un suo sviluppo compiuto sta probabilmente nell'affermazione di un mercato alternativo dei capitali. Ci vuole anche in Italia un'infrastruttura finanziaria che attraverso un accesso semplificato e a costi contenuti consenta effettivamente lo scambio di quote di capitale attenuando un potenziale vincolo al finanziamento delle idee, liberando quelle risorse che, in capo ai Business Angel, possono tornare più velocemente ad alimentare il circolo virtuoso dell'innovazione.

*Vanni Bovi,
Responsabile Coordinamento Attività Imprese
Direzione Commerciale
Divisione Banca dei Territori
Intesa Sanpaolo*

Introduzione di IBAN

Siamo profondamente convinti che la definitiva affermazione dell'angel investing in Italia debba passare anche attraverso una significativa crescita della conoscenza della cultura d'impresa, soprattutto negli elementi che caratterizzano le prime fasi di vita dell'azienda stessa.

Questa Guida rappresenta un importante contributo in tale direzione e siamo pertanto vivamente riconoscenti a KPMG Italia di avere accettato di collaborare con l'Associazione IBAN in questo sforzo.

Nel corso degli ultimi due anni anche in Italia si è assistito ad un importante sviluppo del fenomeno dell'angel investing, ora confrontabile con quanto avviene in mercati europei da tempo considerati maturi. Il numero delle operazioni che si sono concluse è notevolmente aumentato e diversi soggetti, siano esse singole persone o Autorità Istituzionali, considerano sempre più che lo strumento dell'investimento informale nel capitale di rischio sia una attività interessante e remunerativa e che contribuisce a generare un processo virtuoso nella crescita dell'economia nel nostro Paese.

L'Associazione IBAN, che fin dal 1999 si è adoperata nel sostenere questo fenomeno, mettendo a punto vari strumenti di lavoro e svolgendo svariate azioni culturali su tutto il territorio, ha voluto arricchire ulteriormente il suo ruolo cercando una collaborazione con KPMG Italia.

Le "asimmetrie informative" che caratterizzano il rapporto tra portatori di progetti innovativi d'impresa e potenziali investitori sono ancora elevate, ma crediamo che questa pubblicazione possa dare un forte contributo affinché esse si possano ridurre. Nel corso della Guida, infatti, sono illustrate chiaramente e con linguaggio accessibile quelle che sono le "regole del gioco": i meccanismi di approccio per arrivare a stimolare l'intervento di un Business Angel ed i metodi con cui un Business Angel prima esamina un progetto e poi eventualmente vi interviene.

Ringraziamo infine anche tutti quelli, Business Angels e rappresentanti del mondo finanziario, che hanno voluto dare il loro contributo con diverse testimonianze e punti di vista, perché questo rafforza l'utilità del lavoro fatto e consente di migliorare l'interazione fra i numerosi attori della filiera del capitale di rischio in Italia.

Paolo Anselmo,
Presidente IBAN

Tomaso Marzotto Caotorta,
Segretario Generale IBAN

Capitolo 1

Introduzione alla realtà dei Business Angels

Questo capitolo intende delineare la figura del Business Angel, offrendo un quadro sintetico ed immediato sulle principali caratteristiche degli "angel investors", illustrando l'evoluzione storica ed il contesto economico in cui tale fenomeno si sta evolvendo, ed evidenziando le potenzialità offerte alle imprese dal ricorso agli investimenti informali nel capitale di rischio.

1.1 La figura del Business Angel

Il **Business Angel** è un investitore informale non istituzionale che, mediante ricerca diretta e autonoma, apporta del capitale proprio ad una o più start up o ad imprese con forte potenziale di crescita, diventandone così azionista ed assumendo una responsabilità nell'azienda. In particolare, grazie alla sua natura imprenditoriale, alla sua esperienza manageriale, alla rete di contatti e al patrimonio personale, esso è in grado di agevolare l'avvio e lo sviluppo di nuove iniziative economiche.

I Business Angels si configurano come degli "**investitori a valore aggiunto**", in grado di sostenere rischi elevati e fornire la giusta interpretazione delle potenzialità del business. In concreto, il Business Angel affianca l'imprenditore seguendo un approccio che può assumere forme diverse all'interno di due macro-modelli di riferimento:

- **I Business Angels finanziari**, i quali investono capitale di rischio nella società senza essere coinvolti nell'attività gestionale se non in maniera marginale, svolgendo principalmente incarichi di supervisione e controllo ed agendo da facilitatori per il business;
- **I Business Angels industriali**, i quali oltre ad apportare risorse finanziarie partecipano attivamente all'attività gestionale con il loro know-how e le loro capacità professionali e manageriali, migliorando nel complesso l'immagine aziendale.

Va comunque sottolineato che, in entrambi gli approcci, il Business Angel ha solitamente un interesse a monetizzare, entro un orizzonte temporale di medio periodo (3-5 anni), una significativa plusvalenza al momento dell'uscita.

Estratto da un'intervista ad un Business Angel "finanziario" (*)

La mia esperienza come Business Angel mi ha permesso di identificare ed analizzare determinati elementi caratteristici del fenomeno e conseguentemente di plasmare la mia strategia di intervento. In particolare, mi sono reso conto che nell'informal venture capital la fase di valutazione è necessariamente time-consuming, spesso mancano specifiche competenze manageriali o settoriali, ed in generale, i Business Angels attuano ancora una scarsa diversificazione degli investimenti con una ridotta gestione del rischio agendo principalmente a livello locale. Al fine di far fronte a questi ed altri aspetti, insieme ad alcuni Business Angels abbiamo fondato il gruppo "Italian Angels for Growth", con il quale ottimizzare il fattore costi e tempo nelle fasi di screening, raccogliere competenze e conoscenze diverse e strutturare gli interventi sottoforma di syndication, il tutto senza limitazioni geografiche di intervento.

Partendo dalla fase di screening delle proposte imprenditoriali, la nostra risulta essere particolarmente approfondita e si focalizza su imprese start up o piccole aziende con grandi potenzialità di crescita. Uno strumento di analisi molto importante è il business plan, sulla base del quale sviluppiamo le nostre valutazioni e giudichiamo la profittabilità del progetto. Altra variabile non meno importante è il rapporto interpersonale che si crea con l'imprenditore, il suo commitment e le sue motivazioni.

Il passaggio successivo prevede la presentazione dell'idea all'interno del gruppo di angel, ricercando e coinvolgendo quegli investitori interessati all'iniziativa tra i quali selezionare un soggetto con competenze di settore, che in ultima analisi sarà il referente del gruppo di angel in azienda (deal champion). Quest'ultimo parteciperà alla gestione del progetto ricoprendo cariche manageriali solo per colmare eventuali gap di competenze del team imprenditoriale, garantirà all'azienda un supporto generale al management, gli opportuni contatti e tutto il necessario ad accompagnare l'azienda nella fase di sviluppo.

La logica di investimento di un gruppo di angel è più simile a quella dei fondi di Venture Capital, cercando di prevedere fin da subito l'exit strategy migliore, guardando sempre più spesso all'estero, sia nel caso di un trade sale che di un eventuale successivo partner finanziario.

() Dott. Lorenzo Franchini, Co-fondatore e Director di "Italian Angels for Growth" - lfranchini@angelventure.it*

Estratto da un'intervista ad un Business Angel "industriale" (*)

Ritengo che il Business Angel debba possedere forte spirito imprenditoriale, tale da fornire un coinvolgimento diretto ed attivo nella gestione dell'impresa target, al fine di assicurare la fusione di Uomini-Capitali-Gestione del Rischio.

Tale coinvolgimento, dal livello strategico all'operativo, deve integrarsi totalmente con il promotore dell'idea imprenditoriale e con la struttura organizzativa che la rappresenta, non limitandosi ad attività di mera erogazione finanziaria, controllo e avanzamento. Se il Business Angel limita il suo apporto esclusivamente all'erogazione di capitali riduce e snatura fortemente il suo intervento. Il Business Angel a più alto valore aggiunto deve fornire uno specifico know how di settore, esperienza, forza del proprio network di contatti a livello internazionale, per indirizzare e confermare ogni azione di rilievo nel percorso di sviluppo, sostenuto da adeguate risorse finanziarie. L'imprenditore, nella propria vita professionale, si trova raramente ad affrontare momenti di significativa discontinuità di impresa, generati da fenomeni di crescita o ristrutturazione. Il vero valore aggiunto che l'imprenditore dovrebbe ricercare nel Business Angel è proprio il bagaglio di esperienza nella gestione di tali discontinuità, realizzate in imprese di varie dimensioni, oltre alle risorse da condividere per il successo del progetto, tra cui quelle finanziarie, umane e di gestione del rischio.

La metodologia d'intervento che utilizzo si basa su una specifica struttura finanziaria, uno tra i più ampi data base di management esistenti in Europa, collegamenti a network in America e in Asia, relazioni verso strutture globali di wealth management, sistema di Risk Management tra i più estesi in ambito internazionale e servizi flessibili per piccole imprese. Tale approccio integrato giustifica l'intervento del Business Angel in qualsiasi fase del ciclo di vita di un'azienda, dal piano di crescita di una realtà di piccole o piccolissime dimensioni alle situazioni di sviluppo o di turnaround per aziende medio-grandi, in cui si associa spesso anche una "rifondazione" del modello di business. Nella selezione delle proposte d'investimento che ci pervengono tendiamo ad escludere gli start up "puri", mentre non è vincolante la dimensione di impresa che viene proposta. È fondamentale che sia presentata chiaramente l'idea imprenditoriale, meglio se in modo sintetico con particolare attenzione al prodotto o servizio caratteristico, affinché si possano valutare le potenzialità di crescita del business "stand alone", visto che le componenti manageriali, organizzative e commerciali, se non adeguatamente sviluppate, possono essere acquisite con la struttura precedentemente descritta.

Un passaggio cruciale della fase di verifica e avviamento dei progetti è l'incontro con l'imprenditore e la visita in azienda, che tengo a svolgere personalmente, per interpretare il contesto di business e comprendere la probabilità di successo di una futura partnership. Il rapporto umano che si deve instaurare con l'imprenditore è fondamentale per il successo della collaborazione e non può prescindere da un atteggiamento di assoluta chiarezza e trasparenza, anche nel palesare i reciproci interessi e attese.

I migliori investimenti non possono essere influenzati dalla strategia di way out, bensì dalla valutazione del possibile incremento di valore dell'impresa, condiviso con l'imprenditore. Non avendo strutturato obblighi di remunerazione verso terzi soggetti, il driver chiave è la crescita del valore del business e il suo cash flow, e ciò può portare anche a non effettuare disinvestimenti o allungarne significativamente i tempi.

(*) Ing. Marco Biglino, Partner di K4B e B.T. Partners - marco@biglino.com

1.2 Evoluzione storica del fenomeno

Il termine “Business Angel” fu usato per la prima volta nei primi anni del Ventesimo secolo negli Stati Uniti per caratterizzare quegli investitori benestanti che impiegavano importanti somme di denaro nella promozione di produzioni teatrali, facendo leva sulle loro conoscenze per favorire il successo dello spettacolo. Questi investitori, che patrocinavano vari eventi artistici, erano considerati dai professionisti teatrali come degli “angeli”.

L'evoluzione del contesto economico

Nel corso del Novecento il fenomeno, che aveva trovato maggiore diffusione nella realtà economica statunitense, fu offuscato da un capitalismo che reclamava stabilità, equilibrio e prevedibilità del contesto economico, e nel quale si era venuto a sviluppare un sistema incentrato sulla commistione tra attività corporativa delle grandi imprese, approccio interventista dello Stato e coinvolgimento dei sindacati, volto a garantire una pianificazione dell'attività economica ed a provvedere adeguatamente al bene sociale, sebbene con l'effetto distorsivo di scoraggiare la libera iniziativa individuale (**modello burocratico**).

A partire dagli anni Settanta la combinazione di nuovi attori, unita alla trasformazione dell'identità e della natura delle Istituzioni che influenzano la

performance economica, ha favorito il passaggio ad un **modello di tipo imprenditoriale**¹, la cui affermazione è stata più evidente negli Stati Uniti. In particolare si sono osservati cambiamenti nei precetti culturali,

Nel modello imprenditoriale le grandi imprese ed il Governo continuano ad essere prominenti, sebbene svolgano le loro funzioni in modo diverso; uno dei ruoli chiave del Governo nel nuovo sistema consiste nel finanziare la ricerca scientifica di base, che sta progredendo sempre di più dalla Seconda Guerra Mondiale, e che adesso è considerata fondamentale. L'immagine dei sindacati sbiadisce, mentre le aziende imprenditoriali e le Università assumono ruoli di maggiore importanza. Rispetto al modello burocratico, nel sistema emergente si nutre una minore preoccupazione nel perseguire l'equilibrio voluto dalle Istituzioni, mentre viene richiesta una loro maggiore interazione con il contesto economico esistente. Il nuovo allineamento delle forze istituzionali ha permesso così una ripresa dell'attività imprenditoriale¹.

1 Schramm, C. J. 2006. “The Entrepreneurial Imperative”. HarperCollins.

inclusi valori e aspirazioni, nei mercati dei capitali ora più efficienti, nei maggiori tassi di sviluppo tecnologico e soprattutto in una maggiore valorizzazione del capitale umano, che riflette un aumento della ricchezza individuale e una più spiccata libertà nelle decisioni di investimento personale relative all'acquisizione di capacità, istruzione ed esperienza.

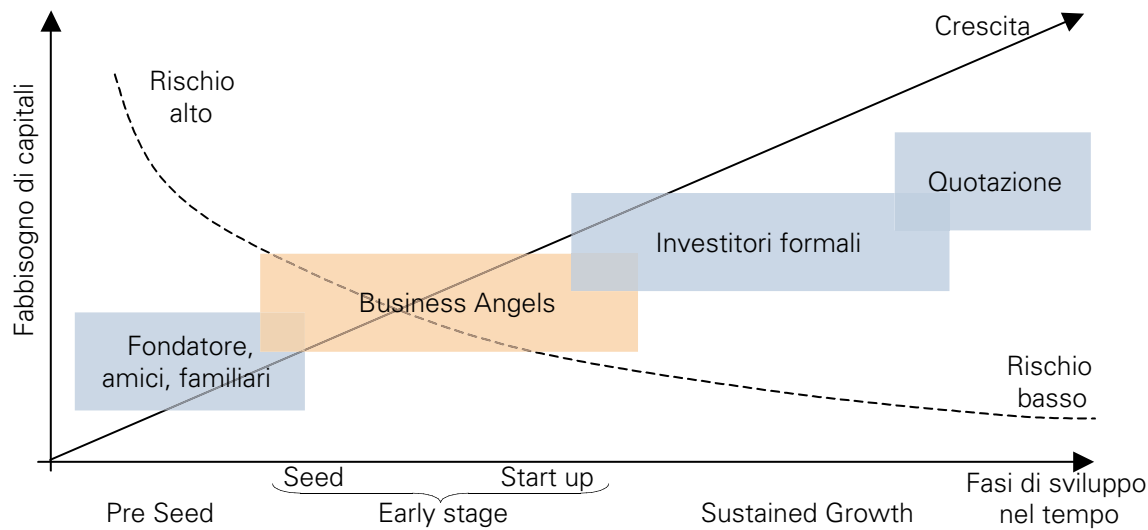
Nel capitalismo imprenditoriale le tradizionali organizzazioni corporative del capitalismo industriale si trovano ad occupare un ruolo meno centrale nel contesto macroeconomico, e i singoli imprenditori con i loro progetti diventano il vero motore dell'economia.

1.3 Le caratteristiche del Business Angel

Negli ultimi anni si nota un minore interesse da parte degli investitori formali (fondi di Private Equity e di Venture Capital) nell'apportare capitale in imprese che si trovano nella fase di early stage (seed e start up), caratterizzata da elevati rischi gestionali e finanziari.

Questa tendenza è stata colmata, soprattutto nei Paesi anglosassoni, dall'attività dei Business Angels, che grazie alle loro caratteristiche distintive sono stati in grado di ritagliarsi un ruolo fondamentale nello sviluppo delle diverse realtà imprenditoriali.

Fasi di crescita dell'impresa e tipologia di finanziatori



I punti di forza dei Business Angels coinvolgono i seguenti aspetti:

- **Asimmetrie informative:** il Business Angel interviene quando nessun'altra fonte di finanziamento è disponibile in quanto, grazie al suo background manageriale, è in grado di valutare appieno le capacità e le potenzialità dell'imprenditore, superando quelle asimmetrie dovute ad una parziale condivisione di informazioni rilevanti legate al progetto.
- **Assunzione del rischio:** il Business Angel investe capitali propri senza obblighi di remunerazione nei confronti di soggetti terzi, ed è quindi disposto ad investire anche in progetti rischiosi, ad elevata variabilità ed incertezza, consapevole di essere responsabile solo nei confronti di se stesso. Le sue peculiarità gli permettono, inoltre, di "entrare" più efficacemente nel business, riducendo il rischio di comportamenti opportunistici della controparte.

- **Lo spirito manageriale:** i Business Angels sono indotti ad investire, anche, per soddisfare motivazioni di carattere psicologico e professionale, come la possibilità di dimostrare di possedere determinate capacità imprenditoriali/manageriali, l'inclinazione verso investimenti in imprese e progetti incerti ma stimolanti, la sfida di sviluppare nuove idee di prodotto, l'opportunità di creare legami di fiducia con i promotori del progetto e, allo stesso tempo, anche la volontà di divertirsi.
- **Dimensione dell'investimento:** la provenienza personale dei capitali investiti induce il Business Angel a concentrarsi su investimenti di piccole dimensioni (solitamente tra Euro 50.000 ed Euro 500.000), dove la componente di fiducia e reciproco apprezzamento delle parti risulta fondamentale. Recentemente la collaborazione tra più Business Angels sta favorendo, attraverso lo strumento dell'angel syndication, il reperimento di somme più elevate da impiegare nei singoli progetti.
- **Localizzazione geografica:** l'informalità che caratterizza il modus operandi dei Business Angels giustifica il loro limitato raggio di azione (150-200 km dalla loro residenza). Gli investimenti avvengono prevalentemente su base localistica facendo leva sulle proprie reti di conoscenze e permettendo loro di ridurre sia i costi di analisi delle proposte che quelli relativi al monitoraggio post-investimento e facilitando il supporto operativo all'attività aziendale. Va comunque evidenziato che lo sviluppo di network di Business Angels, la crescente facilità e convenienza dei trasporti, nonché l'organizzazione di eventi nazionali ed internazionali sul tema, stanno gradualmente ampliando i confini di intervento degli investitori informali.

1.4 Le alternative: perché i Business Angels e non altre forme di finanziamento

Le ragioni della difficoltà nel reperimento di fondi sono da ricercare nella natura stessa delle imprese start up. Queste ultime, infatti, sia che introducano un'innovazione di processo che di prodotto od altro, soffrono dei tradizionali problemi derivanti dalla presenza di asimmetria informativa e da elementi di incertezza che circondano un nuovo progetto. Gli esempi più frequenti sono l'imprevedibilità sull'esito del processo innovativo e sui tempi di realizzazione ed introduzione sul mercato che, se non tempestivi, possono rendere

l'innovazione obsoleta, ovvero la presenza più o meno marcata dei tipici rischi collegati all'avvio ed alla crescita di un'azienda (rischio di sviluppo, rischio di marketing, rischio di produzione, rischio di crescita).

