

Quasi un terzo delle startup e pmi innovative italiane è partecipato con strumenti di Cvc

Corporate venture capital all'insegna dell'ottimismo

PAGINA A CURA
DI FEDERICO UNNIA

Quello del *Corporate Venture Capital* (CVC) è un fenomeno di investimento sempre più diffuso. Le grandi aziende vi ricorrono per aumentare la loro capacità di innovare, acquisendo dall'esterno competenze e tecnologie difficilmente costruibili in modo organico. Si tratta così di una nuova frontiera dell'innovazione, nella quale le grandi aziende giocano un ruolo fondamentale. Quasi un terzo delle startup e pmi innovative è partecipato da Corporate Venture Capital, per un totale di 5,3 mila imprese che generano 4,7 miliardi di euro di ricavi (il 45,6% del totale) (dati Osservatorio Open Innovation e Corporate Venture Capital 2023 di Asso-lombarda).

Come si muovono gli studi legali che presidiano il settore e con quali prospettive per il prossimo anno? «Per il 2024 il mercato del Venture Capital in Italia sarà in miglioramento rispetto al 2023», dice **Edoardo Canetta Rossi Palermo**, partner di **Chiomenti**. «La cautela degli investitori italiani persisterà, principalmente a causa dell'incertezza riguardante la crescita economica, l'inflazione e i tassi di interesse. Vediamo però un sano ecosistema con capacità imprenditoriali e tecniche molto elevate e capace di attrarre molti investitori stranieri, anche grazie a valorizzazioni a sconto rispetto agli altri Stati europei. Il settore dell'intelligenza artificiale (IA) si distinguerà sicuramente come quello di maggior interesse nel mondo del Venture Capital. Le strutture contrattuali, i modelli di valutazione delle startup/Pmi, i meccanismi di governance e di protezione degli investimenti nel Venture Capital presentano dinamiche molto specifiche e sono significativamente diversi rispetto a quelli tipici del Private Equity o dell'M&A. Gli studi devono essere dotati di competenze specifiche per gestire la velocità dei deal, comprenderne gli aspetti materiali, rimanere costantemente aggiornati sui meccanismi legali e, spesso, coordinare compagni sociali ampie per garantire una *execution* efficace. Questi aspetti rappresentano una sfida notevole per gli studi legali italiani. Dal punto di vista corporativo, la normativa attuale non costituisce un particolare ostacolo per il successo di un *deal* di Venture Capital nel mercato italiano. Sicuramente sarebbe

da estendere il *framework* normativo del diritto societario delle startup e pmi innovative a tutte le società di capitali

in genere, così da offrire maggior flessibilità a tutti gli operatori del mercato. Inoltre, si spera vengano adottate delle semplificazioni in merito all'utilizzo della firma digitale, così da estenderlo sulla falsariga delle esperienze degli altri Stati europei».

«Data la particolarità del fenomeno, non credo ci siano sue rappresentazioni particolarmente affidabili. Indicazioni interessanti sono in uno studio di McKinsey, recentemente presentato a una tavola rotonda che abbiamo organizzato con Italian Tech Alliance, Amcham e Innovup. I coinvestimenti CVC/CVC stanno aumentando e, qualitativamente, la compresenza dei due attori corrisponde a un maggiore successo dell'investimento», dice **Enrico Sisti**, partner di **Rucellai&Raffaelli**. «Sul mercato italiano non esistono delle pratiche consolidate, tanto che si considera Cvc qualsiasi investimento di una società di capitali in un'impresa innovativa. Il Cvc invece è un investimento che, individuata una logica di innovazione industriale della corporate, la persegue con strumenti e meccanismi da investimento finanziario. Dato il tipo di attività e lo stato di sviluppo, non

penso sia particolarmente utile ragionare in termini di significatività di operazioni, quanto di tendenze. E nel 2023 abbiamo visto soggetti importanti, come Terna, avviare o sviluppare un *Cvc arm*; oppure il diffondersi dell'approccio nel mondo *automotive*. Per l'Italia l'opportunità è creare filiere che vadano oltre la dimensione del distretto, potendo fruire di un contesto normativo più favorevole, come quello francese. Servono poi best practice, quanto alla struttura e all'organizzazione degli investimenti di Cvc, che orientino il mercato».

