

Maurizio Rija

**IL RUOLO
DEL VENTURE CAPITAL
E DEL PRIVATE EQUITY
NEL CAPITALE
DI RISCHIO
DELLE IMPRESE**

**Dall'analisi teorica
ai risultati
di una ricerca empirica**

FrancoAngeli

*Università della Calabria
Sezione economia aziendale
Serie scientifica*

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



UNIVERSITÀ DELLA CALABRIA
SEZIONE ECONOMIA AZIENDALE
SERIE SCIENTIFICA

Collana diretta da Giuseppe Fabbrini

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: *www.francoangeli.it* e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

Maurizio Rija

**IL RUOLO
DEL VENTURE CAPITAL
E DEL PRIVATE EQUITY
NEL CAPITALE
DI RISCHIO
DELLE IMPRESE**

**Dall'analisi teorica
ai risultati
di una ricerca empirica**

FrancoAngeli

*Università della Calabria
Sezione economia aziendale
Serie scientifica*

Volume sottoposto a referaggio.

Copyright © 2012 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

INDICE

Introduzione	pag.	9
1. Modalità di investimento nel capitale di rischio	»	15
1.1. Il fabbisogno finanziario nella fase di avvio dell'impresa	»	15
1.2. L'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio	»	22
1.3. Il ruolo del <i>venture capitalist</i> e le modalità di finanziamento con capitale di rischio	»	25
1.4. I principali operatori nel mercato del <i>private equity</i>	»	33
1.5. Gli effetti della crisi finanziaria ed economica sul contesto mondiale e l'impatto sul mercato del <i>private equity</i>	»	37
1.6. Il <i>private equity</i> come volano per la crescita: iniziative e interventi	»	47
1.7. Analisi delle principali esperienze di partnership pubblico-privato	»	57
1.8. Il nuovo fondo italiano di investimento per le PMI	»	67
2. <i>Venture capital</i> e <i>private equity</i>: problemi di asimmetrie informative e modalità di gestione del rischio	»	70
2.1. Introduzione	»	70
2.2. Asimmetrie informative e comportamenti opportunistici: alcune possibili soluzioni	»	72
2.3. <i>Venture capital process</i>	»	79
2.3.1. La creazione del <i>deal flow</i> e l'individuazione dell'impresa target	»	80
2.3.2. Il primo <i>screening</i> delle proposte di investimento	»	83
2.3.3. Analisi approfondita dell'azienda e strutturazione del <i>business plan</i>	»	85

2.3.4. La valutazione dell'azienda e la determinazione del prezzo della partecipazione	pag.	92
2.3.5. Trattative, modalità di investimento e monitoraggio	»	103
2.3.6. Il disinvestimento	»	111
3. Venture capital, governance e creazione di valore	»	119
3.1. Introduzione	»	119
3.2. <i>Private equity</i> e <i>corporate governance</i>	»	120
3.2.1. La stabilità della compagine sociale, l'incentivo del socio imprenditore e del management	»	121
3.2.2. Il governo dell'impresa e l'informativa societaria	»	125
3.2.3. Il disinvestimento da parte del socio investitore	»	126
3.3. L'importanza della <i>corporate governance</i> nelle imprese in crescita	»	127
3.4. Creazione di valore nell'impresa partecipata	»	130
3.5. Il piano di accompagnamento e i servizi di natura finanziaria	»	133
3.6. L'accompagnamento strategico e operativo: consulenze, contatti ed esperienza del <i>venture capitalist</i>	»	140
3.7. L'accompagnamento strategico e operativo: gestione del management, interventi operativi e rapporti di amicizia	»	147
4. Uno studio sulle performance degli investimenti in capitale di rischio	»	154
4.1. Criteri e metodologie per il calcolo dei rendimenti degli investimenti in capitale di rischio: l' <i>internal rate of return</i>	»	154
4.2. I criteri per la comparazione delle performance sugli investimenti in capitale di rischio	»	162
4.3. Idea, obiettivi e fasi della ricerca	»	165
4.4. IRR lordo aggregato <i>from inception</i>	»	167
4.4.1. Analisi storica per quartili e per ciclo di vita dell'azienda target	»	172
4.4.2. Altre analisi sulla performance degli investimenti	»	180
4.5. IRR lordo aggregato <i>since inception</i>	»	185
4.6. IRR lordo aggregato <i>by horizon</i>	»	190
4.6.1. Analisi della performance complessiva per quartili	»	193
4.6.2. IRR <i>by horizon</i> per tipologia di operazione	»	197