La difficoltà nel reperire prestiti bancari

L'accesso ai **finanziamenti bancari** nelle fasi di seed e start up rappresenta l'ostacolo principale per i neo imprenditori. Le banche esigono antecedenti positivi e garanzie di cui le nuove imprese generalmente non dispongono, soprattutto quando si occupano di attività basate sulla conoscenza. L'imprenditore, seppur motivato da dedizione e fiducia verso il suo progetto e le sue potenzialità, non dispone di un track record finanziario e spesso non è in grado di offrire alcuna garanzia reale o personale. Ciò che lui presenta è semplicemente un'idea, la cui applicazione imprenditoriale può non essere facile da valutare. In questo contesto, le banche hanno evidenziato una certa difficoltà nel finanziare le imprese nella fase di early stage, giustificata dai stringenti requisiti di capitale richiesti per imprese rischiose, tali da rendere poco conveniente il conferimento di debito. L'unica alternativa prevede la domanda di adeguate garanzie e la delimitazione dell'attività manageriale dell'imprenditore a tutela dell'esposizione creditizia della società.

Secondo quanto riportato da una ricerca del Centro Studi di Confindustria sugli ostacoli alla costituzione di un'impresa in Italia ⁽¹⁾, le difficoltà relative ad aspetti giuridici ed amministrativi rappresentano l'ostacolo principale per il 66,4% degli intervistati, mentre il 58,6% del campione ha indicato l'impossibilità di reperire i finanziamenti nella quantità e nella qualità necessarie.

⁽¹⁾ Nota economica del CSC. 2/2007. "Vincoli alla nascita e alla crescita delle imprese"

Le banche, in generale, esprimono un'avversione al rischio che tende ad aumentare all'accrescersi del grado di innovazione del progetto ed al diminuire della dimensione aziendale, anche se sempre più si mostrano interessate a collaborare con i Business Angels e ad affiancarli - con prodotti e soluzioni mirate - in operazioni di finanziamento. In particolare, **l'intervento del Business Angel viene letto dagli istituti bancari come un fattore di riduzione del rischio associato all'erogazione del credito.**

L'opportunità offerta dal Business Angel

In questo contesto gli investimenti dei Business Angels si presentano come valida alternativa alle tradizionali linee di credito bancarie. Diversamente rispetto al finanziamento tradizionale l'**investitore informale** non richiede garanzie, ma si accolla una parte del rischio d'impresa come gli altri azionisti. La proposta di un'idea valida, con interessanti applicazioni imprenditoriali ed un potenziale di crescita, diventano i requisiti principali per affiancare l'iniziativa. Il Business Angel, quindi, assicura l'apporto di capitale consapevole dei rischi assunti e responsabile solo verso se stesso del denaro impiegato. Non bisogna confondere l'intervento dell'investitore con la "filosofia del mecenatismo": l'obiettivo finale del Business Angel rimane quello di monetizzare un adeguato capital gain, in linea con il rischio sostenuto. Tra l'imprenditore e l'investitore si instaura così un rapporto di "compartecipazione al rischio", di collaborazione nel perseguire il successo del progetto.

Nel contempo, il supporto del Business Angel potrebbe essere letto come l'inizio di un 'cammino' propedeutico all'intervento di operatori maggiormente attivi nelle fasi successive a quella iniziale del ciclo di vita delle aziende (es. fondi di Venture Capital, Private Equity, ecc.).

Dal canto suo, l'imprenditore deve essere consapevole delle opportunità offerte dal capitale di rischio informale, e deve essere disposto ad aprire la compagine azionaria della sua impresa ai Business Angels.

L'alternativa: i venture capitalists?

Un'alternativa potrebbe essere rappresentata dai venture capitalists, anche se recenti indagini svolte dall'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e del Venture Capital) evidenziano come il taglio medio di investimento di tali operatori sia superiore a quello degli angels, essendo attorno al milione di Euro. Del resto, la realtà delle PMI italiane porta l'investitore formale a sostenere elevati costi informativi e gestionali, non compensati da adeguati capital gain che, per le nuove imprese, tendono a monetizzarsi su orizzonti temporali non brevi. Al momento attuale, quindi, il venture capital non rappresenta uno strumento alternativo nel finanziamento di molte idee imprenditoriali caratterizzate da importi inferiori al taglio minimo di investimento necessario per generare un adeguato rendimento, che presentano un'elevata variabilità di risultato connessa a molteplici rischi non controllabili e a rilevanti asimmetrie informative, e che spesso non possono strutturalmente offrire tassi di sviluppo superiori alla media.

L'intervento del venture capitalist avviene solitamente quando la fase di primo avvio dell'impresa si è conclusa e l'investimento richiede un ulteriore sostegno finanziario, oppure in seguito all'uscita del Business Angel.

Allo stesso tempo, deve saper valorizzare e presentare adeguatamente la propria idea, con l'obiettivo di attirare l'attenzione e la fiducia del Business Angel e quindi individuare il partner più congeniale, in grado di massimizzare sia il valore aggiunto offerto (scegliendo quindi quello più coerente con le proprie esigenze di business) che la profittabilità del progetto, senza rinunciare però alle proprie aspettative.

I pro e i contro degli investimenti dei Business Angels



Fonte: Osnabrugge, M.V and Robinson R.J, "Angel Investing", 2000

Capitolo 2

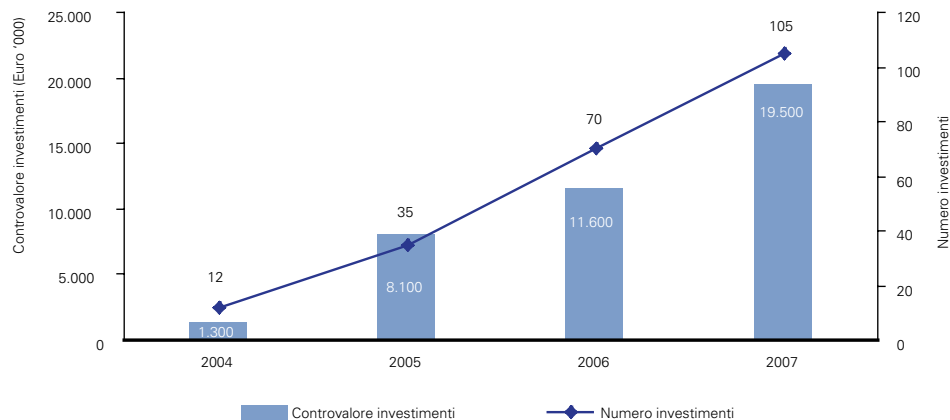
Il contesto italiano

Questo capitolo presenta il fenomeno del Business Angel in Italia partendo dall'osservazione del trend storico per poi analizzare le caratteristiche principali dell'investitore ed introdurre il contesto di riferimento nel quale il neo imprenditore deve orientarsi.

2.1 Il Business Angel in Italia

Grazie alle annuali ricerche svolte da IBAN (Italian Business Angels Network) è stato possibile tracciare l'**evoluzione storica del fenomeno** del Business Angel in Italia, nonostante la sua scarsa visibilità legata alla sua intrinseca informalità. Negli ultimi anni si è assistito ad un'accelerazione del mercato italiano dell'informal venture capital, sia in riferimento al numero degli investimenti che al controvalore totale delle operazioni, avvicinando sempre più il nostro Paese alle altre realtà internazionali. Il forte incremento registrato esprime un crescente interesse verso tale fenomeno ed è sicuramente correlato alla maggiore efficienza operativa e funzionale dei network di Business Angels.

2004-2007: numero investimenti e controvalore



Rilevazione IBAN, Survey 2007

Le caratteristiche personali

Secondo la più recente indagine IBAN realizzata nel 2007 è stato possibile inoltre delineare il **profilo tipo del Business Angel** in Italia. Esso si identifica in un soggetto benestante in termini di patrimonializzazione, occupato e per larga misura impegnato in attività imprenditoriali, dirigenziali o di consulenza aziendale, principalmente maschio e con età compresa fra i 31 ed i 65 anni.

Come tipologia di interventi predilige le piccole imprese con l'obiettivo di sondare mercati emergenti o di aprire finestre strategiche e/o tecnologiche potenzialmente sinergiche con la propria realtà imprenditoriale. Si tratta dunque di operazioni nelle quali la logica industriale solitamente prevale su quella finanziaria.

Profilo del Business Angel in Italia

<i>Età media (anni)</i>	48
<i>Business Angels con età compresa fra 31 e 65 anni</i>	93%
<i>Business Angels uomini</i>	97%
<i>Laureati</i>	90%
<i>Business Angels residenti nel Nord Italia</i>	76%
<i>Patrimonio personale inferiore a Euro 500.000</i>	60%
<i>Taglio medio per operazione (Euro)</i>	185.000
<i>Business Angels coinvolti in più di un'operazione nell'anno</i>	66%
<i>Durata media dell'investimento (anni)</i>	3,3

Fonte: Rilevazione IBAN, Survey 2007

Le fonti informative

I principali canali informativi dei Business Angels rimangono quelli informali, cioè quelli basati su ricerche personali effettuate all'interno dei propri network conoscitivi costituiti da amici e partner, altri imprenditori, associazioni industriali e di affari, eventi occasionali e altri Business Angels. Un ruolo fondamentale è affidato ai Business Angels Networks (BAN) ed ai club di angeli finanziari, mentre un peso maggiore potrebbe essere svolto dai canali istituzionali rappresentati da banche, professionisti, Università e centri di ricerca, che grazie al loro radicamento sul territorio sono in grado di disporre di informazioni rilevanti sulle opportunità di investimento.

L'attività di investimento

Il 70% del campione investe fino al 30% del suo patrimonio, la restante parte arriva ad impiegarne fino al 50%. Mentre negli anni passati è prevalsa una

tendenza alla sporadicità degli impieghi, oggi si osserva che i soggetti investono con maggiore frequenza, e con un'ottica di diversificazione. Nel 2007 buona parte dei Business Angels ha finalizzato più di un'operazione, con punte di cinque investimenti nello stesso anno, esaminando in media sei opportunità prima di decidere di investire in una. Il taglio medio per progetto è stato pari a Euro 185.000, anche se presumibilmente tale importo è destinato a crescere grazie allo sviluppo dei sindacati di Business Angels.

Quota azionaria detenuta

Gli investimenti riguardano prevalentemente quote di minoranza (il 40% del campione detiene una quota del capitale tra il 15% ed il 30%), anche se solitamente i Business Angels richiedono comunque un ruolo attivo nella gestione dell'impresa, attraverso l'apporto sistematico di capacità gestionali, contatti e trasferimento di esperienze.

I requisiti ricercati dal Business Angel

I requisiti ricercati dai Business Angels nella fase di screening riguardano *in primis* la capacità manageriale del team imprenditoriale, e a seguire la validità ed innovazione del nuovo prodotto/servizio, caratteristiche e crescita potenziale del business, infine la pianificazione di una strategia di disinvestimento.

Zone geografiche di interesse

Il 76% del campione è residente nel Nord Italia. Nonostante questa concentrazione territoriale, è interessante evidenziare come l'89% non ha preclusioni geografiche per le sue decisioni di investimento. Il 40% del campione si dichiara disponibile ad investire oltre i confini nazionali.

Principali settori di interesse

Nel 2007, i settori che maggiormente hanno attirato l'interesse dei Business Angels italiani sono stati: ICT/Internet, con il 24% delle preferenze; commercio con il 13%; manifatturiero, servizi alle imprese, biotech ed energia con circa il 10% ciascuno; entertainment e food con l'8% ognuno.

**Durata investimento
ed exit strategy**

La durata media dell'investimento è di 3,3 anni e le modalità predilette di way out risultano essere, in ordine di importanza, il riacquisto da parte dei proponenti, l'ingresso di investitori finanziari di maggiore dimensione e l'ingresso di un partner industriale.

Intervista ad un Business Angel

Dott. Zambon (*), nella sua esperienza qual è stato per Lei il canale principale con il quale è entrato in contatto con i potenziali imprenditori?

Nel mio caso, le fonti principali, ma non uniche, di opportunità sono derivate dal settore nel quale ho costruito la mia formazione e la mia carriera, e dal network personale sviluppato e selezionato nel corso degli anni, costituito da soggetti appartenenti all'accademia, all'industria ed ai servizi a questa afferenti, le cui caratteristiche unificanti sono la serietà, la competenza, l'affidabilità e la reciproca stima. Tale network ha avuto ed ha una duplice utilità, nella fase di creazione di un deal flow di nuove opportunità e nel processo di sviluppo nazionale ed internazionale della neonata impresa.

Qual è l'approccio con il quale si avvicina all'imprenditore?

In generale, nei miei interventi adotto una logica più industriale che finanziaria, dove l'apporto di tipo manageriale è fondamentale. A tal proposito, nonostante assuma solitamente delle quote di minoranza, sono portato a fissare, consensualmente con l'imprenditore, un sistema di governance che mi permetta di assistere ed indirizzare sotto il profilo strategico ed operativo il business avviato.

Qual è il driver che la porta ad investire?

Nella decisione di investire in un nuovo progetto una variabile fondamentale di giudizio riguarda sicuramente il feeling che si instaura con la "persona imprenditore", che dipende dalle sue qualità umane e lavorative, seguita da un'analisi obiettiva e razionale della business idea.

- continua -

Intervista ad un Business Angel

Secondo Lei, qual è l'elemento indispensabile per il successo della collaborazione?

Secondo la mia impostazione il Business Angel deve affiancare l'imprenditore assumendo un ruolo di tutor, con l'obiettivo di costruire insieme delle solide basi in modo che il progetto possa sopravvivere autonomamente quando verrà meno l'appoggio del Business Angel.

Le dirò di più, il rapporto tra Business Angel ed imprenditore deve basarsi, fin dal primo incontro, su una forte fiducia reciproca. Questo sottintende che il Business Angel dovrà chiarire le sue modalità di intervento e quali sono le sue motivazioni ed aspettative. Dall'altra parte, l'imprenditore deve collaborare per ridurre le asimmetrie informative legate all'iniziativa.

Quali sono i fattori di debolezza più frequenti in un business plan?

I fattori di debolezza che mi capita di riscontrare nello studio dei business plan riguardano l'analisi del mercato competitivo, che spesso si rivela insoddisfacente a causa della sopravvalutazione da parte dell'imprenditore del proprio progetto. Un altro elemento riguarda l'inadeguata strutturazione dello stesso business plan, che risulta poco organico e rispondente alla realtà che si sta presentando. Infine, un errore nel quale a volte incorrono gli imprenditori è quello di non allineare l'evoluzione attesa del business proposto con le risorse finanziarie richieste. Quello che chiedo all'imprenditore è di essere consapevole del processo di sviluppo del suo business e delle future esigenze finanziarie, al fine di presentare un percorso di crescita completo e coerente della società.

Come giudica il contesto italiano delle imprese start up?

La situazione italiana delle imprese start up è caratterizzata da un'elevata difficoltà nella ricerca di fonti di finanziamento, dovuta principalmente all'avversione al rischio da parte dei possessori di capitale. In aggiunta, a differenza di altri Paesi, in Italia esiste un'avversione culturale verso il fallimento, per cui la propensione ad assumersi il rischio imprenditoriale è inferiore.

() Dott. Andrea Zambon, Presidente di Kjos S.p.A.*

2.2 L'ambiente di riferimento in cui orientarsi

La fertilità delle proposte imprenditoriali è una delle prime condizioni di sviluppo dei Business Angels. Nonostante la globalizzazione dei mercati ridimensioni almeno in parte la figura dell'imprenditore-inventore, gli attuali modelli competitivi delle imprese richiedono una maggiore focalizzazione sull'innovazione e la capacità di innovare.

Pertanto, gli assunti di un **solido tessuto imprenditoriale** si basano sull'interazione tra: **una struttura di supporto alle imprese in crescita, una comunità dinamica ed aperta ed un ambiente imprenditoriale ed accademico innovativo.**

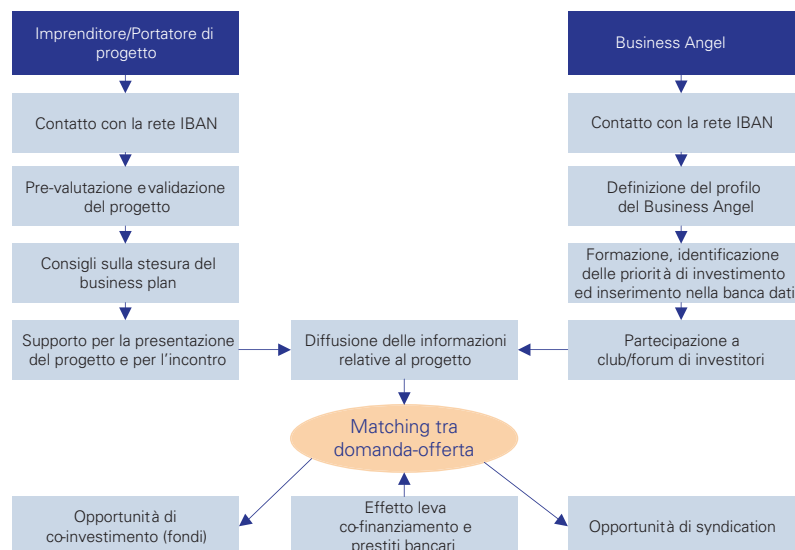
IBAN

Nel contesto italiano l'organizzazione di riferimento degli investitori informali nel capitale di rischio è rappresentata dalla Associazione IBAN, la cui attività, iniziata nel 1999, si sviluppa sia a livello nazionale che internazionale. In ambito europeo IBAN è membro fondatore di EBAN (European Business Angels Network), un'associazione che raggruppa più di cinquanta reti regionali e federazioni nazionali appartenenti ad una ventina di Paesi del vecchio Continente.

L'obiettivo dell'associazione italiana è quello di coordinare, sviluppare ed incoraggiare l'attività dei Business Angels e dei relativi network, contribuendo alla creazione di programmi locali, nazionali ed internazionali, promuovendo un ambiente favorevole in termini di strumenti, attori e cultura per agevolare gli investimenti, oltre ad agire in "rappresentanza della categoria" presso le Istituzioni che si occupano di politica industriale (Ministero, Assessorati regionali e provinciali, banche, altre società finanziarie, ecc.).

Da un punto di vista organizzativo IBAN si configura come una "rete delle reti" con il compito di coordinare e definire i parametri di azione entro cui le diverse strutture locali radicate nel territorio possono muoversi (BAN, club di angels, ecc.).

Il processo di matching tra domanda e offerta



Le reti dei Business Angels giocano un ruolo preponderante nell'incontro tra la domanda di capitale (imprenditori/portatori di progetto) e l'offerta di capitale (Business Angels) e costituiscono una piattaforma di mercato per questi due gruppi di attori economici.

L'Associazione IBAN trae grande beneficio, per il miglioramento del proprio ruolo, partecipando a vari progetti dell'Unione Europea: dopo i primi due progetti che nel 1999 e nel 2001 hanno consentito la nascita e l'avvio dell'Associazione in Italia, attualmente IBAN è coinvolta in altri due progetti: "EASY-Early Stage Investors" (www.earlystageinvestors.org) e "Ready for Equity" (www.readyforequity.eu).

L'iniziativa "Partnership for Growth"

L'iniziativa "Partnership for Growth", promossa dall'Ambasciata USA in Italia, coinvolge i tessuti imprenditoriali, politici, accademici e comunicativi per sostenere una dinamica di crescita economica, ricorrendo ad una collaborazione costruttiva tra Italia e Stati Uniti.

