



**Regolamento  
del Patrimonio Destinato  
costituito da Veneto Sviluppo per  
la realizzazione di interventi nel capitale di  
rischio di PMI Venete**

---





## Indice

<b>Premessa</b>	<b>3</b>
<b>Oggetto del Patrimonio Destinato</b>	<b>3</b>
<b>Eventuali apporti di terzi</b>	<b>3</b>
<b>Durata del Patrimonio Destinato</b>	<b>4</b>
<b>Gestione del Patrimonio Destinato</b>	<b>4</b>
<b>Comitato Tecnico Consultivo</b>	<b>4</b>
<b>Politica e strategia di investimento</b>	<b>5</b>
<b>Deal flow (flusso delle opportunità di investimento)</b>	<b>6</b>
<b>La valutazione delle opportunità di investimento</b>	<b>7</b>
<b>Processo di selezione delle opportunità di investimento</b>	<b>8</b>
› Adozione del modello di rating	8
› Step 1: screening	8
› Step 2: valutazione del business plan	9
› Step 3: due diligence	11
<b>Closing</b>	<b>12</b>
<b>Gestione della partecipazione</b>	<b>13</b>
<b>Attività di controllo e monitoraggio</b>	<b>13</b>
<b>Il disinvestimento</b>	<b>13</b>
› Il riacquisto della partecipazione da parte dei soci e/o del gruppo imprenditoriale originario (buy back)	14
› La cessione ad una società terza o ad un investitore istituzionale	14
› La quotazione in Borsa	14
<b>Informativa</b>	<b>16</b>
<b>Allegato 1 – Documentazione obbligatoria</b>	<b>17</b>
<b>Allegato 2 – Metodo di valutazione economico - finanziaria</b>	<b>18</b>



## Premessa

La creazione di valore nelle PMI difficilmente può prescindere da processi di crescita dimensionale, di struttura o di passaggi generazionali, che necessitano di idonee soluzioni finanziarie nonché di adeguata professionalità nella realizzazione delle operazioni più complesse o di più lunga durata. Veneto Sviluppo, pertanto, si propone di offrire un'ulteriore opportunità al supporto dell'economia del Veneto mediante uno strumento finanziario articolato di partecipazione al capitale di rischio, il cui funzionamento è disciplinato dal presente documento.

Tale strumento si pone un duplice obiettivo. Da un lato, vuol essere un importante stimolo per la crescita delle piccole e medie imprese regionali; dall'altro, intende stimolare l'apertura del capitale locale ai mercati finanziari.

Il presente Regolamento, pertanto, ha lo scopo disciplinare le modalità e le regole di impiego del Patrimonio Destinato costituito da Veneto Sviluppo e finalizzato all'assunzione di partecipazioni minoritarie e temporanee al capitale di rischio di PMI situate nel territorio regionale. Il Patrimonio Destinato è costituito in seno a Veneto Sviluppo ai sensi dell'art. 2447-bis del Codice Civile ed è composto dalle risorse che Veneto Sviluppo ha stabilito di riservare all'iniziativa.

Peraltro, in considerazione del ruolo particolare che Veneto Sviluppo, in quanto finanziaria regionale, è chiamata a svolgere nel panorama economico e finanziario della Regione del Veneto, la costituzione del Patrimonio Destinato risulta essere funzionale al perseguimento di una serie di obiettivi che l'ente territoriale di riferimento ha compiutamente individuato nei suoi documenti di programmazione e, in particolare, nel Piano Regionale di Sviluppo e nei Documenti di Programmazione Economica e Finanziaria (DPEF). Nello specifico, costituisce obiettivo del Patrimonio Destinato incrementare le potenzialità delle linee d'azione finalizzate allo sviluppo economico del territorio, promosse dalla Regione del Veneto con la Legge Regionale n. 19/2004 ("Interventi di ingegneria finanziaria per il sostegno e lo sviluppo delle PMI"). Tale obiettivo verrà perseguito promuovendo la nascita di uno strumento finanziario più ampio ("Fondo"), comprendente il Patrimonio Destinato e le risorse eventualmente ad esso associate con un contratto di Associazione in Partecipazione ex art. 2549 c.c.. Il funzionamento del Fondo sarà disciplinato dal presente Regolamento, che verrà pertanto integralmente mutuato.

## Oggetto del Patrimonio Destinato

Il Patrimonio Destinato ha per oggetto l'assunzione di partecipazioni e cioè l'acquisizione, detenzione e gestione dei diritti, rappresentati o meno da titoli, nel capitale di società aventi forma giuridica di "società di capitale", aventi sede e/o stabilimento principale nella Regione del Veneto.