«Abbiamo assistito vari soggetti, sia nell'ambito di programmi di Cvc strutturati (il gruppo Iren con il programma IrenUp, di cui citiamo la recente acquisizione di Remat su cui abbiamo lavorato) sia società che hanno effettuato investimenti spot in ambito venture», dice **Riccardo Rossotto**, senior partner di **RPLT - RP LEGALITAX**. «Da anni abbiamo organizzato un gruppo di lavoro, di cui fanno parte tra gli altri **Luca Egitto**, **Marco Gardino** e **Stefano Chiarva** e il senior associate **Nicola Bernardi**, focalizzato sul settore venture, che si occupa sia di assistenza agli investitori sia ai founder/alle startup. Il nostro focus lato investitori sono le imprese che realizzano progetti di investimento in realtà in-

novative. Per questa ragione abbiamo anche sviluppato

una serie di relazioni professionali con incubatori e centri per l'innovazione delle imprese su tutto il territorio nazionale. Nell'ultimo anno abbiamo visto aumentare il numero delle start-up oggetto di interesse da parte di investitori industriali. Sebbene nel breve termine si noti un rallentamento delle operazioni e delle attività, a causa dell'aumento del costo del denaro, riteniamo che i gruppi industriali nel medio lungo periodo guarderanno con maggiore interesse al *venture* sia per diversificare la loro offerta sia per integrare quella innovazione tecnologica che talvolta non sono in grado di sviluppare internamente. Stiamo certamente entrando in una fase in cui i progetti saranno maggiormente selezionati e di conseguenza si «pulirà» anche il mercato da eventuali bolle speculative, ma nel medio lungo periodo crediamo molto nello sviluppo di iniziative di CVC».

Nell'assistenza a soggetti industriali che si affacciano al mondo del venture capital, un aspetto sfidante è trasferire la cultura del venture a realtà talvolta legate a schemi di investimento più tradizionale. «Nell'assistenza a founder e startup, l'esperienza ci ha insegnato che le nuove imprese hanno tutta una serie di biso-

gni legali, fiscali e contabili, soprattutto nella fase iniziale della loro attività quando, cioè, hanno meno risorse per poterli pagare. Abbiamo elaborato modelli con cui fornire tale assistenza, tenendo conto di un contesto iniziale di risorse ridotte» aggiunge **Rossotto**. «Sicuramente - prosegue - la normativa del 2012 in tema di startup innovative e le successive modifiche hanno dato un input importante al settore nel suo insieme. L'uso di strumenti fiscali che incentivino gli investimenti delle imprese nel settore venture non possono che avere una ricaduta positiva su tutto il sistema Paese nel suo insieme. Molto spesso la perdita della qualifica di pmi a seguito di investimenti di grandi aziende può essere problematico. Potrebbe valere la pena studiare un periodo «cuscinetto» per permettere alle startup di mantenere temporaneamente la qualifica anche a seguito di investimenti di grandi imprese. Lato startup, un incentivo e un aiuto a usufruire di servizi professionali qualificati sarebbe auspicabile, come quella che in passato fu studiata per le pmi italiane che si rivolgevano ai mercati esteri per le loro esportazioni».

Massimo Trentino, partner dello studio legale CMS ricorda alcune delle operazioni seguite negli ultimi 12 mesi tra cui l'assistenza in round di

importi rilevanti che hanno coinvolto Unicorni, sia in round di early stage tra cui *Baillie Gifford lead investor* nel round d'investimento da 100 milioni di euro di *Bending Spoons* (startup italiana leader mondiale nello sviluppo e nella commercializzazione di applicazioni per dispositivi mobili con oltre mezzo miliardo di utenti) sia a *Tim* e *Tim Ventures* nel round di serie D di *Satispay*, innovativa società fintech italiana attiva nel settore del mobile payment per un valore complessivo pari a circa 300 milioni di euro. «In un contesto globale di incertezza, prevediamo un anno di crescita e consolidamento per il mercato in Italia grazie anche alla consolidata collaborazione tra fondi di venture capital e business angels. Nel 2024 ci aspettiamo che, dopo il calo del 2023, vi sia un nuovo aumento degli investimenti nelle fasi di «late» stage. Nel 2024 auspichiamo che il mercato italiano si allinei sempre di più a quello dei principali Paesi europei (Regno Unito, Francia e Germania), grazie anche alle risorse del Pnrr destinate a transizione energetica e digita-