Il progetto si pone diversi obiettivi quali: una migliore collaborazione tra il mondo della ricerca e quello imprenditoriale, l'allargamento ed il rafforzamento del mercato del capitale di rischio, una maggiore tutela della proprietà intellettuale, l'incremento di reciproci scambi tra imprenditori tradizionali italiani ed americani e la nuova generazione di imprenditori emergenti.

Operativamente, l'iniziativa cerca di favorire l'interscambio di esperienze formative tra Italia e Stati Uniti, offrendo borse di studio ed assegni di ricerca, permettendo a giovani imprenditori italiani di svolgere degli stage semestrali in primarie aziende americane.

Gli "incubatori" ed i Network universitari

Negli ultimi anni si sta diffondendo la consapevolezza che parte dello sviluppo economico del Paese dipende da una collaborazione più efficace tra il mondo accademico e quello imprenditoriale.

Molti progetti innovativi nascono da spin off accademici dei Centri di ricerca e delle Università, ma la loro futura valorizzazione commerciale necessita di un adeguato sostegno imprenditoriale, che la figura del Business Angel è in grado di offrire.

Per favorire lo sviluppo di progetti, molti centri di ricerca hanno istituito gli incubatori accademici, strutture di sviluppo economico progettate per fornire risorse e servizi ad iniziative imprenditoriali nella loro fase di avvio, mirando ad una futura autonomia e solidità finanziaria. Recentemente, alcune Università italiane hanno organizzato propri incubatori o stretto degli accordi con incubatori esistenti, perseguendo vari interessi, tra cui:

- Incrementare le proprie entrate con sovvenzioni statali rivolte alla creazione degli incubatori;
- Intensificare le relazioni industriali ed il trasferimento tecnologico;
- Sviluppare una mentalità imprenditoriale nei laboratori di ricerca;
- Partecipare attivamente allo sviluppo locale.

Tali realtà rappresentano un'opportunità per i neo imprenditori, i quali, nel perseguire lo sviluppo del proprio progetto, potrebbero valutare possibili cooperazioni, sia di tipo finanziario che scientifico.

In Italia, tra gli incubatori più attivi si segnalano:

- Di espressione universitaria - "I3P" del Politecnico di Torino, "Acceleratore d'Imprese" del Politecnico di Milano, "AlmaCube" dell'Università di Bologna, "Start Cube" dell'Università di Padova, "ARCA" dell'Università di Palermo;
- Di espressione mista pubblica-privata -

Incubatori di espressione universitaria: attraverso queste strutture i ricercatori possono disporre di apparecchiature tecniche, spazi, strumenti, risorse umane e competenze aziendali utili a trasformare le idee da semplici progetti "sulla carta" in prodotti commerciabili.

Incubatori di espressione pubblica-privata: finanziati con capitali statali o regionali, sono strutture non profit gestite da operatori pubblici/istituzionali con una focalizzazione geografica regionale/locale e con uno spiccato interesse per l'attività di "enterprise creation".

“Incubatore Firenze” su iniziativa del Comune, “Roma centro” del BIC Lazio, “Incubatori d’impresa” di Trentino Sviluppo, “Tecnopolis CSTA” a Bari.

Un’ulteriore possibile sinergia tra la realtà accademica e quella imprenditoriale riguarda la creazione di **network all’interno delle Università** tra “alumni”, docenti ed imprenditori. In questo contesto l’idea innovativa trova un adeguato sostegno nelle diverse esperienze, competenze e reti personali di contatti dei soggetti coinvolti, che possono facilitare l’analisi, il finanziamento e lo sviluppo dell’investimento.

Capitolo 3

La ricerca delle risorse finanziarie

Il capitolo fornisce alcune informazioni per aiutare l'imprenditore a familiarizzare con le fonti finanziarie disponibili sul mercato per sostenere la sua idea imprenditoriale.

3.1 Come avvicinarsi alle fonti di finanziamento

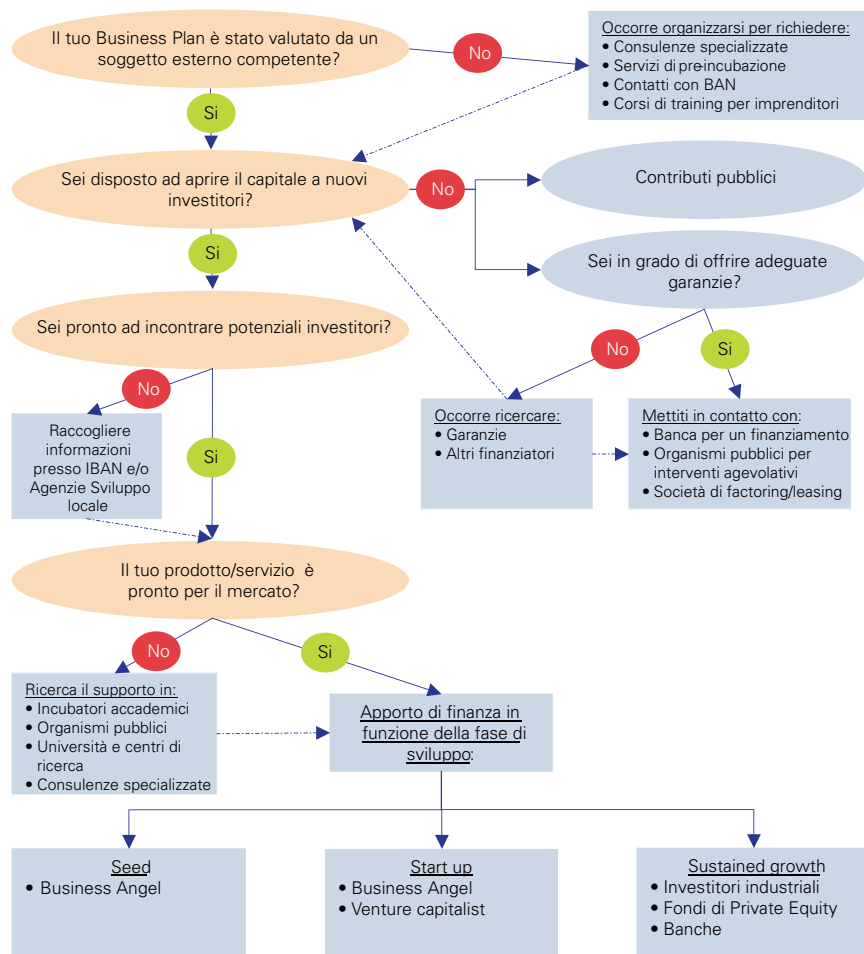
La **ricerca di finanza** rappresenta il passaggio più delicato nell'avvio di un progetto imprenditoriale, il quale trova spesso nel suo cammino evolutivo verso la costituzione dell'impresa una serie di ostacoli che possono comprometterne sia la realizzazione che, nelle fasi successive, il suo armonico sviluppo.

Fonti finanziamento: quadro generale

Fonti finanziamento Requisiti	Debito bancario	Contributi pubblici	Business Angels	Venture capital	Private equity	Borsa: MAC
Impresa	Dipende dalla garanzia	Nascente/avviata	Nascente/avviata		Avviata	S.p.A.
Fatturato		Non necessariamente alto	Non necessariamente alto	Importanti tassi di crescita	Alti tassi di crescita	In teoria nessun limite
Redditività richiesta	Spread in base al rating	Non determinante	Medio-alta, e a termine		A due cifre, e a termine	Stima dividendi/ capital gain
Raccolta di capitale	Dipende dalla garanzia	Dipende dall'iniziativa	< 1 mln. Euro	> 1 mln. Euro	Dipende dal soggetto	Anche bassa
Informativa	In genere bilanci	Business plan	Business plan, due diligence, patti di sindacato, coinvolgimento nel CdA		Business plan, due diligence, patti di sindacato, coinvolgimento nel CdA	Sponsor bancario

In questo difficile scenario, l'imprenditore deve anzitutto programmare una strategia di azione che lo porti a considerare e valutare tutte le opportunità a sua disposizione, in modo da selezionare le fonti finanziarie più coerenti con la fase di vita in cui l'impresa si trova. Nel seguito si riporta un esempio di albero decisionale che l'imprenditore può utilizzare nel processo di ricerca di capitali.

Albero decisionale per la fase di raccolta di capitali



3.2 Le fonti finanziarie disponibili per costituire un'impresa

3.2.1 I finanziamenti bancari

Cosa cercano le Banche

Il ricorso al canale bancario può rappresentare apparentemente la via più immediata nella ricerca di fonti finanziarie per avviare un'attività. Le banche, tuttavia, si trovano ad operare in un contesto fortemente regolamentato, che le obbliga a considerare in modo dettagliato il rischio di ciascun finanziamento erogato, anche in caso di importi contenuti, ossia di valutare in modo più analitico la futura capacità del cliente di rimborsare il debito.

In questo contesto le imprese start up, caratterizzate inevitabilmente da un maggiore livello di rischio, trovano spesso difficoltà nell'accesso al canale bancario.

Infatti, le esigenze finanziarie tipiche di un progetto in fase iniziale si scontrano con i requisiti rigidi e standardizzati richiesti dagli istituti bancari, quali ad esempio: adeguate garanzie, solido track record finanziario, coerenti pianificazioni economiche prospettiche ed una realistica mappatura dei rischi tipici dell'attività.

Permane dunque l'esigenza di valorizzare la qualità del rapporto tra imprese più piccole e settore creditizio, obiettivo perseguibile attraverso il contributo del Business Angel, il quale, affiancando l'imprenditore con i suoi capitali e la sua impostazione manageriale, può

Considerazioni su 'Basilea 2'

L'introduzione di Basilea 2 ha definito, a livello mondiale, delle regole per la determinazione dei requisiti patrimoniali delle banche, con l'obiettivo di assicurare la loro solidità finanziaria e la stabilità dei mercati internazionali. La normativa, in generale, si basa sulla rilevazione del livello di rischio delle controparti bancarie attraverso l'adozione di modelli di rating dai quali dipendono il costo del finanziamento e l'importo erogato.

Tale approccio potrebbe determinare un atteggiamento discriminatorio nei confronti di quelle iniziative dove la qualità creditizia non è facilmente valutabile, e per le quali è possibile prevedere in futuro una maggiore difficoltà nel reperimento di fondi.

agevolare la dialettica tra le parti e semplificare l'accesso ai finanziamenti, fornendo un'immagine più solida e strutturata dell'impresa e procurando quelle garanzie che generalmente l'imprenditore non è in grado di offrire.

Le aree di intervento del Business Angel

Le principali aree di intervento nelle quali è possibile cogliere le potenzialità offerte dal Business Angel possono essere sintetizzate nei punti seguenti:

- Attività di pianificazione economica e finanziaria e predisposizione della documentazione necessaria secondo gli standard richiesti dal mercato (es. business plan);
- Fase di autovalutazione per l'individuazione di un equilibrio patrimoniale, reddituale e finanziario adeguato alla linea di business proposta, identificando i punti deboli dell'impresa e prevedendo adeguati processi di risk management;
- Inquadramento del piano di rimborso del debito all'interno delle esigenze di fabbisogno finanziario corrente dell'impresa, anche ricorrendo ad analisi di sensibilità e di scenario, per anticipare possibili crisi di liquidità e pianificare adeguati interventi;
- Comunicazione efficace dell'iniziativa e delle sue caratteristiche con i terzi interlocutori.

3.2.2 Le misure comunitarie a sostegno di progetti innovativi

Le iniziative della Commissione Europea

La Commissione Europea persegue l'obiettivo di creare un ambiente favorevole all'investimento nelle piccole e medie imprese (PMI), esistenti e potenziali, attraverso dei programmi di cooperazione, sensibilizzazione e finanziamento.

A tal proposito l'Unione Europea ha avviato una serie di proposte con le quali perseguire i seguenti obiettivi:

- Favorire lo sviluppo di un mercato interno di capitale di rischio;
- Favorire il finanziamento bancario tradizionale anche per le aree di ricerca e sviluppo, adottando nuove forme di debito come il “microcredito” e il “prestito partecipativo” (mezzanine financing);
- Aumentare la disponibilità di fondi comunitari per le PMI europee;
- Realizzare una migliore governance a livello nazionale, sviluppando un ambiente normativo e fiscale favorevole alle PMI innovative.

L'Unione Europea agisce conferendo portata e ampiezza maggiori ai dispositivi nazionali, offrendo alle imprese europee un sostegno finanziario principalmente indiretto (strumenti finanziari e Fondi strutturali), ma anche a volte diretto (altri tipi di sostegno finanziario).

Fondi strutturali: i fondi europei di sviluppo regionale costituiscono una tra le più importanti fonti di finanziamento per le PMI per mezzo di differenti programmi tematici ed iniziative comunitarie attuati a livello regionale. I beneficiari dei fondi strutturali ricevono un contributo diretto al finanziamento dei loro progetti. Si noti che la gestione dei programmi e la selezione dei progetti avvengono a livello nazionale e/o regionale.

Strumenti finanziari: la maggior parte di questi strumenti sono disponibili solo indirettamente, tramite degli intermediari finanziari nazionali.

Altri sostegni finanziari: consistono generalmente in iniziative d'assistenza non finanziaria, principalmente nel campo dell'internazionalizzazione.

Attualmente, i principali programmi a sostegno dell'imprenditorialità sono classificati all'interno di categorie di riferimento riconducibili a fondi strutturali, strumenti finanziari e altri sostegni finanziari.

Nella maggior parte dei casi questi aiuti sono accessibili tramite banche e fondi d'investimento, segnatamente attraverso l'intervento del Fondo Europeo di Investimento (FEI) e della Banca Europea per gli Investimenti (BEI).

Fondi strutturali

JEREMIE (Joint European Resources for Micro-to-Medium Enterprises), operativa dal 2007, è un'iniziativa congiunta della Commissione, della BEI e del FEI che si pone l'obiettivo di contribuire alla creazione di nuove imprese facilitandone e migliorandone l'accesso ai finanziamenti e in particolare sviluppando il microcredito, il capitale di rischio, i prestiti o le garanzie e altre forme innovative di finanziamento. È importante evidenziare che le risorse del

programma JEREMIE non sono direttamente disponibili per le piccole imprese, le quali devono contattare gli “intermediari finanziari” preposti, per verificare l’effettiva disponibilità e il recepimento di quanto previsto dal programma comunitario (v. <http://www.eif.org/jeremie>).

Tra i fondi strutturali si distingue, inoltre, il Fondo Europeo di Sviluppo Regionale (FESR), che sostiene la crescita e l’adattamento strutturale delle economie regionali, aiutando le piccole imprese e promuovendo l’imprenditorialità (v. http://ec.europa.eu/regional_policy/funds/feder/index_it.htm).

Strumenti finanziari

Il “Programma quadro per l’innovazione e la competitività (CIP) 2007-2013” individua un quadro coerente a livello europeo per migliorare la competitività ed il potenziale d’innovazione, assicurando uno sviluppo economico equilibrato. Tra le aree di intervento si distingue il “Programma per l’innovazione e l’imprenditorialità”, rivolto anche alle cosiddette “gazzelle”, imprese a forte potenziale di crescita ad alta tecnologia, facilitando l’accesso a finanziamenti, informazioni e consulenze sul funzionamento del mercato interno e sulla normativa di riferimento (v. http://ec.europa.eu/cip/eip_en.htm).

Altri sostegni finanziari

Il “VII Programma quadro per la ricerca (2007-2013)” si articola su quattro aree (cooperazione, idee, persone, capacità) con l’obiettivo di favorire l’attività di ricerca e sviluppo nelle imprese europee, ed incentivando i progetti più ambiziosi ed innovatori in partenariato. Il sostegno finanziario europeo può essere direttamente accessibile quando è connesso alla realizzazione di determinati obiettivi specifici. I programmi comunitari offrono, ad esempio, possibilità di finanziamento diretto nei settori della ricerca e dell’innovazione (VI e VII Programmi quadro di ricerca comunitaria), dell’ambiente e dell’energia (sezione «misure promozionali e sovvenzioni all’ambiente»), dell’istruzione e della formazione (“Socrates” e “Leonardo da Vinci”) ovvero della sanità e della sicurezza. Allorquando ricorrono i criteri previsti da un determinato programma, i soggetti interessati possono presentare direttamente una domanda di partecipazione al servizio della Commissione Europea responsabile del programma (v. http://ec.europa.eu/research/fp7/pdf/fp7-brochure_it.pdf).

3.2.3 Il contesto di riferimento degli interventi pubblici e privati in Italia

Fondi pubblici in Italia

Nel contesto italiano, gli **interventi pubblici a sostegno di nuove imprese** si strutturano nella forma di contributi ed agevolazioni finanziarie di carattere provinciale, regionale e statale, le cui risorse derivano sia da fondi nazionali che comunitari.

Tali interventi possono dipendere dal territorio di riferimento, dal settore economico di interesse e dall'utilizzo finale dei capitali richiesti, e si concretizzano per il tramite di contributi a fondo perduto, oppure attraverso delle forme di finanziamento agevolato, con tassi di interesse vantaggiosi per l'imprenditore e, in alcuni casi, con quote del capitale concesso non rimborsabile.

In ogni caso, nessun sostegno permette la copertura totale dei mezzi finanziari necessari per l'avvio di un'attività imprenditoriale, rispettando la logica che **"non ci sarebbe impresa senza rischio"** e richiedendo quindi all'imprenditore un adeguato impiego di capitale proprio.

Nelle varie tipologie di intervento pubblico è utile sapere che alcuni tipi di finanziamento, definiti all'interno delle cosiddette "leggi a bando", richiedono il rispetto di specifici requisiti ai fini dell'ottenimento del contributo pubblico, e solitamente prevedono una scadenza per la presentazione della domanda (come ad esempio la Legge Nazionale 215/92 a sostegno dell'imprenditoria femminile). Altri, invece, derivanti dalle cosiddette "leggi a sportello", non impongono un limite temporale per l'effettuazione della domanda, ma prevedono un limite dimensionale: una volta terminati i fondi a disposizione non è possibile soddisfare ulteriori richieste di finanziamento, se non con una nuova legge che aumenti la disponibilità delle risorse (nella categoria delle "leggi a sportello" rientra, ad esempio, la Legge Nazionale 95/95 a sostegno dell'imprenditoria giovanile).

Italian Angels Fund

Un'ulteriore modalità attraverso cui possono meglio essere soddisfatte le esigenze di finanziamento delle PMI riguarda i cosiddetti fondi di investimento privato. In tal caso l'imprenditore dovrà essere disposto ad aprire la compagine azionaria per riceverne in cambio capitali ed un supporto attivo nella gestione della costituenda società.

In Italia IBAN avrà il patrocinio di un Fondo specializzato per aziende che si trovano ancora nella fase di avvio, denominato Italian Angels Fund (IAF). Si tratta di un Fondo mobiliare chiuso che opera nella modalità di strumento di co-investimento con Business Angels ed investitori istituzionali, in aziende innovative "early stage" operanti in Italia.

Il Fondo rappresenta l'anello mancante nella catena di copertura del gap di capitale e consente di trasformare conoscenza in valore d'impresa, facendo leva su diversi elementi:

- Esperienza imprenditoriale passata e capacità di cogliere il potenziale di una nuova iniziativa. Competenze certamente distintive rispetto ai tradizionali gestori di fondi, focalizzati più sugli aspetti finanziari che imprenditoriali;
- Riduzione dei costi di gestione del fondo: un Business Angel è in grado di svolgere correttamente e con costi minori il processo di "scouting" e di "due diligence" rispetto ai gestori tradizionali.