Veneto Sviluppo svolge l'attività tipica di una merchant bank (apporto di capitale di rischio tramite l'acquisizione temporanea di parte del capitale di una società) e, come tale, si adopera per perseguire, nel medio periodo, un incremento del valore della partecipazione detenuta e, conseguentemente, un'adeguata remunerazione dell'investimento effettuato.

## Eventuali apporti di terzi

I terzi possono apportare risorse al Patrimonio Destinato attraverso un contratto di Associazione in Partecipazione.

Poichè gli obiettivi del Patrimonio Destinato consentono, di fatto, di incrementare le potenzialità delle linee d'azione finalizzate allo sviluppo economico del territorio, promosse dalla Regione del Veneto con la Legge Regionale n. 19/2004 ("Interventi di ingegneria finanziaria per il sostegno e lo sviluppo delle PMI"), al Patrimonio Destinato potranno quindi essere associate ulteriori risorse conferite da parte della Regione medesima ovvero da altri investitori privati (come ad esempio: Banche, Associazioni di Categoria, Fondazioni).



Il Patrimonio Destinato, pertanto, svolgerà il ruolo di catalizzatore nella creazione di uno strumento finanziario più ampio ("Fondo"), che si uniformerà integralmente agli obiettivi, alle regole d'impiego delle risorse ed alle modalità di realizzazione degli interventi individuate nel presente Regolamento.

La partecipazione della Regione del Veneto e degli altri investitori privati alle iniziative del Patrimonio Destinato sarà, dunque, disciplinata mediante uno specifico contratto di Associazione in Partecipazione, che andrà a disciplinare le modalità di conferimento degli eventuali apporti di terzi, le modalità di controllo sulla gestione delle risorse e di partecipazione ai risultati dell'iniziativa.

## **Durata del Patrimonio Destinato**

La durata del Patrimonio è fissata, salvo scioglimento anticipato dello stesso, in 10 anni decorrenti dal sessantesimo giorno successivo all'iscrizione della delibera di istituzione del Patrimonio Destinato nel registro delle imprese. La durata, tuttavia, si intende automaticamente prorogata fino al completo smobilizzo delle partecipazioni assunte.

## **Gestione del Patrimonio Destinato**

Nella gestione del Patrimonio Destinato, Veneto Sviluppo si avvale anche del contributo di un apposito Comitato Tecnico Consultivo cui saranno assegnati i compiti dettagliati nel paragrafo seguente.

Qualora al Patrimonio Destinato vengano associate ulteriori risorse, dando così luogo alla creazione di un "Fondo", queste saranno gestite da Veneto Sviluppo in quanto soggetto associante. Per tale attività, potrà essere riconosciuta a Veneto Sviluppo una commissione di gestione annua calcolata in ragione degli importi investiti e determinata assumendo come base di calcolo il totale investito (inteso come il costo degli investimenti), come risultante al 31 dicembre di ciascun anno.

La commissione viene calcolata nella misura massima del 2,5% del totale investito per anno solare per ciascuno dei primi due anni di attività del "Fondo" e dell'1,5% del totale investito per anno solare per ciascun anno a partire dal terzo. Nel primo e nell'ultimo anno di attività la commissione viene raggugliata ai giorni. La commissione di gestione verrà addebitata al "Fondo" nella misura massima sopra indicata, ridotta dei costi e delle spese di gestione del "Fondo". La commissione di gestione non verrà addebitata al "Fondo" qualora i costi e le spese di gestione dello stesso fossero superiori alla misura massima di commissione addebitabile. Per costi e spese di gestione del "Fondo" si intendono le spese di funzionamento del Comitato Tecnico Consultivo ed i costi e le spese strettamente correlati alle operazioni di investimento e disinvestimento fra cui, a titolo esemplificativo, ma non esaustivo: consulenze, costi per analisi e valutazioni, costi per *due diligence* e legali.

## **Comitato Tecnico Consultivo**

Nell'attività di gestione, Veneto Sviluppo istituisce un Comitato Tecnico Consultivo formato da 5 membri con specifica esperienza in attività di valutazione e di analisi di investimenti, con il compito di analizzare gli esiti del processo di selezione e di esprimere il proprio parere motivato e non vincolante in merito:

- > all'opportunità di attivare una valutazione approfondita dell'investimento (due diligence);
- > alla decisione di investimento o disinvestimento proposta.

Al fine di garantire adeguata rappresentatività a tutti gli Associati, verrà introdotto un principio di rotatività dei componenti del Comitato.



Il Comitato si riunisce ogniqualvolta sia necessario in funzione delle esigenze connesse alla gestione del Patrimonio Destinato. La convocazione viene effettuata a mezzo telefono, per consegna brevi manu o servizio corriere oppure viene inviata via fax o altro mezzo elettronico a ciascun membro del Comitato almeno cinque giorni lavorativi prima della data stabilita per la riunione.