Sempre più investitori specializzati puntano pmi innovative

le. Notiamo inoltre un'espansione del c.d. corporate venture capital da parte di grandi aziende». Quali interventi adottare per rendere più efficace il mercato? «Una difficoltà che abbiamo riscontrato, in qualità di consulenti legali di start-up, concerne le condizioni economiche che vengono dettate unilateralmente dai principali programmi di accelerazione, italiani ed esteri, di natura pubblica e privata, che molto spesso rischiano di avere costi troppo elevati per le start-up. Di recente abbiamo elaborato una tabella di comparazione dove è evidente che i costi sono elevati e che non esiste uno standard di mercato», aggiunge Trentino. «Per incentivare il ricorso al venture capital a nostro avviso è necessario modificare le norme al fine di semplificare gli adempimenti burocratici: recentemente un investitore americano mi chiedeva come mai per un semplice adempimento è richiesta una procura notarile, apostillata e tradotta che richiede a volte più una settimana mentre loro sono abituati a fare tutto digitalmente con un click».

«Abbiamo accompagnato sia investitori privati che istituzionali, ma anche startup con una lunga storia di operatività o di recente costituzione, per la chiusura di round Pre-Seed e Serie A», dice **Sergio Anania**, partner dello Studio Legale Withers. «Significativa è stata anche l'attività di assistenza svolta in favore dei percorsi di accelerazione nonché di *legal mentoring* nei confronti delle realtà più piccole, appena affacciate sul mercato. I settori di attività e di investimento sono stati diversi; si spazia dal settore tech al medico, dall'economia marina al life science. Ultimamente stiamo assistendo una startup che intende sviluppare un bioreattore e su cui intravediamo davvero grandi potenzialità di sviluppo, per l'importante impatto che esso potrà avere sui processi produttivi delle aziende. Capita spesso di ricevere manifestazioni di interesse da parte di società ed investitori italiani, basati all'estero, che intendono rientrare nel mercato italiano con nuovi progetti di investimento e sviluppo. Un'importante leva attrattiva è svolta dal Cdp Venture Capital SGR, che grazie a vari Fondi, investe nelle startup con un approccio molto attento al rendimento dell'investimento e, quindi, alla crescita del sistema Paese. Non è semplice operare in una realtà quale quella del Venture Capital, che richiede, da un lato, costi competitivi (soprattutto in una fase Pre-Seed e Seed, ove la liquidità serve soprattutto per avviare il business), dall'altro, un alto livello di attenzione al dettaglio e alla struttura giuridica dell'operazione, che molto spesso coinvolge il legale in un'attenta attività di coordinamento tra i nuovi accordi ed i

patti di investimento già negoziati, con diritti acquisiti non difficilmente rinunciabili. Per questo motivo, abbiamo avviato con altri studi internaziona-

li operanti nel settore del Venture Capital, un'attività di standardizzazione dei documenti».