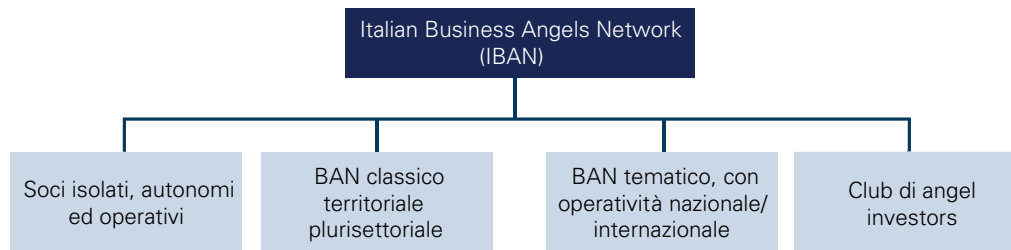
3.2.4 Come rivolgersi ai Business Angels per la raccolta di capitale di rischio

I Network di Business Angel, in qualunque forma essi siano organizzati, rappresentano una modalità atta a dare una concreta risposta alle problematiche connesse alla ricerca degli investitori informali ed agli elevati costi di "scouting" che investitori in cerca di progetti ed imprenditori in cerca di finanziatori sostengono.

Per tale motivo, il **circuito IBAN** si presenta come un interlocutore di riferimento per l'imprenditore motivato

ad aprire la sua compagine azionaria, e dove le sue leve operative sul territorio sono rappresentate dai singoli network locali di Business Angels. Questa soluzione rimane pertanto il canale di comunicazione più immediato con il mondo dell'informal venture capital, in quanto è in grado di portare i progetti di investimento all'attenzione di un vasto numero di finanziatori in maniera simultanea.

Il circuito IBAN



Obiettivi dei network

I network hanno l'obiettivo di facilitare l'incontro e la comunicazione tra gli imprenditori e gli investitori informali, riducendo i costi di ricerca e di informazione che, per quanto concerne il Business Angel, sono dovuti al fatto di essere costretti ad impegnarsi in prima persona nell'attività di ricerca delle opportunità di investimento, mentre, per quanto riguarda l'imprenditore, sono riconducibili all'individuazione di valide fonti finanziarie.

I servizi offerti

I servizi offerti si rivolgono ad entrambe le parti coinvolte nel processo, con il fine ultimo di agevolare il connubio tra imprenditore e finanziatore. In particolare:

- **Per i Business Angels:** attività di screening dei business models dei vari imprenditori, prima analisi e successiva classificazione nel database disponibile agli stessi investitori; attività di formazione ed orientamento; opportunità per la costituzione di syndication; partecipazione ad eventi e manifestazioni;

- **Per gli imprenditori:** consulenza ed analisi sul business model del progetto; formazione sui contenuti essenziali per presentarsi all'investitore; diffusione dello schema di presentazione (elevator pitch) e del business plan presso gli investitori; preparazione della presentazione; opportunità di co-investimento.

Le tipologie di network

I network di Business Angels si strutturano all'interno del circuito IBAN, adottando le sue linee guida, condividendo le regole di comportamento previste, sottostando agli obblighi di informativa relativamente ai singoli individui associati, e soprattutto contando sull'appoggio dell'Associazione nella loro fase di avvio. La configurazione del circuito che fa capo all'Associazione IBAN è in continua evoluzione, proprio per venire incontro sia alle diverse specificità dei gruppi di Business Angels che alle variegate aspettative dei neo imprenditori.

La giusta via per fare business

Ancora prima di rivolgersi ad IBAN o ad una delle realtà del suo circuito, il neo imprenditore dovrebbe comprenderne le caratteristiche intrinseche, ponendosi il seguente quesito:

- *Sono in grado di analizzare e valutare adeguatamente il mio progetto, per presentarlo adeguatamente al Business Angel, ovvero necessito di un sostegno consulenziale?*

Nel caso in cui l'imprenditore valuti di possedere già tali competenze, gli interlocutori di riferimento saranno IBAN e i Club di Business Angels. Nel caso contrario, una delle soluzioni più adeguate è rappresentata dall'assistenza fornita dai BAN e dalle Agenzie di Sviluppo Locale.

I Business Angels Network (BAN) territoriali

I BAN nella loro veste più tradizionale hanno un'operatività territoriale e pluri-settoriale, anche se solitamente privilegiano quei settori più sviluppati a livello locale. Spesso hanno una natura mista pubblica-privata e nella fase di avvio sono assistiti da IBAN. I BAN assicurano un forte legame con il territorio ed una partecipazione più diretta nel sostenere le fasi di analisi e valutazione dei progetti imprenditoriali. IBAN assume quindi la figura di coordinatore all'interno di questi network, definendo le aree di intervento su cui agire, ma lasciando un'ampia autonomia gestionale alle singole entità. Il neo imprenditore con modeste competenze economiche può trovare nei BAN del suo territorio un punto di riferimento per avvicinarsi alla realtà dei Business Angels, ottenendo consigli ed informazioni su come presentare il proprio progetto, identificare i punti critici dell'investimento e pianificare l'eventuale incontro con la domanda rappresentata dai finanziatori.

- continua -

I Business Angels Network (BAN) tematici

La figura dei BAN tematici rappresenta una recente evoluzione nella realtà di IBAN. La loro operatività è focalizzata su specifiche aree di attività, selezionando i progetti provenienti dall'interno e dall'esterno del circuito IBAN e proponendoli ai Business Angels accreditati e interessati al relativo settore. Il loro compito è anche quello di organizzare incontri ed opportunità di collaborazione tra i soci. La loro maggiore specializzazione si traduce in una duplice utilità:

- *Offrire un supporto tecnico ed operativo più specifico nella fase valutativa;*
- *Offrire un network di contatti all'interno di un determinato settore, catalizzando gli operatori interessati ed aumentando le opportunità di business.*

Attualmente sono presenti due BAN tematici: il BAN con focus nel settore della scienza della vita, nato con il progetto "SHVPC Seven hills venture partner consortium", ed il BAN specializzato nel settore ICT, denominato "Digital BAN".

I soci autonomi di IBAN

Tra i soci autonomi ed operativi si identificano coloro che sono iscritti all'Associazione IBAN, ma che non operano all'interno di BAN o club di angeli finanziari. Sono semplicemente interessati ad investire in progetti innovativi ed utilizzano la rete IBAN per sondare il mercato, selezionare idee interessanti e successivamente avvicinare l'imprenditore autonomamente, senza nessun coinvolgimento dell'Associazione.

I club di angel investors

I club di angel investors sono gruppi di investitori che si riuniscono informalmente in circoli privati caratterizzati da un forte spirito di appartenenza, senso di fiducia e voglia di fare impresa. A differenza dei BAN, i club di angels nascono autonomamente tra gruppi di conoscenti ed amici che mettono insieme risorse e know how, e spesso si affiancano a progetti innovativi sviluppati in centri di ricerca avanzati.

Questi club sono affiliati ad IBAN e tra i più recenti si distinguono l'"Italian Angels for Growth" a Milano, il "Club degli Investitori" a Torino, e la costituenda "Fondazione per l'Angel Investing" a Roma.

A differenza dei BAN, che svolgono prevalentemente un'attività di intermediazione, essi rappresentano direttamente la figura dei Business Angels, e l'imprenditore deve essere in grado di presentarsi a tali soggetti già in modo strutturato.

Si veda l'allegato "Indirizzi utili" per avere alcuni riferimenti e contatti

Capitolo 4

La normativa di riferimento

In questo capitolo si introducono alcuni spunti e riflessioni critiche su temi societari, fiscali e fallimentari che devono essere noti ad un neo imprenditore prima di incontrare un Business Angel.

4.1 Inquadramento dei principali aspetti relativi alla struttura societaria

Un passaggio fondamentale nella fase di avvio di un'attività riguarda la **scelta della natura giuridica** della futura società nata dalla cooperazione tra Business Angel ed imprenditore.

L'obiettivo è individuare un equilibrio tra la tutela della responsabilità personale, giuridica ed economica, la volontà di partecipare all'iniziativa e le esigenze di capitalizzazione del nuovo progetto.

In seguito alla Riforma del Diritto Societario del 2003, la società a responsabilità limitata (Srl) rappresenta la migliore forma giuridica per l'investimento del Business Angel. Tale osservazione trova giustificazione nei seguenti vantaggi:

Considerando l'universo italiano delle società di capitale, la struttura societaria più diffusa in Italia è quella delle società a responsabilità limitata: al 31 dicembre 2005, su un totale di 654.918 società di capitali, vi erano 614.409 Srl.

Fonte: ISTAT

- Il rischio dell'investitore e dell'imprenditore è limitato alla loro partecipazione (a differenza delle società di persone), e ciò impedisce che i creditori della società possano rivalersi sul patrimonio privato dei soci (salvo quanto previsto per le società unipersonali);
- Il capitale sociale minimo richiesto è pari a Euro 10.000, mentre per le società per azioni (SpA) ammonta a Euro 120.000;

- Le procedure per la costituzione della società sono più rapide e meno onerose rispetto ad altre forme societarie;
- I soci hanno libertà di scelta per quanto riguarda il governo societario, che consente loro una maggiore influenza sul management;
- Le procedure gestionali sono più rapide, semplificate e meno costose rispetto ad una SpA (ad esempio, si permette agli amministratori di prendere delle decisioni senza riunire il consiglio - a patto che lo Statuto lo consenta - e si introduce la cosiddetta "amministrazione disgiuntiva", che consente una gestione indipendente in capo a più amministratori);
- È consentita la costituzione di Srl unipersonali, rispettando particolari adempimenti previsti dalla legge.

Alla luce di tali considerazioni, è possibile concludere che la Riforma del Diritto Societario abbia agevolato la creazione di nuove imprese, all'interno delle quali è garantita un'ampia autonomia statutaria, una maggiore libertà di forme organizzative, la limitazione dei rischi degli investitori (a differenza delle società di persone) e minori costi di costituzione e gestionali (rispetto ad una SpA).

Costi medi indicativi per la costituzione di una S.r.l.

OPERAZIONE	MINIMO (Euro)	MASSIMO (Euro)
Tassa di registro su Atto Costitutivo e Tassa Archivio	200	200
Bolli su Atto Costitutivo	300	400
Registrazione presso Registro delle Imprese (annuale)	530	530
Onorari notaio	2.200	2.400
Libri sociali (costo e vidimazione)	800	800
Onorari avvocati (es. per redazione procure ed Atto Costitutivo, o patti parasociali)	3.000	5.000
Onorari commercialista (es. per consulenza su entità capitale sociale)	1.000	2.500
TOTALE	8.030	11.830

Rilevazione empirica 2008

4.2 Inquadramento dei principali aspetti della disciplina fiscale

La disciplina fiscale rappresenta un volano governativo fondamentale per sostenere la nascita e lo sviluppo di nuove imprese. Analizzando il quadro normativo italiano, è interessante evidenziare alcuni aspetti delle principali leggi fiscali che l'imprenditore deve conoscere per valutare adeguatamente la profittabilità del suo investimento, ricercando quindi quegli strumenti che ne possano agevolare l'avvio e lo sviluppo.

Di seguito si sintetizzano gli aspetti principali relativi a tre tematiche fiscali che possono interessare un neo imprenditore: le **novità introdotte dalla Finanziaria 2008**, il **regime dei dividendi adottato in Italia** ed il **regime della Participation Exemption**.

Finanziaria 2008

L'abbassamento dell'aliquota fiscale in Italia, introdotta con la Finanziaria 2008 ed accompagnata da una revisione parziale del sistema di ammortamento e da variazioni sulla deducibilità degli interessi², è da interpretare all'interno del contesto competitivo del mercato europeo dei capitali. Tuttavia occorre notare come tale novità fiscale penalizzi le piccole società di capitale con un modesto Margine Operativo Netto (o EBIT), o che ricorrono ad un'elevata leva finanziaria per finanziare i propri investimenti. Per le start up, rimane comunque la possibilità di capitalizzare gli oneri inclusi nel costo dei beni strumentali nel periodo in cui essi sono in costruzione e prima del loro effettivo utilizzo.

Il contesto europeo

La normativa inglese ha introdotto nel 1994 l'Enterprise Investment Scheme (EIS), con il quale sono stati delineati degli incentivi fiscali a favore dei Business Angels e del mercato del venture capital in generale. Anche in altri Paesi europei, come in Francia, Germania ed Olanda, attualmente sono previsti degli interventi agevolativi nei confronti dei Business Angels, come ad esempio il differimento della tassazione del capital gain nel caso di reinvestimento in nuovi progetti innovativi, favorendo in questo modo un circolo virtuoso a favore dello sviluppo economico del Paese. Si tratta di discipline fiscali che purtroppo tardano ad essere recepite in Italia.

Regime dei dividendi

Il regime dei dividendi adottato in Italia attualmente conserva i tratti della riforma fiscale del 2003 che avvicina la realtà italiana a quella europea. Rimane quindi la separazione tra dividendi distribuiti a società e dividendi distribuiti alle persone fisiche, con regimi fiscali differenti tra partecipazioni qualificate e non qualificate. Merita un certo rilievo la "tassazione per trasparenza fiscale" nelle società a ristretta base proprietaria, come piccole Srl nate dalla collaborazione tra imprenditore e Business Angel. La relativa normativa prevede che tali Srl, composte solo da persone fisiche e rientranti nell'ambito degli studi di settore, possano attribuire direttamente il reddito prodotto ai soci stessi, indipendentemente dalla sua distribuzione. In questo modo si ripropone il funzionamento delle società di persone, con il vantaggio di assicurare la compensazione tra redditi e perdite dei singoli soci con conseguente riduzione del loro carico fiscale.

² In sintesi: la Finanziaria 2008 ha ridotto l'aliquota IRES (Imposta sul Reddito delle Società) dal 33% al 27,5%, gli interessi netti sono indeducibili se superano il 30% dell'EBIT (civilistico, riclassificato con l'aggiunta degli ammortamenti), prevedendo il recupero negli anni successivi; gli ammortamenti anticipati ed accelerati sono soppressi.

**Participation
Exemption**

Nel caso in cui il Business Angel abbia investito in un nuovo progetto imprenditoriale attraverso una società veicolo, l'assetto fiscale italiano consente di applicare il regime della Participation Exemption, misura con la quale le plusvalenze derivanti dalla cessione di partecipazioni, rispondenti ai requisiti specificati nella riforma fiscale, siano quasi integralmente esentate dal pagamento delle imposte (dal 2008 la quota di esenzione è di regola pari al 95%)³.

Le tabelle successive riassumono alcuni aspetti relativamente alla tassazione dei dividendi e delle plusvalenze, limitandosi a dare delle indicazioni generali e rimandando alla letteratura specializzata per eventuali approfondimenti ed alla terminologia per maggiori informazioni sul lessico utilizzato.

3 I requisiti della partecipazione per poter usufruire della Participation Exemption sono:

- ininterrotto possesso dal primo giorno del dodicesimo mese precedente quello dell'avvenuta cessione; in caso di cessioni si considerano cedute per prime le partecipazioni acquisite in data più recente;
- classificazione nella categoria delle immobilizzazioni finanziarie nel primo bilancio chiuso durante il periodo di possesso;
- residenza fiscale della società partecipata in un Paese che non sia considerato "paradiso fiscale";
- esercizio da parte della società partecipata di un'impresa commerciale, al momento della cessione.

La tassazione degli utili da partecipazione

Persone fisiche al di fuori dell'esercizio di impresa	Partecipazione qualificata	Concorso alla formazione del reddito imponibile, soggetto ad aliquota IRPEF progressiva, in misura pari al 40% del loro ammontare, ovvero al 49,72% relativamente agli utili prodotti a partire dall'esercizio successivo a quello in corso al 31 dicembre 2007 (*)
	Partecipazione non qualificata Azioni di risparmio indipendentemente dalla quota posseduta	Ritenuta a titolo di imposta del 12,5%
Persone fisiche residenti nell'esercizio di imprese commerciali Società di persone commerciali	Nessuna distinzione tra partecipazione qualificata o non qualificata	Concorso parziale alla formazione del reddito imponibile, in misura pari al 40% del loro ammontare, ovvero al 49,72% relativamente agli utili prodotti a partire dall'esercizio successivo a quello in corso al 31 dicembre 2007 (*)
Società di capitali	Esclusione alla formazione del reddito degli utili nel limite del 95% del loro ammontare	

(*) Si veda l'art. 1 del Decreto del Ministero delle Economie e delle Finanze del 2 aprile 2008.

La tassazione dei capital gains

Persone fisiche al di fuori dell'esercizio di impresa	Partecipazione qualificata	Concorso alla formazione del reddito in misura pari al 40% al netto della quota corrispondente delle minusvalenze su partecipazioni qualificate, ovvero al 49,72% relativamente alle plusvalenze e alle minusvalenze realizzate a decorrere dal 1 gennaio 2009 (*)
	Partecipazione non qualificata Azioni di risparmio indipendentemente dalla quota posseduta	Imposta sostitutiva del 12,5% sulle plusvalenze, al netto delle minusvalenze su partecipazioni non qualificate o su altri tipi di titoli e valori
Persone fisiche in regime di impresa Società di persone	Partecipazione con requisiti di esenzione (participation exemption)	Concorso alla formazione del reddito in misura pari al 40% della plusvalenza ovvero in misura pari al 49,72% per le plusvalenze realizzate a decorrere dal 1 gennaio 2009 (*)
	Partecipazione senza requisiti di esenzione (participation exemption)	Concorso alla formazione del reddito in misura pari al 100% della plusvalenza
Società di capitali	Partecipazione con requisiti di esenzione (participation exemption)	Concorso alla formazione del reddito in misura pari al 5%
	Partecipazione senza requisiti di esenzione (participation exemption)	Concorso alla formazione del reddito in misura pari al 100%

(*) Si veda l'art. 2 del Decreto del Ministero delle Economie e delle Finanze del 2 aprile 2008. Resta ferma la misura del 40% per le plusvalenze e le minusvalenze derivanti da atti di realizzo posti in essere anteriormente al 1 gennaio 2009 ma i cui corrispettivi siano in tutto o in parte percepiti a decorrere dalla stessa data.

4.3 Considerazioni sulla normativa fallimentare

Un'analisi ragionata del quadro fallimentare italiano è fondamentale per valutare l'importanza di una corretta gestione del rischio, sia da parte del Business Angel che del neo-imprenditore.

Come evidenziato in alcune pubblicazioni da AIFI ed IBAN, servirebbe una "rivoluzione culturale" sul tema del fallimento, con la quale abbandonare l'atteggiamento di ostracismo esistente nel nostro Paese nei confronti di una "business idea" che non ha successo. Questa dovrebbe essere interpretata come un'esperienza dalla quale i soggetti coinvolti possono comunque imparare, avendo l'opportunità di una seconda chance. Spesso il principale disincentivo per i Business Angels nell'intraprendere un investimento è rappresentato infatti da una normativa di riferimento troppo stringente e "punitiva", oltre che da una "shame culture" che tende spesso a frustrare lo spirito imprenditoriale.