4.6.3. Analisi dell'IRR per fatturato dell'azienda target e valorizzazione delle quote in portafoglio	pag.	199
4.6.4. Un confronto con il <i>benchmark</i> europeo	»	202
4.7 Considerazioni conclusive	»	204
Appendice. La corporate governance delle imprese: una introduzione	»	207
1. Caratteristiche generali della <i>corporate governance</i>	»	207
2. Sistemi monistici e dualistici: un quadro generale	»	209
3. La <i>corporate governance</i> in Italia	»	218
Bibliografia	»	223

INTRODUZIONE

La disponibilità di capitali necessari a finanziare un'azienda è il problema con cui quotidianamente si scontra la quasi totalità degli imprenditori. In un'economia globale, nella quale nascono sempre nuove possibilità di fare impresa, è fondamentale superare i vincoli legati alla reperibilità di capitali. Il *venture capital*, quale forma di finanziamento appositamente creata per questo scopo, si candida ad essere il protagonista nella trasformazione dell'impresa da familiare a manageriale e a traghettarla dalla fase di avvio a quella di creazione di valore, tappa imprescindibile nell'ambito di un'operazione di finanziamento con capitale di rischio.

Il presente lavoro si pone l'obiettivo di analizzare la meccanica di funzionamento, l'evoluzione e l'operatività dei finanziamenti di *venture capital* e *private equity*, anche alla luce dei profondi cambiamenti causati dalla crisi finanziaria internazionale che, come noto, ha avuto inizio nel 2007. Il settore degli investimenti in capitale di rischio si candida a divenire un volano per la ripresa economica. Esso possiede delle intrinseche proprietà anticicliche, che lo rendono una delle leve principali per la ripresa, basata sull'avvio di nuovi processi di creazione di valore. Nel nostro paese, il sistema imprenditoriale presenta alcuni elementi, quali la valenza familiare, la dimensione piccola, la scarsa capacità di accesso al credito, che lo rendono un mercato estremamente attraente per i fondi di *private equity*. Pertanto, la presenza di investitori sensibili a questo tema è la preconditione necessaria per la sussistenza dell'attività di *venture capital*. Al fine di evidenziare il continuo dinamismo che caratterizza tale settore, nel lavoro si è posta particolare attenzione al processo di interazione pubblico-privato quale nuova strada per la crescita più efficace delle aziende. Una collaborazione sinergica tra il settore pubblico e gli operatori privati di *private equity* e *venture capital* può apportare forti benefici alla crescita economica e socia-

le del territorio. Questo succede perché il pubblico opera in chiave di addizionalità, operando da acceleratore su professionalità e competenze presenti nel settore privato.

Il lavoro si articola in quattro capitoli. Nel capitolo 1 è apparso opportuno fornire alcune differenziazioni terminologiche tra *venture capital* e *private equity*, individuando quali sono gli attori di tali tipologie di operazioni e le motivazioni alla base della loro operatività. Con riferimento a quest'ultimo punto si è analizzata la difficoltà nel reperimento di capitali necessari a finanziare un'azienda e si sono studiati gli effetti circa la scelta tra capitale di debito e capitale di rischio.

Ampia trattazione è stata poi dedicata a due temi fondamentali: la crisi finanziaria internazionale scoppiata nell'estate del 2007 negli Stati Uniti, a seguito del crollo dei mutui *subprime*, e l'incontro tra strumenti privati e azioni pubbliche che ha disegnato un nuovo ciclo di sviluppo del *private equity* diverso rispetto al passato.

Riguardo al primo aspetto, sono stati analizzati gli effetti della crisi sul settore del capitale di rischio; in particolare si è proceduto ad una disamina degli elementi distintivi di tale mercato, quali l'attività di raccolta, l'andamento degli investimenti e dei disinvestimenti.