Le riunioni del Comitato si ritengono validamente costituite ove vi partecipi la maggioranza dei membri in carica (quorum costitutivo).

Le decisioni del Comitato vengono assunte a maggioranza dei membri presenti in una riunione validamente costituita (quorum deliberativo). Se un membro del Comitato si trova in una posizione di conflitto di interesse con le attività del Patrimonio Destinato, ne informa gli altri partecipanti e si astiene dal partecipare alla votazione. I membri che si trovano in una posizione di conflitto di interesse non vengono computati ai fini della determinazione dei quorum (costitutivo e deliberativo). Dei lavori del Comitato viene redatto apposito verbale.

I pareri espressi dal Comitato non hanno efficacia vincolante rispetto alle deliberazioni sulle proposte di Investimento / Disinvestimento che il Consiglio di Amministrazione di Veneto Sviluppo sarà tenuto ad assumere, potendo quindi decidere il Consiglio di Amministrazione in totale autonomia.

Nella formulazione del proprio parere, il Comitato si deve esprimere anche in merito alla presenza e alla rilevanza di interessi in conflitto.

Qualora al Patrimonio Destinato vengano associate ulteriori risorse, dando così luogo alla creazione di un "Fondo", il Comitato Tecnico Consultivo assumerà anche il ruolo di Comitato Tecnico Consultivo del Fondo. In tal caso, almeno 3 dei suoi membri dovranno essere nominati tra soggetti segnalati dagli Associati.

## Politica e strategia di investimento

Trattandosi di attività di merchant banking, la finalità perseguita dagli interventi del Patrimonio Destinato è di duplice natura:

- > promuovere lo sviluppo economico e sociale delle imprese del Veneto attraverso una valorizzazione del tessuto industriale e manageriale;
- > favorire lo sviluppo economico della società partecipata e la crescita di valore della stessa, così da garantire il conseguimento nel medio periodo di un incremento del valore della partecipazione detenuta ed una remunerazione adeguata, al momento della cessione, dell'investimento effettuato.

Il Patrimonio Destinato opera acquisendo partecipazioni in PMI facenti parte del tessuto economico ed imprenditoriale del territorio del Veneto.

Gli investimenti riguardano essenzialmente piccole e medie imprese<sup>1</sup>, del settore industriale, manifatturiero e dei servizi, avendo cura di strutturare il portafoglio delle partecipazioni applicando opportuni criteri di diversificazione dei rischi.

Indicativamente il portafoglio partecipativo sarà costituito per il 75/80% da operazioni di expansion capital e per il 20/25% da operazioni di early stage<sup>2</sup>. Le operazioni di early stage - avendo ad

<sup>1</sup> La definizione di "Piccola e Media Impresa" è quella adottata con Decreto Ministeriale 18 aprile 2005 "Adeguamento alla disciplina comunitaria dei criteri di individuazione di piccole e medie imprese", che recepisce la disciplina comunitaria in materia.

<sup>2</sup> Si definisce:

- l'investimento expansion capital come investimento in capitale di rischio effettuato nelle fasi di sviluppo dell'impresa, realizzato attraverso un aumento di capitale e finalizzato ad espandere (geograficamente, merceologicamente, ...) un'attività già esistente;
- investimento in early stage quale 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: per seed si intende la primissima fase di sperimentazione dell'idea di impresa, quando è ancora da dimostrare la validità tecnica del prodotto/servizio mentre per start up si intende la fase di avvio di un'attività imprenditoriale, quando non si conosce ancora la validità commerciale del prodotto/servizio, ma esiste già almeno un prototipo).



oggetto società caratterizzate da un'attività allo stadio iniziale - comportano un rischio più elevato; dovrà, pertanto, essere ragionevolmente prevedibile un favorevole rapporto rischio/rendimento.

Non verrà attuata una particolare specializzazione per settori economici allo scopo di non introdurre elementi di rigidità nella determinazione degli investimenti da realizzare.

In conformità ad una consolidata prassi comunemente adottata dagli operatori di mercato, la scelta delle società in cui investire avviene, di massima, in base ai seguenti criteri:

- > imprese di piccole-medie dimensioni, ben gestite, con una valida guida imprenditoriale, una struttura organizzativa di elevata professionalità, economicamente sane e patrimonialmente e finanziariamente equilibrate, soprattutto dotate di interessanti prospettive di sviluppo in termini di fatturato e di margini reddituali e significativa capacità di generare cash flow;
- > società a gestione familiare che devono affrontare il problema del ricambio generazionale o imprenditoriale;
- > società che presentano caratteristiche idonee alla realizzazione di operazioni di leverage buy out anche facendo leva sull'intervento di managers esterni o interni alla società partecipata (management buy in o buy out<sup>3</sup>);
- > per quanto concerne le imprese nella fase di early stage è fondamentale la presenza di un management capace e di un business plan analitico che evidenzii le strategie di mercato innovative, quale garanzia di un potenziale livello di sviluppo compatibile con le dinamiche del mercato di riferimento (sarà necessario che il piano di sviluppo di tali società sia stato analizzato e suffragato da soggetti specializzati).