La recente riforma fallimentare ha adeguato la normativa italiana al contesto europeo, con la tendenza a considerare le procedure concorsuali come strumenti diretti alla conservazione dei mezzi organizzativi dell'impresa e cercando di assicurare, se possibile, la sopravvivenza dell'impresa. Tra le principali novità si segnalano:

- Una maggiore importanza del comitato dei creditori, che insieme al curatore fallimentare diventa il vero organo di gestione della procedura; l'accordo con i creditori rappresenta quindi lo strumento principale con il quale accelerare ed abbreviare difficili procedure concorsuali;
- A tutela dell'imprenditore, la riforma ha ridotto alcune sanzioni personali in capo al fallito, soprattutto in riferimento a diritti costituzionalmente garantiti, ed è stato eliminato il pubblico registro dei falliti;
- Con riguardo alla revocatoria fallimentare, si è avuta la riduzione dei termini nei quali si presume la conoscenza dello stato di insolvenza;

- È stata introdotta l'esdebitazione, con la quale è concesso al debitore (persona fisica) di essere ammesso alla liberazione dei debiti residui nei confronti dei creditori concorsuali non soddisfatti. Questa normativa, prevista solo in determinate condizioni (se, ad esempio, il fallito ha cooperato con gli organi della procedura, se non ha beneficiato di un'altra esdebitazione nei dieci anni precedenti) permette, in pratica, al fallito di riottenere velocemente la facoltà di esercitare nuovamente l'attività imprenditoriale.

In generale è possibile rilevare come **la riforma fallimentare vigente cerchi di assicurare la continuazione dell'attività imprenditoriale, evitando soluzioni drastiche al fallimento, ed incoraggiando l'avvio di nuove attività imprenditoriali.**

Tuttavia, per un'impresa start up il fallimento deve comunque essere interpretato come una situazione estrema, che può verificarsi a causa di fattori negativi imprevisti o a causa di una superficiale valutazione preliminare del progetto. A tale proposito, la figura di un Business Angel esperto, che affianchi l'imprenditore fin dalla fase di avvio dell'idea, rappresenta il miglior antidoto per eventuali crisi.

Capitolo 5

Il processo di co-investimento

Il capitolo intende descrivere le tappe principali lungo le quali si struttura la partnership tra imprenditore e Business Angel, indicando gli strumenti più opportuni per affrontare ogni singola fase.

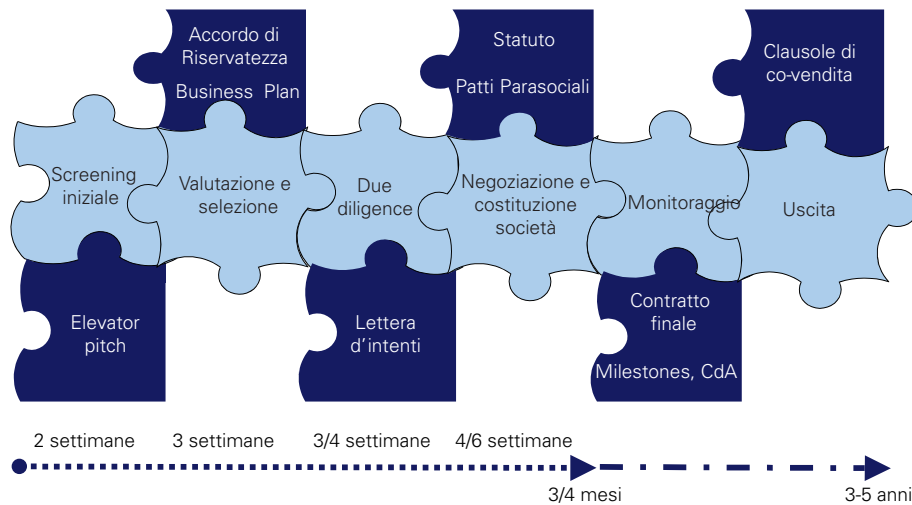
5.1 Introduzione

La strada che porta al co-investimento si articola attraverso alcune fasi che possono essere più o meno enfatizzate dal Business Angel e/o dall'imprenditore, ma che sicuramente risultano fondamentali per avviare, sviluppare, affrancare e monetizzare l'iniziativa.

Durante tale processo una pluralità di persone si trovano a doversi confrontare; spesso l'imprenditore si paragona per la prima volta con la realtà del mercato e soprattutto con la logica economica degli investitori, e solo la consapevolezza dell'esistenza di un obiettivo comune, quale quello di condividere un progetto di successo, fa sì che un'idea valida raggiunga il meritato traguardo della sua realizzazione.

L'informalità rimane il carattere distintivo del Business Angel anche di fronte all'introduzione di processi, tempi e documenti 'formali', che devono essere interpretati sempre in un'ottica di garanzia per entrambe le parti.

Le fasi del processo di co-investimento



5.2 Le fasi del processo

5.2.1 Screening iniziale

Lo screening rappresenta il primo momento nel quale l'imprenditore e la sua idea entrano materialmente in contatto con i Business Angels. Questa fase si esplica attraverso la presentazione o l'invio dell'**elevator pitch**, sulla base del quale l'investitore realizza un'analisi preliminare che determinerà il suo futuro interesse nell'iniziativa. Risulta quindi fondamentale presentare il progetto in maniera completa ma sintetica, al fine di stimolare la curiosità del Business Angel ed accedere così ad una successiva fase di dettaglio e approfondimento.

5.2.2 Valutazione e selezione

L'affinità tra i soggetti e la validità del business model rappresentano i driver che introducono il momento della valutazione. In questa fase il documento principe è rappresentato dal **business plan**, che deve fornire una descrizione quali-quantitativa del progetto, delle persone e del mercato di riferimento. Operativamente, il business plan sarà analizzato nell'ambito di incontri conoscitivi durante i quali l'investitore adotterà un approccio critico al progetto, valutandone in profondità tutti i suoi aspetti per comprenderne la reale fattibilità. Va comunque ricordato che anche in questo caso il feeling interpersonale giocherà un ruolo fondamentale nella decisione delle parti di proseguire o meno nel processo di investimento.

Accordo di riservatezza

In alcuni casi, al fine di difendere quelle informazioni rilevanti alla base dell'idea innovativa, potrebbe rivelarsi utile chiedere all'investitore la sottoscrizione di un accordo di riservatezza (non disclosure agreement). Tale accordo implica che le informazioni fornite dall'imprenditore e che non siano già di dominio pubblico hanno carattere confidenziale, e pertanto non possono essere trasmesse, copiate, rivelate a terzi od utilizzate al di fuori della finalità per la quale sono state trasferite.

Se i soggetti manifesteranno una concreta possibilità di accordo, si arriverà alla firma di una **lettera di intenti**, con la finalità di rafforzare il commitment tra le parti e definire in via preliminare quelli che saranno i punti cardine del contratto finale, condizionati da una serie di accertamenti, di natura sia formale che sostanziale, che saranno sviluppati nel corso della due diligence.

5.2.3 Due diligence

La fase di due diligence, propedeutica alla conclusione della partnership, rappresenta un momento centrale di analisi del business. Essa può essere definita come quell'insieme di attività svolte dall'investitore per valorizzare adeguatamente l'iniziativa imprenditoriale e le sue potenzialità, identificando soprattutto quei rischi che potrebbero determinare il fallimento dell'investimento. La due diligence viene svolta direttamente

dall'investitore oppure tramite professionisti con competenze specifiche in determinate aree aziendali e di business, richiedendo comunque un forte impegno anche da parte dell'imprenditore.

Esempio di due diligence per imprese già avviate

La due diligence si focalizza su diverse aree di interesse all'interno di un processo con diversi livelli di approfondimento e dipendente dallo stadio di sviluppo dell'azienda:

Due diligence di mercato:

- Concorrenti diretti: soggetti che offrono la stessa tipologia di prodotto sul mercato;
- Fornitori: coloro dai quali l'azienda acquista materie prime e semilavorati necessari per svolgere il processo produttivo e che potrebbero decidere di integrarsi a valle;
- Clienti: i destinatari dell'output prodotto dall'impresa che potrebbero eventualmente decidere di integrarsi a monte;
- Potenziali entranti: soggetti che potrebbero entrare nel mercato in cui opera l'azienda quando questo si rivela proficuo;
- Produttori di beni sostitutivi: soggetti che immettono sul mercato dei prodotti diversi da quelli dell'impresa di riferimento, ma che soddisfano, in modo diverso, lo stesso bisogno del cliente/consumatore.

Due diligence finanziaria:

- Evidenziazione dei fattori di successo e dei deal breakers;
- Andamento economico storico degli ultimi anni: vendite, margini, andamento dei costi di produzione, andamento dei costi fissi;
- Andamento della struttura patrimoniale storica e prospettica, inclusa l'analisi dei flussi di cassa e del capitale circolante;
- Analisi del budget e del piano economico finanziario 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 tecnica:

- Analisi specifica della componente tecnologica ed innovativa del progetto.

- continua -

Esempio di due diligence per imprese già avviate

Due diligence legale:

- Esame delle cause in corso o minacciate;
- Identificazione degli impegni assunti con i terzi (es. contratti) e dei relativi rischi;
- Verifica dei requisiti legali per l'esercizio dell'attività;
- Necessità di garanzie contrattuali;
- Situazione degli accordi di lavoro.

Due diligence fiscale:

- Passività potenziali e contenziosi (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:

- 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.

5.2.4 Negoziazione e costituzione della società

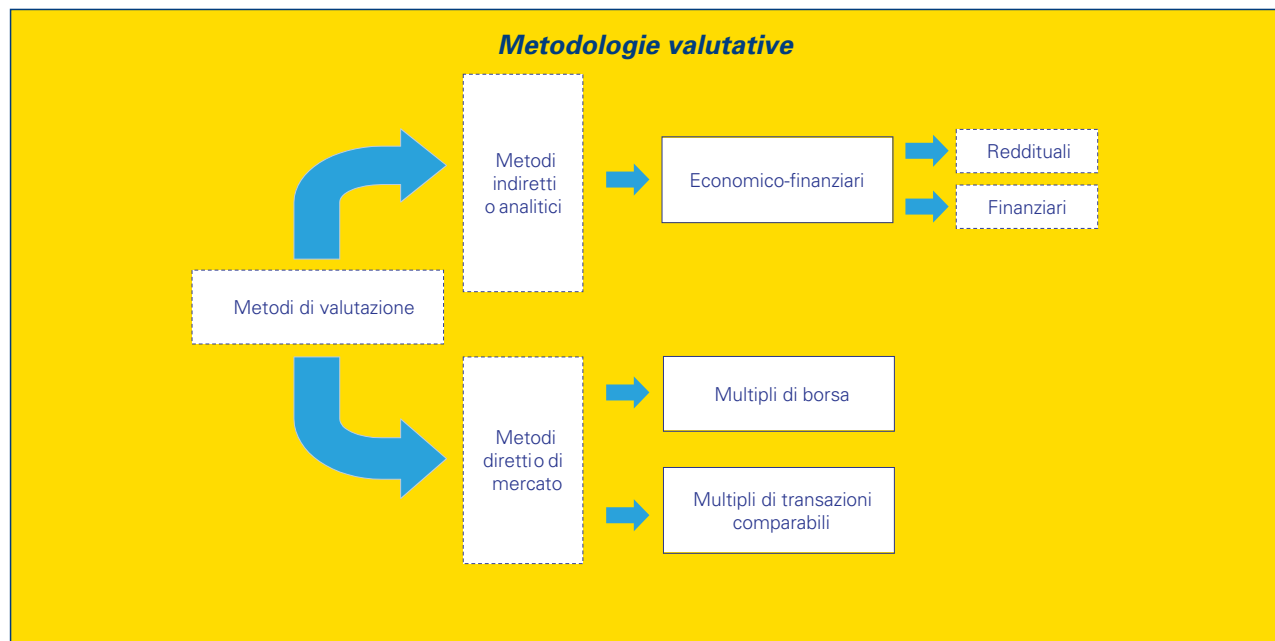
La negoziazione deve essere improntata al buon senso e con la consapevolezza che un eventuale sopruso delle aspettative di una delle diverse controparti si potrebbe trasformare in criticità difficilmente colmabili nel prosieguo della partnership.

Tale fase ruota intorno a due elementi essenziali: la **determinazione del valore economico della società** e la **definizione degli accordi** che regoleranno la futura cooperazione tra Business Angel ed imprenditore.

La valutazione d'azienda consiste nell'**attribuire un valore al capitale di un'azienda** e, conseguentemente, ai diritti di pertinenza dei proprietari di tale capitale. Si tratta quindi di un processo di stima, eseguibile con tecniche diverse, che porta alla definizione, in un determinato momento, del valore del patrimonio investito nell'azienda dai soci.

Risulta importante sottolineare che il prezzo della partecipazione dipenderà non soltanto dall'esercizio valutativo ma anche dal confronto diretto tra Business Angel ed imprenditore, e da fenomeni contingenti legati alle condizioni di mercato, alle motivazioni e prospettive delle controparti e alla loro forza negoziale.

Il raggiungimento di un accordo in merito al valore della società determinerà implicitamente l'ammontare che dovrà essere offerto dall'investitore per ottenere una determinata quota del capitale sociale. Il Business Angel normalmente predilige l'aumento di capitale come modalità di ingresso nella nuova entità, in quanto l'iniezione di risorse fresche nell'azienda massimizza la probabilità di riuscita dell'iniziativa.



Metodologie valutative

Tra i diversi approcci di valutazione di aziende industriali o di servizi è possibile individuare, nella prassi internazionale, le seguenti metodologie (si rimanda alla letteratura specializzata per i necessari approfondimenti):

Metodi indiretti o analitici

- *Reddituale: il valore delle società è dato dall'attualizzazione dei redditi previsti per i singoli esercizi appartenenti al periodo di proiezione, più eventualmente un valore terminale che rispecchi i redditi che l'azienda produrrà nel periodo che va dalla fine dell'orizzonte temporale di stima all'infinito. In alternativa, il valore della società può essere determinato mediante la capitalizzazione, effettuata sulla base di un tasso corrispondente al costo del capitale proprio (al netto del saggio di crescita nominale), del reddito netto sostenibile, secondo l'algoritmo della rendita perpetua.*
- *Finanziario (Discounted Cash Flow - DCF): il valore di un'azienda è dato dal valore attuale dei flussi di cassa operativi che sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un adeguato tasso di attualizzazione, più la posizione finanziaria netta (PFN) che sarà sottratta quando a debito e sommata se invece positiva. In generale tale calcolo prevede la determinazione del valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi per un periodo di previsione esplicito e un valore finale, corrispondente al valore attuale dei flussi successivi al periodo di previsione analizzato.*

Metodi diretti o di mercato

- *Multipli di Borsa: il valore di una società si determina assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato di Borsa per società con caratteristiche analoghe a quella oggetto della valutazione. Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori borsistici e grandezze economiche, patrimoniali, finanziarie di un campione selezionato di società quotate comparabili. I moltiplicatori così calcolati vengono applicati, con le opportune integrazioni, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione. I multipli maggiormente utilizzati sono Enterprise Value/fatturato, Enterprise value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT.*
- *Multipli di transazioni comparabili: si individuano, sulla base dei prezzi pagati in transazioni recenti aventi per oggetto aziende simili, dei multipli che saranno applicati, con le opportune integrazioni, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione. I multipli maggiormente utilizzati sono Enterprise Value/fatturato, Enterprise value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT.*

La **definizione degli accordi** che regoleranno gli scambi tra Business Angel ed imprenditore hanno l'obiettivo di stabilire in modo chiaro ed inequivocabile le relazioni di forza all'interno della compagine sociale. Due sono i documenti di riferimento: lo statuto ed i patti parasociali.

Lo **statuto** contiene le norme ed i patti sottoscritti dagli azionisti, e stabilisce, nei limiti imposti dalla legge, le modalità di funzionamento della società stessa, nonché le clausole per la regolamentazione dei rapporti tra gli organi della società ed i diversi portatori di interessi.

I **patti parasociali** sono degli accordi extra-statutari con i quali i soci, o alcuni di essi privatamente, regolano aspetti della vita sociale, ad integrazione o modifica di quanto previsto dallo statuto. Questi possono riguardare:

- La corporate governance: regole per la nomina ed il funzionamento degli organi sociali, per il funzionamento del controllo di gestione, per la definizione di maggioranze qualificate richieste per atti particolari (convenzioni di voto), per stabilire dei poteri di veto su particolari decisioni aziendali, ecc;
- Il disinvestimento: accordi sulle regole di disinvestimento (come, ad esempio, i patti di co-vendita) e sull'esercizio dei diritti di opzione.

Patti di co-vendita

L'accordo di partnership tra l'imprenditore ed il Business Angel può prevedere anche la definizione di regole per la cessione delle quote azionarie dopo un certo periodo di tempo.

Clausola di co-vendita "drag along": attribuisce ai nuovi soci entranti il potere di acquisire l'intero pacchetto azionario senza essere costretti a subire la presenza di soci di minoranza. Essa riconosce il potere al socio di maggioranza di vendere, insieme alla propria partecipazione, anche le azioni degli altri soci, i quali hanno comunque diritto alle medesime condizioni contrattuali ed al medesimo prezzo pro quota del socio venditore. Questa clausola aumenta il valore della partecipazione sociale venduta poiché garantisce la cessione del 100% del capitale.

Clausola di co-vendita "tag along": riconosce ai soci di minoranza il diritto, nel caso in cui il socio di maggioranza decida di vendere ad un terzo la propria partecipazione, di unirsi alla transazione cedendo le proprie quote alle medesime condizioni offerte da terzi. In pratica, la clausola "tag along" assicura una way out ai soci di minoranza, alle stesse condizioni di acquisto offerte al socio di maggioranza.

Le clausole contrattuali devono essere redatte con cognizione di causa, inserendo quelle con caratteristiche particolari e specifiche all'interno dei patti parasociali (più facilmente modificabili in sede di modifica della

compagine azionaria), e strutturando lo statuto con contenuti essenziali e standardizzati. Va inoltre ricordato che una contrattazione efficace ruoterà intorno al trade-off tra prezzo pagato e garanzie assicurate dai patti sociali.

5.2.5 Monitoraggio

L'attività di monitoraggio (o monitoring) post investimento dipende dalle modalità di interazione tra Business Angel ed imprenditore, dall'intervento attivo o passivo adottato dall'investitore e dall'esigenza di specifiche competenze manageriali per la gestione del progetto. Il coordinamento del Business Angel si può quindi sviluppare su gran parte degli aspetti che caratterizzano la vita aziendale, sia attraverso l'analisi costante di alcuni indicatori economico-reddituali che partecipando alle scelte di carattere operativo e strategico del management. Il controllo diretto operato dal Business Angel, se da un lato implica un costo di agenzia nella relazione fra finanziato e finanziatore, dall'altro riduce i rischi di comportamenti opportunistici nella fase successiva all'investimento, come ad esempio l'abuso di controllo da parte dell'imprenditore.

I Business Angels meno attivi potrebbero limitarsi a monitorare con scadenze predeterminate lo status dell'azienda, intervenendo solo nei Consigli di Amministrazione (CdA), ovvero aumentando la propria ingerenza nel caso in cui l'andamento della società e del progetto si fanno critici.

Sulla base di quanto stabilito nei patti sociali, la partecipazione dell'investitore potrebbe essere preliminare ad importanti decisioni manageriali su specifiche tematiche aziendali, e diventa fondamentale per successive erogazioni di capitali da parte del Business Angel, insieme al raggiungimento di predefinite **milestones**.

5.2.6 Uscita

Una delle motivazioni che giustificano la partecipazione dei Business Angels nel sostegno di progetti imprenditoriali innovativi riguarda la capacità di monetizzare una significativa plusvalenza al momento dell'uscita dal capitale azionario della società. L'imprenditore non deve mai sottovalutare questo aspetto, evitando di identificare il Business Angel nella figura di un socio tradizionale o di un benefattore. Chiarito questo punto, è possibile individuare quattro exit strategy di riferimento:

- La vendita della partecipazione ad un'altra società (c.d. *trade sale*);
- La vendita della partecipazione ad altro investitore finanziario, principalmente identificato nella figura del venture capitalist;
- Il riacquisto della partecipazione posseduta dal Business Angel da parte del gruppo imprenditoriale originario (c.d. *sell back*) o da parte del management societario (c.d. *MBO/MBI*);
- La quotazione al MAC o in Borsa (c.d. *IPO*).