Riguardo al secondo aspetto è stata posta attenzione alla nascita dei fondi di fondi di *private equity*, mettendone in evidenza le caratteristiche, la disciplina e le modalità di incentivazione. A tale proposito, sono stati analizzati i tre principali approcci all'incentivazione degli operatori privati nell'ambito dei fondi a capitale misto, ossia la sottoscrizione di fondi con trattamento paritetico tra pubblico e privati (criterio *pari passu*), il *downside protection scheme* e l'*up-side leverage scheme*. Si è provveduto, inoltre, a dare una definizione di soggetto pubblico e soggetto privato. Per soggetto pubblico si intendono i Governi, le istituzioni pubbliche e gli enti locali impegnati nell'attività di collaborazione con investitori istituzionali a favore delle imprese sul territorio. Al contrario, nell'ambito del mercato del *private equity*, il privato viene inteso come l'attività di imprenditori che mettono insieme spirito imprenditoriale, competenze di scienziati, tecnici, capacità manageriali, finanziarie e organizzative, contatti nazionali ed internazionali, capitale di rischio proprio e di altri per promuovere nuove imprese, per rivitalizzare e lanciare vecchie imprese in un nuovo ciclo di sviluppo, per diffondere, in forma di impresa, nuove tecnologie.

Al fine di comprendere quali meccanismi regolino questo delicato rapporto di partnership, il capitolo si conclude presentando alcune esperienze di collaborazione tra settore pubblico e operatori di *private equity*. Dopo una breve presentazione dei casi di Germania, Regno Unito, Olanda, Fran-

cia, Israele, Danimarca, vengono analizzati in modo più approfondito il caso delle SBIC statunitensi e dei fondi *Next* della Finlombarda Gestioni SGR. La ragione di tale scelta è da imputare al fatto che le prime hanno costituito il principale punto di riferimento per gli interventi successivamente condotti sia a livello comunitario sia per quelli realizzati a livello domestico; i secondi, invece, rappresentano il primo esempio di fondo mobiliare chiuso di *venture capital* pubblico-privato in Italia.

Nel capitolo 2 si è focalizzata l'attenzione su alcune problematiche tipiche degli investimenti in capitale di rischio, ossia l'incertezza, le asimmetrie informative e i costi di agenzia, e sulle possibili soluzioni da adottare per ridurle e/o abatterle. A tale proposito, si è operata una distinzione tra strumenti giuridici (*convertible preferred shares* e *stage financing*) e strumenti non giuridici (*venture capital process*) e, per ciascuno di essi, si è provveduto ad analizzarne le caratteristiche, nonché i punti di forza e di debolezza. In particolare, si è rilevato che il *convertible preferred stock* attribuisce al suo titolare un dividendo privilegiato, generalmente definito in un ammontare assoluto o in termini percentuali rispetto al valore nominale dell'azione; ciò che residua dopo il pagamento dei dividendi all'azionista privilegiato va tutto a favore dell'azionista ordinario. In generale, l'utilizzo del *convertible preferred stock* modifica le modalità di ripartizione del rischio/rendimento tra gli azionisti; da un lato protegge il *venture capitalist* da eventuali performance negative dell'impresa, dall'altro disincentiva l'assunzione di rischi elevati da parte dell'azionista ordinario. In sostanza, il trasferimento del rischio che si ottiene attraverso l'emissione di titoli privilegiati ha l'effetto di allineare gli interessi dell'imprenditore a quelli del *venture capitalist*. Lo *stage financing* prevede, invece, che l'apporto complessivo del *venture capitalist* venga suddiviso in più fasi di finanziamento. Nella prima fase, l'imprenditore ottiene un importo che non è sufficiente per completare l'intero *business plan* né tanto meno per rendere la società pronta alla quotazione sul mercato finanziario. Le parti stabiliscono, invece, alcuni obiettivi (*milestones*), variamente collegati a parametri economico-finanziari, al raggiungimento dei quali l'investitore valuta l'opportunità di concedere una ulteriore *tranche* di finanziamento. Da un punto di vista economico, il meccanismo dell'investimento in più fasi ha una struttura simile ad un'opzione in forza della quale il socio investitore ha la facoltà di proseguire o abbandonare il finanziamento della società in portafoglio. Grazie a tale impostazione, lo *stage financing* costituisce uno dei mezzi più efficaci che il *venture capitalist* possiede per ridurre le incertezze associate al successo del *business* finanziato, le asimmetrie informative e i costi di agenzia. Per quanto riguarda il *venture capital process*, nel capitolo si

provvede dapprima a darne una definizione e, secondariamente, ad analizzare tutte le fasi di cui si compone partendo dalla fase di selezione e concludendo con i diversi canali di uscita dall'operazione.