«Lo Studio ha seguito diverse operazioni, che rivestono natura confidenziale, di corporate venture capital», dice **Paolo Manzoni**, junior partner di **PedersoliGattai**. «Il 2024 sarà sfidante e, anche in considerazione di una auspicata normalizzazione dei mercati e dei tassi, possa essere un periodo di crescita e consolidamento per il settore attraverso la realizzazione di operazioni volte a realizzare una importante espansione delle opportunità di investimento e ottimizzazione delle sinergie». Passando alla consulenza, Manzoni aggiunge: «La consulenza legale in materia di Cvc si caratterizza per essere delicata perché accanto alle classiche tematiche che si pongono in materia di venture capital (necessità di inserire protezioni che consentano il disinvestimento e un efficiente bilanciamento tra «supporto» e «autonomia» nelle decisioni) vi sono problematiche connesse alla potenziale natura di competitor che possono avere le parti. Si pone la necessità di regolare efficacemente possibili conflitti di interessi, la disciplina della concorrenza (e gli eventuali rimedi nel caso in cui vi siano problemi in costanza di rapporto) e la protezione delle informazioni sensibili (pensiamo ad esempio a eventuali segreti industriali). Esigenze che devono essere legalmente presidiate. Come sempre la previsione di incentivi fiscali è importante così come la previsione di regole che facilitino e incentivino operazioni sul capitale. Ciò posto, al di là di nuove norme, credo che sia importante garantire una coerente applicazione delle disposizioni e delle regole in essere, dando certezza di applicazione del diritto in coerenza con interpretazioni consolidate. Uno degli aspetti che sono sempre complessi da spiegare ai Clienti, specie se stranieri, attiene alla possibile aleatorietà connessa alla interpretazione di talune disposizioni e alle modifiche che spesso vengono apportate alle regole successivamente

alla loro applicazione».

«I professionisti di Orrick hanno seguito svariate operazioni in ambito open innovation e corporate venture capital in numerosi settori, tra cui life science, fintech, new space, tech advertising e digital transformation» ricorda **Carlo Trucco**, partner del dipartimento Technology Companies Group di **Orrick Italia**. «Il Cvc è un settore in corso di sviluppo nel mercato italiano, dove la maggior parte degli operatori si sono mossi successivamente rispetto a quelli operanti in altre nazioni europee ed extraeuropee (spesso agevolati da rilevanti misure di supporto pubblico). Ci aspettiamo una complessiva crescita del mercato, auspicando altresì l'adozione di misure di supporto e incentivazione degli investimenti nell'innovazione. Le operazioni di corporate venture capital presentano aspetti di significativa complessità, in

assenza di una reale standardizzazione del settore, in particolare nell'ambito di operazioni nazionali. Rilevano sia gli aspetti contrattuali tipici del venture capital, generalmente caratterizzato da investimenti di minoranza, sia, in molti casi, quelli caratteristici della prassi M&A. Nel Cvc, un investitore può avere finalità differenti o ulteriori rispetto a quelle di un operatore finanziario. Ad esempio, potrebbe esservi interesse ad integrare nel proprio gruppo la società o la tecnologia oggetto dell'investimento, quale alternativa ad una procedura di exit classica. Sulla scorta dell'esperienza maturata e dei risultati raggiunti in altre nazioni (non ultima la Francia), risulta fondamentale potenziare e coordinare il sistema di incentivazione degli investimenti nel settore tech e innovazione, con misure quali agevolazioni ed incentivi fiscali, facilitazione dell'accesso al credito e destinazione di risorse ai fondi che investono in start-up e in pmi operanti nei settori strategici per la crescita e competitività del nostro Paese».

«Nel corso del 2024 ci aspettiamo un consolidamento del mercato VC in Italia che nel terzo trimestre del 2023 ha visto una crescita della raccolta, in controtendenza rispetto ai principali Paesi europei rispetto ai quali tuttavia scontiamo ancora un divario importan-

te», dicono **Giacomo Gitti**, partner, e **Paolo Guaragnella**, counsel di **Legance**, studio che ha fornito assistenza a **Eni Next** come lead investor nel Round B di **Energy Dome** e nel suo investimento in **BeDimensional** e **Camfin Alternativi Asset** nel suo investimento in **Car-x**. «Questo trend ci fa quindi ipotizzare di essere sulla strada giusta come sistema paese, come testimoniato anche dal numero di operazioni registrate e dal crescente interesse di investitori stranieri. Riscontriamo tuttavia la non piena maturità del mercato italiano si riflette in una limitata possibilità di ricorrere a standard di riferimento, lasciando ampio spazio alla creatività delle singole parti, ancorché questo aspetto possa essere di grande stimolo per i professionisti. È compito anche degli studi legali di creare le migliori prassi e contribuire allo sviluppo del mercato e in questo senso vediamo che alcune prassi consolidate si stanno affermando anche nel nostro paese. La normativa italiana, ormai da un decennio, ha fatto grandi passi in avanti ed è ormai particolarmente favorevole agli stakeholders di start-up e pmi innovative. Inoltre, è in corso una revisione della disciplina fiscale di settore che potrebbe dare ulteriore stimolo agli investimenti».