Le opportunità offerte dal MAC e dall'AIM

Interessanti opportunità sembrano essere offerte alle PMI italiane dal Mercato Alternativo dei Capitali (c.d. MAC), un sistema di scambi organizzati avviato nel 2007 e gestito da Borsa Italiana che offre un processo di quotazione rapido e poco oneroso. Inoltre, la fusione tra Borsa Italiana e il London Stock Exchange rende più vicino l'Alternative Investment Market (c.d. AIM), il prestigioso mercato londinese rivolto alle piccole e medie imprese che dal 1995 ha permesso la quotazione di più di 2.900 aziende, con una capitalizzazione che nel dicembre 2007 superava i 90 miliardi di Sterline.

Fonte: London Stock Exchange

Le prime tre tipologie di exit strategy sono quelle più diffuse nell'operatività dei Business Angels, mentre il ricorso alla quotazione in Borsa è molto raro, trattandosi spesso di società troppo piccole anche dopo l'intervento dell'investitore informale (di solito la quotazione in Borsa rappresenta una strategia di way out più caratteristica dei venture capitalist o degli operatori di Private Equity).

Il momento di 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.

La testimonianza diretta di un imprenditore

Dott. Brini (*), può raccontarci gli aspetti più interessanti della sua esperienza nel mondo dei Business Angels?

Il Business Angel è, a mio parere, il partner finanziario più appropriato nella prima fase di sviluppo di una start up tecnologica, nella quale entrano in gioco molteplici rischi (di prodotto, di mercato, di competition), e dove risulta essere cruciale la scommessa sulle persone, sul team imprenditoriale. Se l'idea, il sogno si trasformerà in una realtà per la quale il mercato sarà disposto a pagare un premio, dipenderà prima di tutto dalle persone, e la figura del Business Angel consente un rapporto più immediato, più vero ed in un certo senso più "intimo".

Personalmente ho lanciato due iniziative dalla fase di seed e fatto fund raising in Italia da circa 6 anni: il Business Angel è stata sino ad ora una scelta gradita ma forzata, considerando il taglio di investimenti richiesti e la limitata presenza di venture capitalist sul territorio nazionale. Nella prima iniziativa la ricerca è stata particolarmente impegnativa (quasi un "porta a porta"). L'efficienza è stata inizialmente molto bassa a causa della mia inesperienza e della limitata cerchia di conoscenze personali. All'epoca non conoscevo IBAN, che ho imparato ad apprezzare come strumento di matching ed interessante vetrina per progetti e relazioni.

Il primo contatto - *Un buon libro sulle start up cita "essere imprenditore significa comunicare, saper raccontare in poche parole ed in maniera convincente il proprio progetto". Questo è l'elevator pitch. Nel mio caso ho avuto modo di presentare l'elevator pitch di Minteos Srl in numerosissime occasioni (IBAN Milano 2007, EASYLisbona 2007, RA13 Leonardo Video 2007, Commissione Europea Video 2007, Convegno istituzionale ROMA 2008). Comunque, ogni volta che racconto a qualcuno la mia azienda si tratta in un certo senso di un elevator pitch. Ritengo che esso sia uno strumento efficace se in breve spiega: cosa fa l'azienda, chi sono i clienti e quali bisogni soddisfa, le competenze del team, a che punto è il progetto, quanti soldi servono e cosa si è disposti a dare in cambio.*

Valutazione - *Parlare di valutazioni è spesso fuori luogo per una start up tecnologica nelle prime fasi. È più corretto riferirsi al fabbisogno finanziario ed alle aspettative delle parti. Durante i miei numerosi incontri avuti con i Business Angels è stata sempre mia abitudine chiarire già in fase iniziale le necessità finanziarie cercate e le cifre in gioco. Se l'interesse è vivo, la contestazione difficilmente è sulla valutazione, quanto piuttosto sulla disponibilità finanziaria del Business Angel.*

- continua -

La testimonianza diretta di un imprenditore

Fase di due diligence - Decisamente semplificata nelle trattative con i Business Angels che prediligono la sostanza alla forma. La cosa migliore da fare, dopo un esplicito interesse, è quella di sedersi ad un tavolo per rispondere a tutte le domande, ascoltare con attenzione dubbi e perplessità, rispondere alle contestazioni in maniera costruttiva ed infine aprire l'azienda ad eventuali verifiche di dettaglio. La mia esperienza: nella mia prima iniziativa la due diligence si è concretizzata, dopo la firma di un accordo di riservatezza, nel consegnare il progetto tecnico ed il business plan di dettaglio. Nella seconda iniziativa oltre al business plan ed ai documenti di rito (visura camerale, statuto, ecc.) l'attenzione è stata rivolta alla dimostrazione funzionale del prototipo.

Negoziazione - Chiarezza, trasparenza, etica e fiducia sono i presupposti del rapporto con il Business Angel. Sul tavolo vanno messi i rischi, le aspettative ed infine ciò che si cerca dal partner e cosa si è disposti a dare in cambio. Se questi ingredienti portano al reciproco interesse, le modalità sono solo una logica conseguenza. Personalmente non amo le lunghe negoziazioni, preferisco chiarire subito i punti non negoziabili e definire in tempi ragionevoli i termini dell'accordo. Nel mio primo caso non vi è stata negoziazione, il Business Angel ha accettato le condizioni proposte, mentre nel secondo si è negoziata la clausola di antidiluizione che si è conclusa con il non inserimento della stessa a fronte del riconoscimento di un numero maggiore di quote.

Patti parasociali - Mentre le fasi precedenti si riferiscono al "se" ed al "cosa", i patti parasociali costituiscono la parte essenziale del "come", una pratica attuazione del detto "patti chiari amicizia lunga". Nella mia esperienza è stata sempre richiesta la clausola che consentisse al Business Angel di poter vendere le proprie quote nello stesso momento ed alle stesse condizioni dell'offerta ricevuta dall'imprenditore.

Monitoraggio - In linea con un rapporto di sostanza e trasparenza, il monitoring più è informale, meglio è. Rimane che milestones, decisioni strategiche e fatti rilevanti vanno condivisi. Il Business Angel una volta entrato in azienda è prima di tutto un socio. Realizzare un sogno richiede impegno, costanza, il rialzarsi dalle cadute, inventare soluzioni e creare una realtà. Mi aspetto da un socio la condivisione dell'entusiasmo, dell'ottimismo e della voglia di vincere. Il realismo e pragmatismo di una figura interna, ma meno coinvolta, possono giocare un ruolo cruciale, ma vanno sempre calati in un contesto umano. Esclusi gli annuali appuntamenti del CdA e dell'Assemblea dei Soci, non vi sono altri momenti prestabiliti per il monitoring. Telefonate ed incontri periodici cadenzano l'evolversi del progetto in maniera naturale.

Uscita - Nella mia esperienza l'exit è meno sentito dai Business Angels, non viene visto come un problema e certamente non come qualcosa da affrontare approfonditamente nella fase di start up. Mentre i vincoli sull'exit vengono giustamente richiesti, al fine di normare una equa ricompensa tra i soci nell'ipotesi di cessione.

(*) Dott. Marco Brini, CEO di MINTEOS Srl – brini@minteos.com

Capitolo 6

Presentarsi all'investitore

Questo capitolo descrive gli strumenti necessari per avvicinarsi con successo ad un Business Angel, fornendo consigli ed indicazioni per strutturare adeguatamente le informazioni ricercate dall'investitore.

6.1 Introduzione

Un'efficace presentazione dell'idea imprenditoriale, che non può comunque prescindere dalla sua validità economica, rappresenta un passaggio fondamentale per la realizzazione della partnership.

Nella descrizione del suo progetto l'imprenditore deve dimostrare di essere credibile, di possedere le competenze necessarie, di avere delle aspettative realiste ed adeguate doti di leadership. Il tutto adottando un approccio trasparente, leale e che trasmetta passione.

Due sono gli strumenti attraverso i quali affrontare adeguatamente i primi contatti: l'**elevator pitch** ed il **business plan**.

Elevator Pitch



Business Plan



6.2 L'elevator Pitch

Il più delle volte l'imprenditore sopravvaluta l'interesse che riscuoterà il suo progetto da parte degli investitori, confidando sulla loro capacità di comprenderne immediatamente l'innovazione e le potenzialità intrinseche. Al contrario, l'imprenditore deve sapere che inizialmente la sua proposta non è mai l'unica ad essere visionata dal Business Angel, per cui, per attirare la sua attenzione, deve essere in grado di introdurre il progetto in modo pratico e deciso, preferendo la descrizione delle prospettive di crescita piuttosto che elementi più tecnici e scientifici. Questi obiettivi possono essere raggiunti attraverso un documento denominato "elevator pitch". L'idea, suggerita dal termine, è quella di esporre un'idea imprenditoriale in pochi minuti, il tempo di una "corsa in ascensore", trasmettendo essenzialmente due concetti: passione e profittabilità del business.

La regola "10/10/30"

Questa serie di numeri racchiude l'essenza di un buon elevator pitch: la presentazione dovrebbe essere formata da dieci slide, da descrivere in circa dieci minuti, utilizzando una dimensione dei caratteri almeno uguale a trenta punti. Quest'ultima condizione obbliga l'imprenditore a ricercare dei concetti brevi, essenziali, che rappresentino rapidamente il business.

L'idea

La prima parte dell'elevator pitch deve servire per presentarsi brevemente e per descrivere l'idea, in modo da catalizzare immediatamente l'interesse degli interlocutori, evitando di fornire dettagli troppo tecnici sul prodotto. L'investitore è interessato all'applicazione pratica del progetto, alle opportunità di business ed ai bisogni soddisfatti per la clientela, nonché alle caratteristiche del proponente.

Background del progetto

La seconda sezione deve riportare tutte quelle informazioni che siano in grado di esprimere adeguatamente la reputazione del management team proponente ed i risultati finora ottenuti con il progetto. L'imprenditore deve indicare eventuali esperienze lavorative precedenti coerenti con il business proposto, oltre alle conoscenze multidisciplinari (scientifiche, economiche, legali) sue e dei suoi collaboratori.

Tra i risultati ottenuti con il proprio progetto, è importante soffermarsi su tematiche relative ad eventuali premi ricevuti, riconoscimenti, assegni di ricerca, collaborazioni con istituzioni accademiche, interesse dimostrato da parte di altri investitori (non solo Business Angels) e l'eventuale ottenimento di fondi pubblici.

Altra informazione da comunicare è la quota di capitale messa a disposizione dal team imprenditoriale nel progetto.

Il modello di business

La terza sezione dell'elevator pitch si focalizza sul vantaggio competitivo del proprio business model, specificando quali sono gli elementi che lo differenziano rispetto ai concorrenti, indicando quanto il prodotto offerto sia difendibile e non riproducibile e se esistono delle barriere all'entrata nei confronti di potenziali competitors (es. brevetti, trademarks registrati, diritti di copyright, altri strumenti che assegnano un vantaggio alle imprese già operanti in un settore rispetto a dei potenziali rivali).

Una slide servirà per descrivere lo stato attuale del mercato di riferimento, la sua dimensione, il livello di

Il vantaggio competitivo

"Il vantaggio competitivo nasce fundamentalmente dal valore che un'azienda è in grado di creare per i suoi acquirenti, che fornisca risultati superiori alla spesa sostenuta dall'impresa per crearlo".

M. Porter, "Il Vantaggio Competitivo", 1987

concentrazione, le opportunità future ed i tassi di crescita attesi; il formato ideale dovrebbe considerare l'utilizzo di grafici affiancati da brevi note di analisi, all'interno di un layout schematico ed organizzato, ricorrendo a fonti informative di professionisti esterni che diano credibilità ai dati riportati.

Prospettive future

La quarta sezione deve definire la strategia di crescita della società, indicando le linee guida di evoluzione del progetto e giustificando i tassi di crescita del business in funzione all'arena competitiva di riferimento. L'investitore sarà

interessato alle leve strategiche ed operative applicabili, alle strategie di risk management per i principali fattori di rischio aziendali, al potenziale posizionamento internazionale della società.

La rappresentazione grafica del processo di sviluppo del progetto, dallo stato attuale alle prospettive future, può aiutare il Business Angel a comprendere rapidamente l'evoluzione del business, magari utilizzando anche un'analisi per scenari.

In questa sezione occorre specificare quale è l'intervento richiesto al Business Angel, considerando le differenti potenzialità offerte da una collaborazione di tipo "industriale" o di tipo "finanziario".

La SWOT Analysis

L'analisi SWOT è uno strumento di pianificazione strategica usata per valutare i punti di forza (Strengths) e di debolezza (Weaknesses), le opportunità (Opportunities) e le minacce (Threats) di un progetto.

SWOT ANALYSIS		ANALISI INTERNA	
		Forze	Debolezze
ANALISI ESTERNA	Opportunità	Sviluppare nuove metodologie in grado di sfruttare i punti di forza dell'azienda	Eliminare le debolezze per attivare nuove opportunità
	Minacce	Sfruttare i punti di forza per difendersi dalle minacce	Individuare piani di difesa per evitare che le minacce esterne acuiscano i punti di debolezza

Financing

I dati finanziari sono riportati nella quinta parte del documento e devono essere organizzati in modo tale da fornire sufficienti informazioni in merito alla profittabilità del progetto.

L'idea principale è quella di definire un "sentiero di profittabilità", attraverso delle proiezioni economico-finanziarie che coprano un orizzonte temporale compreso tra i tre e i cinque anni. Le voci più importanti da

riportare sono costituite da quelle ricomprese nel conto economico (ricavi attesi, costi della produzione, margine operativo lordo, ammortamenti, margine operativo netto, proventi e oneri finanziari e straordinari, imposte e utile netto), nello stato patrimoniale (immobilizzazioni, crediti, debiti, magazzino, debiti finanziari, capitale sociale) e nei flussi di cassa.

Un ulteriore aspetto da evidenziare nell'ultima parte dell'elevator pitch riguarda l'indicazione della somma richiesta all'investitore, specificando il timing e la ripartizione dei fondi che devono essere in linea con le esigenze dell'investimento ed eventualmente vincolati al raggiungimento di determinati milestones. È utile indicare se dei capitali sono già stati raccolti, la loro tipologia ed i soggetti che li hanno conferiti, altrimenti è consigliabile prevedere una realistica struttura finanziaria prospettica.

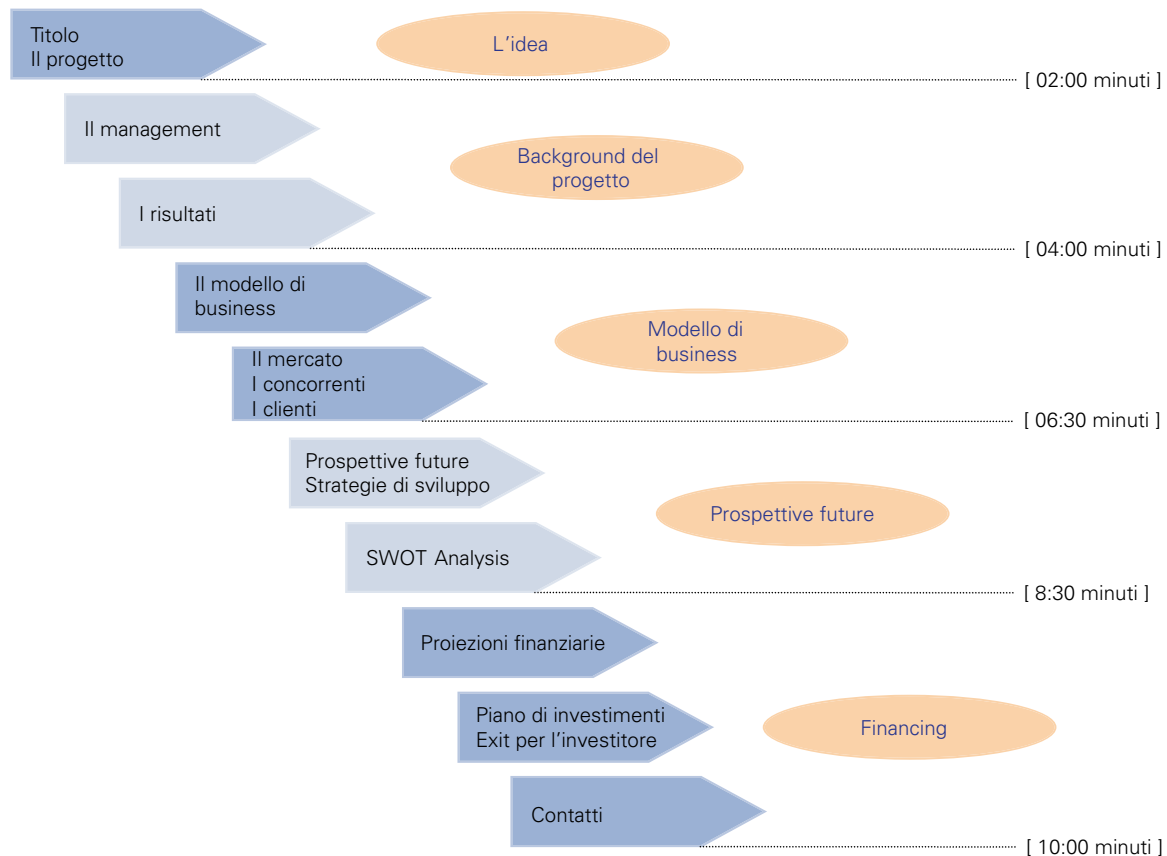
Sempre in questa sezione è necessario individuare e condividere le possibili strategie di way out, definendo tra l'altro l'orizzonte temporale più verosimile.

A conclusione del documento occorre sintetizzare con poche frasi i motivi per cui un Business Angel dovrebbe investire nel progetto proposto, fornendo i propri contatti per facilitare l'approccio da parte degli investitori.

Consigli pratici:

- L'imprenditore deve presentare la propria idea con decisione, essere preparato a rispondere alle domande del Business Angel e fare leva su informazioni ufficiali attinte da fonti esterne per avvalorare i propri concetti;
- Prima di incontrare il Business Angel è utile provare la presentazione con amici, chiedendo opinioni e consigli;
- Occorre pianificare adeguatamente la struttura dell'elevator pitch, ricercando un equilibrio sia nel numero delle slides che nel tempo dedicato ad ognuna di esse.

L'elevator pitch in dieci slide, da presentare in dieci minuti



6.3 Il Business Plan

Il business plan è uno strumento di gestione con il quale l'imprenditore descrive la propria attività d'impresa, sviluppando una pianificazione strategica del suo business e presentando le aree di produzione, finanza e marketing.

Esso deve essere strutturato in modo da offrire una rappresentazione organica ed efficace del progetto imprenditoriale e trasmettere chiaramente la mission aziendale. Nel percorso di crescita dell'azienda esso dovrà essere inteso come benchmark da utilizzare per valutare i risultati raggiunti e le potenzialità future e per indirizzare eventuali attività di 'riallineamento' agli obiettivi prefissati.

La sua lettura è indispensabile non solo per il Business Angel, ma per qualsiasi soggetto fornitore di capitali, sia esso investitore privato, banca o Istituzione Pubblica. In generale, il business plan è lo strumento informativo per riportare la propria attività ai principali stakeholders della società. Inoltre, il documento risulta utile per lo stesso imprenditore al fine di testare autonomamente le potenzialità della propria idea, mettendo in discussione le proprie ipotesi sottostanti, verificando la profittabilità dell'investimento, individuando le leve operative della gestione e le aree critiche della stessa.