Il capitolo 3 analizza in modo approfondito il processo di creazione del valore, evidenziando, in particolare, il ruolo di accompagnamento finanziario, strategico ed operativo ricoperto dal *venture capitalist*. Viene più volte evidenziato come il ricorso a quest'ultimo, da parte dell'impresa, si configura nell'ottica di creazione del valore; tale finalità è condivisa dallo stesso *venture capitalist*, il quale, creando maggior valore dell'impresa partecipata, vede conseguire un incremento del valore della propria partecipazione: la condivisione di interessi tra imprenditore e investitore è un elemento fondamentale per il raggiungimento dell'obiettivo rappresentato dalla creazione del valore. Inoltre, si è osservato che al fine di mantenere costante il rapporto di collaborazione e fiducia tra socio investitore e socio imprenditore è necessario adottare delle regole di *corporate governance* finalizzate a garantire, da una parte, la stabilità degli assetti societari e dall'altra la partecipazione e il coinvolgimento dell'investitore istituzionale nelle scelte di gestione. Dopo un'esplicitazione terminologica di *corporate governance*, viene messa in evidenza l'importanza delle sue regole nell'ambito dell'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio. L'individuazione di regole di buon governo dell'impresa, chiare ed efficaci, rappresenta sempre di più un elemento indispensabile per lo sviluppo del sistema produttivo e del valore dell'impresa.

Nell'ultimo capitolo è stato esposto un accurato studio sulle performance degli investimenti in capitale di rischio effettuati da un campione di investitori istituzionali nel corso degli ultimi anni. Si tratta di una parte del lavoro particolarmente interessante, dal momento che è stato possibile riscontrare dei risultati concreti rispetto all'analisi teorica svolta in precedenza. La ricerca è stata condotta basandosi su tre differenti metodologie di *Internal Rate of Return* lordo aggregato (*from inception*, *since inception* e *by horizon*) ognuna delle quali presenta dei punti di forza ma anche di debolezza. In particolare, la prima offre una misura oggettiva della *performance*, ma ha il limite di non misurare la performance degli investimenti ancora in portafoglio. Il medesimo limite caratterizza l'analisi *since inception*, la quale però consente un'analisi storica dell'andamento della *performance* degli investimenti. Diversamente, l'analisi *by horizon* permette di valutare la performance di tutte le partecipazioni acquisite in un orizzonte temporale, prescindendo, dunque, dall'eventualità che le medesime possano essere dismesse o meno; tuttavia la valutazione delle *performance* ancora in portafoglio si caratterizza per un elevato grado di soggettività e risente della ten-

denza degli operatori del settore di valutare, in ottica prudenziale, le partecipazioni al valore di costo.

Infine, si procede ad un confronto del mercato nazionale con quello europeo al fine di valutare se le performance italiane sono in linea con il *benchmark* europeo.

1. MODALITÀ DI INVESTIMENTO NEL CAPITALE DI RISCHIO

1.1. Il fabbisogno finanziario nella fase di avvio dell'impresa

Se consideriamo l'intero arco della vita di un'impresa, la fase di avvio rappresenta uno dei momenti più delicati e, allo stesso tempo, determinanti, il cui successo dipende sia da una corretta dotazione di capitali, sia dalla disponibilità di adeguate capacità imprenditoriali, strutture e servizi specializzati.

Il reperimento dei capitali necessari a finanziare un'azienda è il problema con cui quotidianamente si scontra la quasi totalità degli imprenditori. Questa situazione di continua ricerca di risorse determina il sorgere di un fabbisogno finanziario¹ che, in termini generali, è motivato dalla necessità di incrementare le attività e/o di ridurre le passività.