«Le difficoltà principali sono a livello di linguaggio e comunicazione con il cliente e di remunerazione», dice **Giovanni Mercanti**, partner di **Mercanti e Associati Studio legale tributario**. «Sotto il primo profilo si presenta spesso la difficoltà di interfacciarsi

con imprenditori molto giovani, che hanno tutti conoscenza dello schema e dei meccanismi di massima di queste operazioni, ma con livelli di preparazione sui fondamenti giuridici e finanziari molto diversi. Se vi è chi ha approfondito anche molto bene, vi è pure chi non lo ha fatto, considerando questi temi e i servizi di consulenza che li riguardano asset del tutto secondari. Ne consegue una scarsa attenzione cui non sempre è facile rimediare. Quanto alla remunerazione, sia il set up iniziale delle società che saranno in futuro oggetto di operazioni di venture capitale sia le operazioni stesse, soffrono, almeno in alcuni casi, di un'in-

congruenza tra, da un lato, il taglio dell'operazione (per dimensione e redditività, che ovviamente non esiste nell'immediato) e, dall'altro lato, la qualità relativamente complessa della consulenza richiesta. Non è sempre facile trovare un punto di equilibrio. Occorrerebbe un approccio di compartecipazione, non semplice, anche per limitazioni regolamentari. A livello normativo, gli interventi legislativi con finalità incentivante non sono mancati. Un allargamento ulteriore delle maglie per stock option e carried interest potrebbe essere utile, considerata la necessità insita in questi progetti di spostare la remunerazione degli stakeholder sulla crescita di valore futura. Come sempre, è importante capire cosa il cliente fa e come lo fa, per individuare e, conseguentemente, soddisfare, le sue esigenze di tutela legale».

Anche lo **Studio Russo De Rosa Associati** è stato particolarmente attivo nel settore del Venture Capital nel corso dell'intero 2023. Le operazioni seguite sono state più di 20, delle quali le principali (per importi o rilevanza) sono i round 2023 di equity di **Bending Spoons S.p.A.** (uno dei principali sviluppatori di mobile app al mondo), il seed round di **Exor Seed** in **Nebulu** (una delle più promettenti realtà italiane nel settore dell'intelligenza artificiale) e il primo round di investimento di **Academia** (la Netflix dei corsi di cucina). «Il nostro outlook è che anche il 2024 continuerà ad essere un anno di crescita dell'intero segmento del Venture Capital in Italia», dice **Andrea De Panfilis**, equity partner di **Russo De Rosa Associati**. «Questo fenomeno è a nostro avviso guidato dai seguenti driver: il sempre maggior numero di investitori nel mercato italiano, sia fondi VC stranieri sia nuovi VC italiani (è di pochi giorni fa la notizia che anche **21Investimenti** ha lanciato 2100 VC); il costante incremento delle start-up e PMI innovative nel nostro mercato e la presenza di valutazioni pre-money più basse rispetto a quelle di altre giurisdizioni e, quindi, la chance per gli investitori di portare a casa dei cash on cash o internal rate of return maggiori rispetto all'estero. Infine credo che il contesto normativo (legale e fiscale) previsto per l'esiste-

ma start-up innovative e PMI innovative è tutto sommato piuttosto evoluto. Occorre lavorare, mediante lobbying istituzionale (lavoro che tramite AIFI il nostro Studio fa da tempo), per approvare norme più chiare e strumenti più flessibili per gli operatori».

© Riproduzione riservata

Supplemento a cura
di Roberto Miliacca
rmiliacca@italiaoggi.it
e Gianni Macheda
gmacheda@italiaoggi.it



Edoardo Canetta



Enrico Sisti



Riccardo Rossotto



Massimo Trentino



Sergio Anania



Paolo Manzoni



Carlo Trucco



Giacomo Gitti



Giovanni Mercanti