L'executive summary

Nelle due pagine iniziali occorre sintetizzare i tratti più rilevanti affrontati e approfonditi nel resto del documento. L'executive summary deve convincere il Business Angel che vale la pena dedicare altro tempo alla lettura del testo e che ciò che viene dopo sia effettivamente una valida opportunità nella quale investire le proprie risorse. Solitamente questa sezione del business plan viene redatta alla fine, quando il documento è stato completato e risulta quindi più agevole selezionare le parti salienti da inserire come summary.

L'Executive Summary

Individuazione delle opportunità

- *Chi siete, cosa produce e i mercati di riferimento;*
- *I fattori critici di successo;*
- *Le barriere all'entrata;*
- *Il vantaggio competitivo.*

Identificazione dei principali rischi e del modo di affrontarli

Descrizione degli obiettivi strategici

- *Piani per lo sviluppo dei prodotti e per la penetrazione in nuovi mercati;*
- *Piani per lo sviluppo del management e per altri aspetti chiave della strategia.*

Breve descrizione dei risultati passati

- *Risultati raggiunti nel passato/competenze distintive del management.*

Presentazione di una sintesi dei risultati economico-finanziari

- *Tasso di crescita atteso e profitti previsti.*

La storia della società

Per una attività in fase di start up non è possibile fornire dei dati storici, soprattutto se l'imprenditore propone semplicemente un'idea. Se però l'imprenditore ha già costituito una piccola società, con fondi personali e/o di terzi, è utile sintetizzare il percorso di crescita, indicando la data di costituzione, la natura, l'oggetto sociale e la sede legale.

Il management team

L'adeguata presentazione di un management esperto, multidisciplinare e con un solido background accademico è il miglior biglietto da visita per la propria idea imprenditoriale. Tali caratteristiche rappresentano spesso un vantaggio competitivo in termini di innovazione e potenzialità future.

Il mercato di riferimento

Questa sezione deve definire in maniera chiara ed univoca il mercato di riferimento, in modo che si possa identificare adeguatamente lo scenario competitivo del business e le forze che interagiscono al suo interno. Occorre fornire dei dati puntuali sulla dimensione del mercato, sulla sua evoluzione storica e prospettica, avvalorando le proprie analisi utilizzando documenti e ricerche prese da fonti ufficiali.

I clienti

È importante identificare i clienti a cui ci si vuole rivolgere con il proprio prodotto e quali bisogni ed esigenze si intendono soddisfare. Risulta utile descrivere il modo in cui i clienti operano sul mercato, come scelgono i prodotti offerti, quali sono i trend attuali, e come si intende sfruttare le potenzialità della propria idea imprenditoriale nel contesto attuale.

Il prodotto

Quali sono le caratteristiche principali del prodotto offerto? I punti di forza della propria idea devono essere trasmessi chiaramente all'investitore, evitando troppi tecnicismi, ma evidenziando semplicemente la sua utilità finale, quali problemi risolve e quali esigenze della clientela soddisfa. È opportuno inoltre specificare se si dispone di brevetti e licenze per tutelare le proprie tecnologie e la proprietà intellettuale del progetto.

La strategia competitiva

Il tema del posizionamento strategico deve essere affrontato con cautela e precisione, poiché permette all'investitore di valutare immediatamente dove intendete andare e come ci arriverete. Su un orizzonte temporale di medio/lungo periodo occorre definire uno schema di riferimento che descriva implicitamente le forze e le debolezze dei propri competitors, al fine di individuare chiaramente quale sarà il proprio vantaggio competitivo.

La strategia di marketing

Occorre spiegare sinteticamente come si intende penetrare il mercato, come sarà attuata la campagna promozionale, se saranno necessarie delle partnership strategiche con operatori già esistenti, quale linea di distribuzione e vendita si intende adottare e il sistema di CRM (Customer Relationship Management) più adeguato al business proposto.

Il piano di produzione

In questa sezione si definirà il piano di produzione, specificando gli obiettivi di breve e di medio periodo in termini di produttività e commercializzazione del prodotto (ad esempio in riferimento alla costruzione degli impianti o all'assunzione del personale), fornendo un grafico schematico e consequenziale con il timing del processo. Naturalmente il piano di produzione deve essere coerente con il piano finanziario descritto successivamente.

Il piano finanziario

Dopo la descrizione delle varie aree di business, occorre tradurre i concetti in flussi finanziari e pianificare la raccolta e l'utilizzo dei capitali per l'avvio e lo sviluppo del proprio progetto. Il piano finanziario deve contenere le tavole prospettiche del conto economico, dello stato patrimoniale e del rendiconto finanziario, corredate da opportuni indici di bilancio.

Occorre definire, inoltre, le risorse finanziarie necessarie per l'investimento, la loro tipologia (capitale di debito, equity, contributi a fondo perduto), la quota richiesta al Business Angel ed il timing con cui le risorse saranno utilizzate. Nella stima dei risultati bisogna evitare un eccessivo ottimismo o un'ingiustificata prudenza: ciò che l'investitore apprezza è il realismo delle assunzioni ed una loro chiara giustificazione.

Exit strategy

L'ultima sezione del business plan descrive le possibili strategie di way out per l'investitore, evidenziando il timing ed il metodo con il quale sarà possibile monetizzare un certo rendimento, magari inserendo casi concreti e studi empirici.

È consigliabile non trattare questa sezione con troppi dettagli, poiché ad alcuni investitori non piace ricevere analisi "preconfezionate", preferendo utilizzare proprie tecniche di valutazione.

Se l'**elevator pitch** è sinonimo di concretezza e rapidità, il **business plan** deve essere in grado di fornire delle spiegazioni, deve esprimere i dettagli imprenditoriali del progetto, deve indicare i motivi delle proprie aspettative e delle potenzialità dell'iniziativa.

Non occorre elaborare un'opera enciclopedica, anzi, la lunghezza ideale di un efficace business plan deve essere tra le 30 e le 50 pagine, con un chiaro e spazioso layout.

L'impressione fornita con il business plan può aiutare a trasmettere utili segnali all'investitore: lo stile deve essere professionale e non appariscente, il tono positivo e deciso, i dati devono essere supportati, i numeri devono essere coerenti e corretti, il testo deve essere ben organizzato e editato; tutti questi aspetti esprimono professionalità, attenzione ai particolari, dedizione al lavoro ed orientamento al risultato, requisiti fondamentali per convincere il Business Angel ad affiancare l'imprenditore nell'avvio del suo progetto imprenditoriale.

Terminologia

A

Accordo di riservatezza (non disclosure agreement)

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

Amministratore delegato

Componente del consiglio di amministrazione di una società, a cui il consiglio stesso può delegare alcune funzioni determinando i limiti della delega.

Ammortamento

È la procedura di ripartizione del costo delle immobilizzazioni materiali ed immateriali, sugli esercizi di utilizzo dei beni stessi. Viene effettuata sulla base di un apposito piano di ammortamento che tiene conto della vita utile e della residua possibilità di utilizzo di un bene.

Angel investing

Si veda la voce "Investitori informali".

Assemblea dei soci

Organo delle società costituito dall'insieme dei soci che, riunendosi, dispongono delle questioni e degli adempimenti della società stessa. Può essere ordinaria e straordinaria.

Attivo

Sezione dello Stato patrimoniale del bilancio, contrapposta al passivo, contenenti tutte le voci patrimoniali attive e suddivise a seconda della tipologia. Le principali voci, anch'esse suddivise per sottovoci, sono le seguenti: a) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti; b) Immobilizzazioni; c) Attivo circolante; d) Ratei e risconti.

Attivo circolante

Posta dell'attivo dello Stato Patrimoniale contenente le seguenti poste: I - Rimanenze: 1) materie prime, sussidiarie e di consumo; 2) prodotti in corso di lavorazione e semilavorati; 3) lavori in corso su ordinazione; 4) prodotti finiti e merci; 5) acconti. II - Crediti, con separata indicazione, per ciascuna voce, degli importi esigibili oltre l'esercizio successivo: 1) verso clienti; 2) verso imprese controllate; 3) verso imprese collegate; 4) verso controllanti; 5) verso altri.

Atto costitutivo

Atto iniziale per la costituzione di una società, mediante il quale i soci stabiliscono, nei limiti imposti dalla legge, le modalità di funzionamento della società stessa, nonché le clausole per la regolamentazione dei rapporti tra gli organi della società e dei soci. Nelle società di capitali deve essere redatto nella forma dell'atto pubblico.

Aumento di capitale

Atto mediante il quale l'assemblea di una società (per le società di capitali l'assemblea straordinaria) procede ad aumentare il capitale sociale; può essere gratuito o a pagamento. Nell'aumento gratuito, in genere si realizza un passaggio di riserve a capitale e per tale motivo non sono richiesti versamenti da parte dei soci. Nell'aumento a pagamento è invece previsto il pagamento da parte dei soci delle azioni o quote sottoscritte.

B

Benchmark

Il benchmark è generalmente un punto di riferimento per una misurazione. In particolare, il termine, è usato in finanza per indicare un parametro oggettivo di riferimento, costituito facendo riferimento ad indicatori finanziari elaborati da soggetti terzi e di comune utilizzo, come, ad esempio, gli indici azionari.

Bilancio

È il documento, la cui redazione è obbligatoria per legge da parte delle società di capitali, che rappresenta la situazione economica (utili o perdite) e patrimoniale (attività e passività) in un determinato momento o intervallo temporale. Deve essere approvato dall'assemblea ed è composto dallo stato patrimoniale e dal conto economico ed è completato dalla nota integrativa.

Borsa valori

Mercato altamente regolamentato, dove vengono scambiati valori mobiliari e valute estere. Si tratta di un mercato secondario, perché vengono trattati strumenti finanziari che sono già stati emessi e che sono quindi già in circolazione; è inoltre un mercato ufficiale (o regolamentato) poiché sono disciplinate in modo specifico tutte le operazioni di negoziazione, le loro modalità, e gli operatori e tipologie contrattuali ammesse.

Business plan

Documento nel quale un progetto di impresa, o un piano di sviluppo, viene esposto in termini di linguaggio aziendale, con riferimento alle variabili strategiche, tecnologiche, commerciali ed economico-finanziarie. 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.

C

Capital gain

Differenza tra il prezzo di acquisto di una partecipazione e il ricavo derivante dalla sua vendita. Rappresenta la fonte di ricavo principale di un investitore nel capitale di rischio.

Cash flow

Flussi di cassa monetari derivanti da attività di impresa, che naturalmente possono essere positivi o negativi.

CEO

Chief Executive Officer. Corrisponde alla figura dell'amministratore delegato.

Closing

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

Commitment

Termine con il quale si identifica, in modo generale, "l'impegno ad investire e/o a gestire" di una parte rispetto ad un'iniziativa o a un progetto.

Consiglio di Amministrazione (CdA)

È l'organo amministrativo delle società la cui amministrazione è affidata ad un collegio di amministratori a cui fa capo il presidente del consiglio di amministrazione. In tal caso le decisioni sono prese mediante delibera del consiglio d'amministrazione; per la validità delle delibere è richiesta la maggioranza degli amministratori in carica, e le delibere sono prese a maggioranza assoluta, salvo diversa previsione nell'atto costitutivo.

Contingent liabilities

Sopravvenienza passiva: è un evento imprevisto, consistente in un aumento delle passività o in una spesa, che deve essere rilevato nella contabilità aziendale.

Conto economico

È la parte del bilancio che contiene i dati concernenti la gestione economica delle società. È suddiviso nelle seguenti principali categorie di voci: A) Valore della Produzione; B) Costi della produzione; C) Proventi ed oneri finanziari; D) Rettifiche di valore di attività finanziarie; E) Proventi ed oneri straordinari; Risultato prima delle imposte (A - B +/- C +/- D - E); Imposte sul reddito; Utile o perdita d'esercizio.

Corporate governance

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

Covenant

Clausola di un contratto di finanziamento a tutela del finanziatore. Nel caso in cui i limiti previsti in sede contrattuale vengano superati dall'impresa affidata, è prevista l'immediata esigibilità delle somme ancora dovute.

Curatore fallimentare

È l'organo del fallimento nominato dal Tribunale per l'amministrazione del patrimonio del fallito. Agisce sotto la direzione del giudice delegato al fine di conservare, gestire e realizzare il patrimonio.

D**Deal**

Investimento effettuato da un investitore nel capitale di rischio.

Deal breakers

Fattori che possono determinare la mancata realizzazione di un'operazione di investimento, generalmente emergenti durante il processo di due diligence o di negoziazione.

Deal flow

Flusso delle opportunità di investimento individuate e analizzate da un investitore nel capitale di rischio.

Debito subordinato

Finanziamento a titolo di capitale di debito, definito anche junior debt, il cui rimborso è subordinato al preventivo rimborso di altre forme di debito (definite senior).

Discounted Cash Flow (DCF)

Metodologia di valutazione aziendale basata sull'attualizzazione dei flussi di cassa.

Disinvestimento

Cessione, totale o parziale, della partecipazione detenuta dall'investitore al termine di un'operazione di investimento e una volta raggiunti gli obiettivi di creazione di valore all'interno dell'azienda partecipata.

Drag along option

Diritto dell'investitore nel capitale di rischio di obbligare gli altri soci alla vendita del controllo dell'impresa, in genere qualora le previste, alternative modalità di disinvestimento da parte dell'investitore non siano state perseguibili entro un termine concordato (definito anche Diritto di trascinamento).

Due diligence

Insieme di attività, svolte direttamente dall'investitore o per mezzo di consulenti esterni, volte ad approfondire, preventivamente all'investimento, "lo stato di salute" dell'impresa e la corrispondenza dei contenuti del business plan.

E

Early stage financing

Investimento in capitale di rischio effettuato nelle prime fasi di vita di un'impresa (comprendente sia le operazioni di *seed* che quelle di *start up*).

Earning Before Interest and Taxes (EBIT o MARGINE OPERATIVO NETTO)

Termine anglosassone per indicare il Margine Operativo Netto di un'impresa, inteso come il risultato della gestione ordinaria caratteristica definito dalla differenza tra i ricavi, i costi operativi e gli ammortamenti, esclusi gli interessi passivi netti e le imposte.

Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA o MARGINE OPERATIVO LORDO)

Termine anglosassone per indicare il Margine Operativo Lordo di un'impresa, inteso come il risultato della gestione ordinaria caratteristica, definito dalla differenza tra i ricavi e i costi operativi, esclusi gli ammortamenti, gli interessi passivi netti e le imposte.

Elevator pitch

Documento sintetico e chiaro nel quale si descrive cosa fa la società e come questo porterebbe beneficio ai clienti ed all'investitore.

Equity

Capitale proprio dell'azienda, versato, generalmente, attraverso la sottoscrizione di azioni o quote. La sua remunerazione dipende dalla redditività e dal successo dell'iniziativa, sia in termini di utile prodotto e distribuito ai soci tramite dividendi, sia in termini di aumento di valore delle azioni.

Enterprise Value/EBIT

Multiplo di mercato calcolato come rapporto tra il valore di una società e l'Earning Before Interest and Taxes.

Enterprise Value /EBITDA

Multiplo di mercato calcolato come rapporto tra il valore di una società e l'Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.

Enterprise Value /Fatturato (Enterprise Value /Sales)

Multiplo di mercato calcolato come rapporto tra il valore di una società ed il fatturato.

Executive summary

La prima sezione del business plan, dove sono riportate in modo chiaro e conciso le informazioni di maggiore rilievo sull'azienda ed i vantaggi offerti all'investitore.

Exit

Termine generico con il quale si identifica il disinvestimento.

Expansion financing

Investimento in capitale di rischio effettuato nelle fasi di sviluppo dell'impresa, realizzato attraverso un aumento di capitale e finalizzato ad espandere (geograficamente, merceologicamente, etc.) un'attività già esistente.

F**Fallimento**

Procedura mediante la quale si provvede, nell'ipotesi di insolvenza da parte di una società, alla realizzazione del patrimonio per il pagamento dei debiti. È attivabile: - su richiesta di uno o più creditori - su richiesta della stessa società - a seguito di istanza del Pubblico Ministero - d'ufficio dal Tribunale.

Financial rounds

Successivi finanziamenti a titolo di capitale di rischio apportati da un investitore nel capitale di rischio ad una impresa (si definiscono first, second, etc.).

Follow on investment

Successivo investimento nel capitale di rischio di un'impresa già partecipata dallo stesso investitore nel capitale di rischio.

Fondi strutturali e Fondo di coesione

I Fondi strutturali e il Fondo di coesione costituiscono gli strumenti finanziari della politica regionale dell'Unione europea il cui scopo consiste nell'equiparare i diversi livelli di sviluppo tra le regioni e tra gli Stati membri. Essi contribuiscono pertanto a pieno titolo all'obiettivo della coesione economica, sociale e territoriale.

Fondo mobiliare chiuso

Strumento finanziario che raccoglie capitali presso investitori istituzionali (quali banche, fondazioni, compagnie assicurative, fondi pensione) e presso privati, per investirli nel capitale di rischio di imprese non quotate.

Fund raising o funding

Processo di raccolta dei capitali che può essere riferito sia alla ricerca delle fonti finanziarie da parte di un fondo di

Venture Capital, per lo svolgimento della propria attività di investimento, che alla ricerca, da parte di un imprenditore, o aspirante tale, di capitale di rischio presso il mercato degli investitori istituzionali.

H

Hands off (approccio)

Approccio dell'investitore nella gestione della partecipazione, caratterizzato dall'assenza di coinvolgimento nella gestione dell'impresa.

Hands on (approccio)

Approccio dell'investitore nella gestione della partecipazione, caratterizzato da un attivo coinvolgimento alla gestione d'impresa.

I

Immobilizzazioni

Voce dell'attivo di stato patrimoniale che accoglie gli elementi destinati a perdurare nel tempo. Sono suddivise nelle seguenti tre categorie principali: I - Immobilizzazioni immateriali, II - Immobilizzazioni materiali, III - Immobilizzazioni finanziarie.

Information memorandum

Documento che riassume le caratteristiche generali di un'impresa o di una start-up a beneficio di un potenziale investitore nel capitale di rischio.

Investimento in sindacato

Investimento effettuato in compartecipazione da più investitori nel capitale di rischio.

Investitore formale

Investitore istituzionale che rileva quote di una società sia acquisendo le azioni che apportando nuovi capitali. Generalmente le società target non sono quotate in borsa, e presentano importanti tassi di crescita potenziale. L'investitore si propone di disinvestire nel medio-lungo termine realizzando una plusvalenza dalla vendita della partecipazione azionaria e remunerando i suoi apportatori di capitali.

Investitore informale

Investitori nel capitale di rischio, che acquisiscono, in qualità di persone fisiche, quote azionarie di imprese di piccola dimensione, a volte contribuendo attivamente anche alla gestione delle stesse. Sono comunemente denominati Business Angels.

Initial Public Offering (IPO)

Offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione di azioni di un'impresa, finalizzata ad avviare il processo di quotazione in Borsa.

Internal Rate of Return (IRR)

Tasso interno di rendimento, indica il rendimento annuo composto di un'attività di investimento ed è calcolato mediante il confronto delle uscite relative all'investimento e le entrate da questo derivanti. Rappresenta il metodo di valutazione delle performance utilizzato nel settore degli investimenti in capitale di rischio ed è calcolabile sia con riferimento ad un singolo investimento, che rispetto all'intero portafoglio dell'investitore.