In particolare, i principali canali di copertura di tale fabbisogno sono costituiti dall'autofinanziamento, dal capitale di debito e dal capitale di rischio. Per autofinanziamento si intende la capacità dell'impresa di far fron-

¹ Il fabbisogno finanziario è dato dall'ammontare complessivo di capitali di cui necessita un'impresa per finanziare i processi di investimento e la gestione corrente. Esso è dato dalla somma del capitale fisso (immobilizzazioni) e del capitale circolante (attivo circolante) e varia in relazione al diverso rapporto di composizione tra capitale fisso e capitale richiesto dall'attività svolta dall'impresa e a seconda delle fasi del ciclo di vita attraversate. La previsione del futuro fabbisogno finanziario è realizzata attraverso l'analisi della dinamica finanziaria condotta con gli strumenti dell'analisi dei flussi di capitale circolante e dell'analisi dei flussi di cassa. Le vie di copertura del fabbisogno finanziario sono molteplici e possono essere classificati in due grandi categorie: fonti interne e fonti esterne (finanziamento). Nella scelta delle fonti di copertura è buona regola che l'impresa impieghi capitali omogenei rispetto al tipo di fabbisogno da coprire. Per ulteriori approfondimenti si veda Fabbrini G., Montrone A. (a cura di) (2006), *Economia aziendale. I fondamenti della disciplina*, Franco-Angeli, Milano; Pezzoli S. (1996), *Lineamenti di economia aziendale*, Cedam, Padova.

te alla propria attività senza richiedere l'intervento di terzi finanziatori. Ciò si traduce nella possibilità di generare internamente le risorse necessarie per l'attuazione del processo produttivo.

In linea di massima, queste risorse corrispondono agli utili conseguiti nell'esercizio, al netto dei dividendi distribuiti tra coloro che partecipano al rischio d'impresa. Agli utili generati, inoltre, devono essere sommati i cosiddetti costi di natura non monetaria, che non comportano delle uscite reali di cassa, ossia ammortamenti e accantonamenti².

In altre parole:

$$\begin{aligned} & \text{UTILE NETTO} \\ & - \text{DIVIDENDI} \\ & + \text{AMMORTAMENTI} \\ & + \text{ACCANTONAMENTI} \\ & = \text{AUTOFINANZIAMENTO POTENZIALE} \end{aligned}$$

L'elemento distintivo dell'autofinanziamento è dato dal fatto che viene completamente generato all'interno dell'impresa, nell'ambito dello svolgimento della sua attività. A differenza di altre forme di finanziamento, esso non prevede alcuna modalità di rimborso e non è soggetto a vincoli contrattuali; per questo rappresenta una modalità di approvvigionamento di mezzi finanziari ampiamente diffusa e utilizzata da parte delle piccole realtà imprenditoriali, soprattutto nei primi stadi del loro ciclo di vita.

In realtà, esiste una seconda opzione di finanziamento interno che risiede nelle risorse personali dell'imprenditore, dei familiari o degli amici più stretti. Soprattutto nella realtà italiana, dov'è particolarmente presente il fenomeno dell'impresa familiare, questa soluzione di approvvigionamento di mezzi finanziari è decisamente più diffusa. Tuttavia, se da un lato questa forma di finanziamento può essere sufficiente all'inizio del ciclo di vita di un'impresa, dall'altro essa non lo può essere più man mano che l'attività si espande. Ad esempio nei settori emergenti ad alto contenuto tecnologico il tipico modello di impresa familiare, che si adatta a molti settori tradizionali caratterizzati da tassi di crescita contenuti, non regge. In tali attività, difatti,

² Una particolare fonte di autofinanziamento per l'impresa è rappresentata dal trattamento di fine rapporto (TFR). Da un punto di vista strettamente giuridico esso costituisce un vero e proprio debito in via di formazione verso il personale, sebbene nella pratica economica rappresenti una delle più importanti, se non addirittura la principale fonte di autofinanziamento delle imprese. Per questa sua ambiguità viene indicato, all'interno dello schema di bilancio adottato dal codice civile (art. 2424), in un'apposita voce separata tra gli elementi del passivo.

colui che ha un'idea innovativa non può procedere da solo e crescere con gradualità, ma deve fare ricorso ad ulteriori finanziamenti, sia in termini di capitale di debito che capitale di rischio.

Per capitale di debito si intende l'insieme dei vincoli che gravano sull'azienda in conseguenza dei debiti contratti dalla stessa nei confronti di terzi finanziatori. Sulla base delle scadenze temporali, questi si distinguono in debiti a breve termine, aventi scadenza inferiore all'anno, e debiti a medio-lungo termine, esigibili oltre l'esercizio successivo. In generale, quindi, il capitale di debito risulta composto dalla somma dei debiti finanziari a breve, medio e lungo termine³. Tra le caratteristiche principali che vengono ricondotte a questa forma di raccolta del capitale, si ricordano:

- l'obbligatorietà del rimborso, che deve avvenire in maniera predefinita, anche se con modalità e tempi che possono variare a seconda degli strumenti utilizzati e degli accordi contrattuali stabiliti tra le parti;
- la puntualità della remunerazione, che avviene generalmente sulla base di un tasso di interesse pattuito contrattualmente, che può essere fisso o variabile.

Il capitale di rischio è, invece, la parte di capitale che sopporta per intero i rischi di impresa e tende a coincidere, da un punto di vista contabile, con il patrimonio netto o capitale netto (*equity*) che a sua volta è composto dal capitale sociale nominale, dai diversi tipi di riserve e dagli utili non distribuiti. Tale valore va diminuito poi delle eventuali perdite dell'anno in corso (cosiddette perdite di esercizio), e delle perdite relative ad esercizi precedenti⁴.

I due elementi fondamentali che caratterizzano il capitale di rischio sono la stabilità (nel senso che detto capitale è vincolato all'impresa per una durata illimitata) e la mancanza di un obbligo formale di remunerazione e rimborso.

Il concetto di rendimento, pertanto, se riferito al capitale di rischio si presenta variabile, nel senso che coloro che detengono il controllo possono di volta in volta adottare politiche diverse, soprattutto con riferimento ai dividendi. Inoltre, risulta evidente che ciascun investitore si aspetta un rendimento adeguato al profilo di rischio dell'impresa al cui finanziamento ha contribuito.

³ Sono, invece, escluse dalla definizione di capitale di debito altre forme di debito quali quelli verso fornitori, verso dipendenti o i debiti per imposte in quanto riferiti a soggetti che solo in senso lato possono essere considerati finanziatori dell'impresa.

⁴ È inoltre possibile considerare come parte del capitale di rischio anche alcune tipologie di fondi come i fondi di rivalutazione ed eventuali contributi a fondo perduto. Dessy A., Vender J. (2001), *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, Egea, Milano.

La crescita delle aziende deve necessariamente transitare per tale via: le imprese che non hanno la possibilità o la convenienza di utilizzare gli strumenti del debito classico, dovranno procedere nella ricerca ed eventualmente nella realizzazione di operazioni attingendo a capitali di rischio⁵.

Quando si parla di finanziamento a titolo di capitale di rischio è evidente che le regole del gioco sono ben diverse da quelle di un tradizionale finanziamento a titolo di capitale di debito⁶.

Il capitale di rischio, infatti, non richiede una remunerazione puntuale e permette all'impresa una maggiore libertà nelle scelte di investimento, senza vincoli contrattuali. Consente, inoltre, agli amministratori di decidere in autonomia e senza vincoli contrattuali, i tempi e l'ammontare più opportuni nella distribuzione degli utili.

Gli investitori nel capitale di rischio non richiedono, generalmente, garanzie e si fanno carico, al pari degli altri azionisti, del rischio d'impresa. Tuttavia essi, al fine di partecipare alle scelte strategiche e svolgere un ruolo attivo all'interno dell'impresa, esigono un seggio al consiglio di amministrazione. La remunerazione del capitale investito è legata all'andamento della gestione dell'impresa, ai suoi successi o fallimenti.