K**Know-how**

L'insieme delle conoscenze tecniche, delle informazioni, e dei processi necessari per la produzione di un qualsiasi bene o servizio.

L**Lettera di intenti**

Documento nel quale vengono definiti, in via preliminare, i principali aspetti economici, legali e societari dell'operazione di investimento, che dovranno essere poi ripresi e rielaborati in dettaglio nel contratto di investimento.

Leveraged buy-out (LBO)

Tecnica finanziaria diretta all'acquisizione di un'impresa mediante il ricorso prevalente al capitale di debito, che verrà per lo più rimborsato con l'utilizzo dei flussi di cassa positivi generati dall'impresa stessa.

Lock-up

Accordo tra i soci di una società in base al quale tutti o parte di questi si impegnano a non cedere le proprie partecipazioni prima di una predeterminata scadenza.

M**MAC**

Il Mercato Alternativo del Capitale è un Sistema di Scambi Organizzati del capitale di rischio delle imprese, riservato a investitori professionali, fondato su requisiti d'accesso semplificati per gli emittenti.

Management buy-in (MBI)

Operazioni di acquisizione di un'impresa al termine della quale nella proprietà risulta coinvolto un gruppo di manager precedentemente esterni alla stessa. Nel caso in cui l'operazione avvenga con l'utilizzo prevalente di capitale di debito, si definisce Management Leveraged Buy-In (MLBI).

Management buy-out (MBO)

Operazioni di acquisizione di un'impresa al termine della quale nella proprietà risulta coinvolto un gruppo di manager interni alla stessa. Nel caso in cui l'operazione avvenga con l'utilizzo prevalente di capitale di debito, si definisce Management Leveraged Buy Out (MLBO).

Mission aziendale

La mission (missione o scopo) di un'impresa, o più in generale di qualsiasi organizzazione, è il suo scopo ultimo, la giustificazione stessa della sua esistenza, e al tempo stesso ciò che la contraddistingue da tutte le altre.

O

Opzione call

Diritto ad acquistare le azioni dell'impresa a condizioni prefissate, ad una certa data, oppure al verificarsi di determinati eventi.

Opzione put

Diritto a vendere le azioni dell'impresa a condizioni prefissate, ad una certa data, oppure al verificarsi di determinati eventi.

P

Partecipazione

In genere, si ha quando un soggetto (persona fisica o altra società), acquista azioni o quote di una determinata società. L'acquisto di partecipazioni tra società deve essere previsto dallo statuto.

Partecipazione qualificata

Percentuale di diritti di voto esercitabile nell'assemblea ordinaria superiore al 20 per cento ovvero percentuale di partecipazione al capitale od al patrimonio superiore al 25 per cento (è sufficiente il superamento di uno dei due limiti). Per i titoli negoziati in mercati regolamentati le predette percentuali sono rispettivamente del 2 e del 5 per cento.

Partecipazione non qualificata

Percentuale di diritti di voto esercitabile nell'assemblea ordinaria non superiore al 20 per cento ovvero partecipazione al capitale o al patrimonio non superiore al 25 per cento. Per i titoli negoziati in mercati regolamentati le predette percentuali sono rispettivamente del 2 e del 5 per cento.

Participation Exemption

La Participation Exemption consente di non far concorrere alla formazione del reddito imponibile una parte delle plusvalenze realizzate da società di capitali in sede di cessione di partecipazioni sociali.

Passivo

Sezione dello stato patrimoniale del bilancio, contrapposta all'attivo, contenente tutte le voci patrimoniali passive e suddivise a seconda della tipologia. Le principali voci, anch'esse suddivise per sottovoci, sono le seguenti: a) patrimonio netto; b) fondi per rischi ed oneri, c) trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato; d) debiti; e) ratei e risconti.

Patrimonio netto

Voce del passivo di stato patrimoniale, suddiviso nelle seguenti sottovoci: I - Capitale. II - Riserva da sopraprezzo delle azioni. III - Riserve di rivalutazione. IV - Riserva legale. V - Riserva per azioni proprie in portafoglio. VI - Riserve statutarie.

VII - Altre riserve, distintamente indicate. VIII - Utili (perdite) portati a nuovo. IX - Utile (perdita) dell' esercizio.

Patto parasociale

È l'accordo extra-statutario con il quale i soci o alcuni di essi privatamente regolano aspetti del loro rapporto sociale, ad integrazione o modifica di quanto previsto dallo statuto.

PFN (Posizione Finanziaria Netta)

Detta anche indebitamento finanziario netto. È un indicatore del grado di indebitamento di un'impresa industriale. Viene calcolata come differenza tra l'ammontare dei debiti finanziari e quello delle disponibilità liquide.

PMI (Piccole Medie Imprese)

Le Piccole e Medie Imprese (o PMI) sono aziende le cui dimensioni rientrano entro certi limiti occupazionali e finanziari prefissati. L'Unione Europea ha uniformato il concetto di PMI secondo la seguente tabella:

Tipo	Occupati		Fatturato (milioni di Euro)		Totale Attivo (milioni di Euro)
Media impresa	< 250	e	≤ 50	oppure	≤ 43
Piccola impresa	< 50	e	≤ 10	oppure	≤ 10
Micro impresa	< 10	e	≤ 2	oppure	≤ 2

Prestito partecipativo (mezzanine finance)

Il termine identifica una modalità di finanziamento con caratteristiche in parte simili al debito ed in parte simili a una partecipazione al capitale di rischio. Prende generalmente la forma di obbligazioni convertibili o di warrants. La sua remunerazione è in genere superiore al *senior loan* per effetto del maggior rischio legato alla postergazione rispetto al debito classico (da 1 a 3% in più) e dispone di una possibilità di partecipazione al capitale (*equity kicker*).

Private equity

Termine utilizzato più frequentemente per indicare, in modo generale, "il mestiere" dell'investitore nel capitale di rischio, facendo specifico riferimento alle operazioni di investimento realizzate in fasi del ciclo di vita delle aziende successive a quella iniziale.

Procedure concorsuali

È l'insieme delle procedure previste dalla legge per la gestione delle aziende che si trovano in uno stato d'insolvenza, anche temporaneo, poste a tutela degli interessi economico-sociali. Le principali sono le seguenti: amministrazione controllata, concordato preventivo, fallimento.

R

Rating

Il rating è un metodo utilizzato per classificare sia i titoli obbligazionari che le imprese in base alla loro rischiosità. Viene espresso attraverso un voto in lettere, in base al quale il mercato stabilisce un premio per il rischio da richiedere

all'azienda per accettare quel determinato investimento. Scendendo nel rating aumenta il premio per il rischio richiesto e quindi l'emittente deve pagare un credit spread maggiore rispetto al tasso risk-free.

S

Sede legale

È il luogo dove è ubicata la società così come indicata nell'atto costitutivo.

Seed financing

Investimento nella primissima fase di sperimentazione dell'idea di impresa, quando è ancora da dimostrare la validità tecnica del prodotto/servizio.

Sell back

Operazione di vendita di una partecipazione azionaria precedentemente acquistata dall'investitore al gruppo imprenditoriale originario.

Spin off accademico

Creazione di un'impresa operante in settori high tech costituita da (almeno) un professore/ricercatore universitario o da un dottorando/contrattista/studente che abbia effettuato attività di ricerca pluriennale su un tema specifico, oggetto di creazione dell'impresa stessa.

Spin off industriale

Creazione di una società indipendente ed autonoma, derivante dallo scorporo di uno o più determinati rami d'azienda.

Spread (Credit Spread)

Il credit spread denota il differenziale tra il tasso di rendimento di un'obbligazione caratterizzata da rischio di default e quello di un titolo privo di rischio (ad esempio, un titolo di Stato a breve termine, quale in Italia il BOT).

Start up financing

Investimento finalizzato all'avvio di un'attività imprenditoriale, quando non si conosce ancora la validità commerciale del prodotto/servizio, ma esiste già almeno un prototipo.

Stato patrimoniale

È lo schema, la cui redazione è obbligatoria per le società di capitali, che rappresenta la situazione patrimoniale e finanziaria di una società in un determinato momento. È suddiviso in due sezioni contrapposte: attivo e passivo. Ogni sezione è a sua volta suddivisa in voci e sottovoci che raggruppano i conti della medesima natura (ad esempio, immobilizzazioni, attivo circolante, debiti, ecc.).

Statuto societario

È il documento che contiene le norme ed i patti sottoscritti dai soci, per il funzionamento della società. Si considera parte integrante dell'atto costitutivo.

Syndication

Si veda la voce "Investimento in sindacato".

Swot analysis

L'analisi SWOT è uno strumento di pianificazione strategica usata per valutare i punti di forza (Strengths), debolezza (Weaknesses), le opportunità (Opportunities) e le minacce (Threats) di un progetto o in un'impresa o in ogni altra situazione in cui un'organizzazione o un individuo deve prendere una decisione per raggiungere un obiettivo.

T**Tag along option**

Diritto dell'investitore nel capitale di rischio di partecipare, pro-quota, alla vendita, nel caso in cui gli altri soci decidano di cedere la loro partecipazione nell'impresa (definito anche Diritto di covendita).

Tax assets

Benefici fiscali futuri relativi, ad esempio, al riporto a nuovo di perdite pregresse (attualizzate) in condizione di certezza su futuri redditi imponibili.

Track record

Risultati professionali ottenuti nel passato da un investitore nel capitale di rischio, utilizzati per valutarne la professionalità e lo standing.

Turnaround financing

Operazione con la quale un investitore nel capitale di rischio acquisisce un'impresa in dissesto finanziario, al fine di ristrutturarla e renderla nuovamente profittevole.

Trade sale

Modalità di disinvestimento, attraverso la quale la partecipazione detenuta dall'investitore nel capitale di rischio viene ceduta ad un acquirente industriale, determinato all'acquisto in virtù di una motivazione strategica.

V**Venture Capital**

Attività di investimento in capitale di rischio realizzata da operatori professionali e finalizzata spesso ad operazione c.d. di Early stage.

W**Warrant**

Si definisce Warrant uno strumento finanziario, quotato in Borsa, consistente in un contratto a termine che conferisce la facoltà di sottoscrivere l'acquisto (detti "Warrant Call") o la vendita (detti "Warrant Put") di una certa attività finanziaria sottostante ad un prezzo (detto "strike price") e ad una scadenza stabilita.

Way out

Si veda la voce "Exit".

Indirizzi utili

ISTITUZIONALE

www.aifi.it

AIFI - Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel Capitale di Rischio

www.borsaitaliana.it

Borsa Italiana SpA

www.earlystageinvestors.org

Sito del programma comunitario EASY dedicato ad investitori e imprenditori nella fase di early stage

www.eban.org

EBAN – European Business Angel Network – Associazione di riferimento per le reti europee di Business Angels

www.eib.org

EIB – European Investment Bank

www.euroinfocentre.it

Rete di centri specializzati nell'assistenza alle imprese su tutte le tematiche comunitarie

www.europa.eu.int

Commissione Europea

www.federmanager.it

Federazione Nazionale Dirigenti di Aziende Industriali, l'Organizzazione che rappresenta in modo unitario ed esclusivo i dirigenti industriali italiani

www.finlombarda.it

Finlombarda opera quale advisor della Regione Lombardia nella progettazione di nuovi strumenti agevolativi ed è soggetto gestore/concessionario di numerosi strumenti finanziari agevolativi per le PMI

www.fondazionepolitecnico.it

La Fondazione Politecnico promuove la ricerca applicata e la formazione e favorisce la nascita di nuove attività imprenditoriali, sostenendo i grandi progetti del Politecnico e le iniziative Università/impresa

www.foruminternazionale.org

Il Forum Internazionale è un'organizzazione non governativa senza scopo di lucro che ha per oggetto sociale lo studio e l'approfondimento di problematiche giuridiche, finanziarie ed economiche

www.gei.it

GEI - Associazione Gruppo Economisti di Impresa

www.iban.it

IBAN – Italian Business Angels Network – Associazione di riferimento per le reti italiane di Business Angels

www.ideaetica.it

Il portale che convoglia coloro che operano con "etica", dalle associazioni alle imprese, dai giovani alle cooperative sociali, dalla scuola alla finanza etica

www.istud.it

Fondazione ISTUD - Istituto di Studi Direzionali – per la cultura d'impresa e di gestione aziendale

www.kauffman.org

La Fondazione Kauffman degli Stati Uniti d'America è un punto di riferimento di Governi ed Università per favorire crescita economica, imprenditoria, innovazione e formazione scientifica dei giovani

www.mercatoalternativocapitale.it	Sito del MAC - Mercato Alternativo del Capitale
www.premioinnovazione.it	Sito del “Premio Nazionale Innovazione” (PNI), competizione che riunisce i vincitori delle “Business Plan Competition” organizzate dalle Università italiane (Start Cup locali)
www.readyforequity.eu	Sito del programma comunitario “Ready for Equity” per percorsi di training per Business Angels ed Imprenditori

INCUBATORI

http://incubatore.tno.it	Incubatore all'interno del Parco Scientifico e Tecnologico TECNOPOLIS CSATA (Bari)
www.ai.polimi.it	Acceleratore d'impresa del Politecnico di Milano
www.almacube.com	Incubatore d'impresa dell'Università di Bologna
www.biclazio.it	Nella relativa sezione sono riportate le informazioni degli Incubatori di Bracciano, Colleferro, Civitavecchia, Ferentino, Rieti, Roma Centro, Roma ITech
www.consorzioarca.it	Consorzio per l'Applicazione della Ricerca e la Creazione di Aziende innovative dell'Università di Palermo
www.i3p.it	Incubatore delle imprese innovative del Politecnico di Torino
www.incubatorefirenze.org	Incubatore di impresa di Firenze
www.pnicube.it	Rete di collegamento tra gli incubatori di impresa universitari, dove è possibile trovare informazioni sul Premio Nazionale per l'Innovazione (PNI)
www.startcube.it	Incubatore d'impresa dell'Università di Padova
www.trentinosviluppo.it	Incubatore della Provincia autonoma di Trento

BAN, BIC e Club

www.banbologna.it

www.bic-italia.net

www.biclazio.it

www.biconline.com

www.bicsardegna.it

www.capitalimpresa.it

www.clubdeglinvestitori.it

www.confindustria.sa.it

www.consorzionestore.eu

www.gepafin.it

www.italianangels.net

www.unisi.it/liaison

Business Angels Network di Bologna

Comitato Nazionale Italiano EBN - rete dei Business Innovation Centre - BIC

Business Innovation Centre del Lazio presso cui opera il BAN per il Lazio

BIC La Fucina - La comunità virtuale delle imprese del Nord Milano

Business Innovation Centre della Sardegna

Gestisce il Business Angel Network della Liguria

Club di Business Angels di Torino

Presso il Gruppo Giovani Industriali di Salerno opera il BAN per la Campania

Nel sito è possibile trovare dei contatti per il BAN di Bari che opera per la Puglia

GEPAFIN Umbria, opera come Business Angel Network dell'Umbria

Gruppo di Business Angels la cui associazione ha sede a Milano

Il Liaison Office dell'Università degli Studi di Siena è una struttura nata nel 1998 al cui interno opera il Business Angel Network Toscana Sud

Principali fonti bibliografiche

- Aernoudt, R.** 2005. "Business Angels: the smartest money for the starters? Plea for a renewed policy focus on business angels". *International Journal of Business* 10 (3).
- Bronconi, G. e Cavaciocchi, S.** 2004. "Guida alla redazione del Business Plan". Il Sole 24 Ore.
- Carriero, F. e Ferrandina, A.** 2005. "Il business plan. Guida strategico-operativa". IPSOA.
- Del Giudice, R. e Gervasoni, A.** 2002. "Finanziarsi con il venture capital". ETAS.
- EBAN.** February 2008. "Statistics Compendium".
- EBAN.** September 2007. "European Directory of Business Angel Networks in Europe".
- EBAN.** March 2007. "White paper".
- EBAN.** January 2007. "Survey of tax incentives available to informal investors or business angels in Europe".
- EBAN.** September 2006 . "Introduction to business angels and business angels network activities in Europe".
- EBAN.** September 2006. "Compendium of BAN add-on services".
- EBAN.** June 2006. "Short briefing for policy makers".
- EU Commission.** June 2006. "Growth and jobs: Commission provides more means to finance innovative SMEs".
- EU Commission.** January 2003. "Green Paper. Entrepreneurship in Europe".
- Gervasoni, A. e Sattin, F. L.** 2008. "Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio". Guerini e Associati.
- Gervasoni, A. e Bechi, A.** 2007. "I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici". Il Mulino.
- Gervasoni, A.** 1996. "Finanziare l'attività imprenditoriale". Guerini e Associati.
- Guatri, L. e Bini, M.** 2005. "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende". Università Bocconi.
- Harvard Business School.** 2000. "Inside Venture Capital. Case Selections".
- IBAN,** a cura di **Barzaghi, A. e De Rosa L.** 2006. "Manuale legale e fiscale del Business Angel".

IBAN, Giugno 2005. "Libro bianco. Lo sviluppo del capitale di rischio informale in Italia".

Kotler, P. Kartajaya, H. Young, S.D. 2004. "Attracting investors: a marketing approach to finding funds for your business". John Wiley & Sons.

Mansson, N. e Landstrom, H. 2005. "Business Angels in a changing economy". EDGE 2005 Conference.

Massari, M. e Zanetti, L. 2008. "Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario". McGraw-Hill Companies.

Mustilli, M. e Sorrentino, M. 2003. "Business Angel in Italia". Giappichelli Editore.

Nota economica del CSC. 2/2007. "Vincoli alla nascita e alla crescita delle imprese".

Nota economica del CSC. 2/2007. "Il rapporto tra banche e piccole imprese".

Osnabrugge, M.V and Robinson R.J. 2000. "Angel Investing". Jossey-Bass Business & Management Series.

Preston, S. L. 2007. "Angel financing for Entrepreneurs". John Wiley & Sons.

Preston, S. L. 2004. "Angel Investment Groups, Networks, and Funds: A Guidebook to Developing the Right Angel Organization for your Community". Edwing Marion Kauffman Foundation.

Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366, Decreto Legislativo 17 gennaio 2003, n. 6.

Schramm, C. J. 2006. "Making the turn: entrepreneurial capitalism and its European promise". Presented at the April 8, 2006 Meeting of the European Union Finance Ministers Vienna, Austria.

Schramm, C. J. 2006. "The Entrepreneurial Imperative". HarperCollins.

Wiltbank, R. Boeker W. 2007. "Returns to Angel Investors in groups: first study produced in the US". Released by Kauffman Foundation.

Wong, A. 2002. "Angel Finance: the other Venture Capital". Available at SSRN.

Wright, M., Filatotchev, I., Chahine, S. 2007. "Venture Capitalists, Business Angels, and Performance of Entrepreneurials IPOs in the UK and France". *Journal of Business Finance & Accounting*, Volume 34 Issue 3-4 Page 505-528.

Annotazioni

[illegible]

Annotazioni

Prima edizione giugno 2008

Contatti

Tomaso Marzotto Caotorta

Segretario Generale

Associazione IBAN

Tel. +39 02 89011 207

segreteria@iban.it

Simone Bassanini

KPMG Advisory S.p.A.

Tel. +39 02 6764 3696

sbassanini@kpmg.it

© 2008 KPMG Advisory S.p.A., an Italian limited liability share capital company and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International, a Swiss cooperative. All rights reserved. Printed in Italy. KPMG and the KPMG logo are registered trademarks of KPMG International.

© 2008 IBAN