Il capitale di debito è, invece, una fonte rigida di finanziamento in cui i tempi e le modalità di rimborso sono strettamente vincolate a quanto definito in sede contrattuale⁷. Gli istituti di credito, al fine di tutelarsi dall'eventuale inadempimento dell'obbligazione, richiedono all'impresa una serie di garanzie patrimoniali o personali. Inoltre, le banche richiedono alle aziende maggiormente indebitate un tasso di interesse più alto, con conseguente

⁵ Buffetti P. (1985), *Dal capitale di credito al capitale di rischio. Tesi e proposte per il rafforzamento della struttura finanziaria delle imprese*, FrancoAngeli, Milano.

⁶ I presupposti fondamentali di un finanziamento di tipo tradizionale, ottenibile, ad esempio, da un istituto di credito, si basano sulla capacità di ripagare il debito, sotto forma di quote di capitale e di interessi, garantita dal patrimonio aziendale e, talora, dai beni personali dell'imprenditore. Nel caso in cui risulti impossibile il rimborso del prestito, la banca può chiedere che l'azienda venga messa in liquidazione e può rivalersi sul suo attivo.

Invece, l'investitore nel capitale di rischio, in quanto socio, generalmente non chiede garanzie ma si accolla una parte del rischio d'impresa, così come gli altri azionisti.

D'altra parte, i fornitori di capitale di debito non sono direttamente interessati al processo di creazione di valore dell'impresa, ma solo alla solvibilità finanziaria, mentre l'investitore, che condivide con l'imprenditore l'incremento di valore della partecipazione, farà di tutto per aiutare la crescita dell'azienda. Del Giudice R., Gervasoni A. (2002), *Finanziarsi con il venture capital*, Etas, Milano.

⁷ La caratteristica di rigidità di tale fonte di finanziamento non dà spazio a quelle imprese che hanno progetti validi ma bassa patrimonializzazione. In tali circostanze, una soluzione è rappresentata dal ricorso al capitale di rischio, il quale, come già detto, rappresenta una fonte flessibile di finanziamento.

aumento degli oneri finanziari che vanno a gravare sulla loro struttura economica, e limitano la concessione di scoperti in conto corrente.

I canali di finanziamento nel capitale di rischio sono aumentati qualitativamente e quantitativamente rispetto al passato. Oggi, gli investitori istituzionali sono maggiormente specializzati; tutto ciò a beneficio dell'impresa che potrà così ottenere vantaggi non solo dai contatti derivanti dal puro rapporto con il finanziatore ma anche dalla rete di cui esso fa parte. Al contrario, gli istituti di credito, non partecipano alla formulazione delle scelte strategiche dell'impresa e la remunerazione del loro capitale non dipende dai risultati gestionali ma viene stabilita sulla base di un piano di rimborso del capitale e degli interessi.

Tab. 1.1 – Confronto tra finanziamento con capitale di rischio e capitale di debito

	CAPITALE DI RISCHIO	CAPITALE DI DEBITO
ORIZZONTE TEMPORALE	Finanziamento a medio e lungo termine	Finanziamento a breve, medio e lungo termine
SCADENZA	Non prevede scadenze di rimborso ed il disinvestimento avviene, di norma, con cessione al mercato o a terzi, senza gravare l'impresa	Prevede precise scadenze di rimborso a prescindere dall'impresa
TIPOLOGIA	È una fonte flessibile utile per finanziare processi di crescita	È una fonte rigida di finanziamento, la cui possibilità di accesso è vincolata alla presenza di garanzie ed alla generazione di <i>cash flow</i>
REMUNERAZIONE	La remunerazione del capitale dipende dalla crescita del valore dell'impresa e dal suo successo	Richiede il pagamento regolare di interessi ed è garantito dal mantenimento del valore degli attivi
SERVIZI	L'investitore nel capitale di rischio può fornire consulenza strategica e finanziaria	L'assistenza fornita è esclusivamente di tipo accessorio al finanziamento

Fonte: AIFI, Guida pratica al capitale di rischio, www.aifi.it

Le problematiche inerenti al finanziamento si modificano in funzione della fase del ciclo di vita in cui si colloca l'impresa⁸.

⁸ Oltre alla mera componente finanziaria, è evidente che tutte le problematiche strategiche assumono un profilo totalmente diverso a seconda che si consideri un'azienda appena nata, dotata di poche persone, in un mercato in espansione, oppure ci si riferisca ad una società consolidata e operante da tempo, con prodotti maturi, in un settore stagnante.