Anche se il Patrimonio Destinato avrà principalmente il ruolo di *lead investor* (investitore che assume il ruolo di leadership), non è esclusa la possibilità di realizzare investimenti in compartecipazione (operazioni in pool), al fine sia di consolidare le relazioni esistenti con i principali operatori bancari e finanziari, sia di diversificare il rischio connesso alle operazioni, promuovendo quindi l'apporto di capitali privati. Ciò anche qualora al Patrimonio Destinato vengano associate ulteriori risorse, dando così luogo alla creazione di un "Fondo": in tal caso, infatti, gli investimenti in compartecipazione verranno effettuati dal "Fondo" medesimo.

## Deal flow (flusso delle opportunità di investimento)

L'attività di assunzione di partecipazioni presuppone, per il conseguimento di un'ottimale composizione del portafoglio di investimento, un adeguato *deal flow* - ovverosia il flusso di opportunità esaminate dall'investitore - sia in termini di opportunità di investimento sia in relazione ai requisiti ottimali che compongono il *benchmark* (portafoglio di partecipazioni) ideale di ogni investitore.

A tal proposito - nonostante vi sia un flusso consistente di proposte di investimento spontanee provenienti da imprenditori e/o *managers* - viene adottato un approccio proattivo e strutturato nell'alimentazione del *deal flow*, al fine di selezionare le opportunità di investimento più coerenti con le finalità del Patrimonio Destinato.

Un canale privilegiato di *deal flow* sono le Associazioni di Categoria per le operazioni di *expansion capital* e le istituzioni che favoriscono lo sviluppo di prodotti a contenuto sempre più tecnologico per le operazioni di *early stage*.

<sup>3</sup> *Management buy-in (MBI)*: acquisizione del pacchetto di controllo di una società da parte di un gruppo di manager esterni alla stessa, effettuata ricorrendo ad un finanziamento.

*Management buy-out (MBO)*: o acquisizione dall'interno: acquisizione del pacchetto di controllo di una società da parte dei suoi dirigenti, effettuata ricorrendo ad un finanziamento esterno, offrendo in garanzia le attività dell'impresa; non è altro che un LBO effettuato dal management della società.



Tutte le operazioni esaminate vengono protocollate in ordine cronologico di arrivo in un apposito libro.

Qualora al Patrimonio Destinato vengano associate ulteriori risorse, dando così luogo alla creazione di un "Fondo", per ciascuna operazione presentata da parte dei soggetti facenti parte il *network* di relazioni (Banche, Associazioni di Categoria, Fondazioni ed altre istituzioni) che andrà a buon fine, il "Fondo" potrà riconoscere una commissione commerciale (*success fee*) il cui importo verrà definito nell'ambito di uno specifico accordo tra le parti (c.d. "convenzione commerciale").

## La valutazione delle opportunità di investimento

La verifica del coinvolgimento finanziario richiesto dall'operazione costituisce la fase propedeutica alla valutazione delle opportunità di investimento da realizzare con il Patrimonio Destinato.

È opportuno, infatti, considerare una soglia minima e una soglia massima di investimento in relazione alle quali considerare tutti gli altri aspetti dell'investimento prospettato.

In particolare:

- › la soglia minima dell'investimento non deve essere di importo troppo limitato (scarsa convenienza), in quanto si devono comunque affrontare una serie di costi che si possono considerare come fissi (*due diligence*, monitoraggio, supporto manageriale alla partecipata);
- › è importante individuare un livello massimale di intervento sia per ragioni dipendenti dai limiti insiti nella quantità di capitali disponibili - e dunque investibili - sia per mantenere un certo equilibrio all'interno del portafoglio partecipativo, che se diversificato risulta meno esposto a rischi rispetto ad un portafoglio caratterizzato da poche partecipazioni di importo elevato.

Indicativamente l'importo di ciascuna partecipazione assunta sarà compreso tra 500 mila Euro (come valore minimo) e 3 milioni di Euro (come valore massimo).

Investimenti di importo superiore ai 3 milioni di Euro saranno possibili solo in via eccezionale, dopo lo svolgimento di una valutazione adeguata in relazione al profilo di rischio, alla diversificazione del portafoglio partecipativo detenuto, alla redditività potenziale dell'operazione e al tempo di rientro e, comunque, alle garanzie che li assistono.

Ogni singola operazione non dovrà superare il 15% del totale del Patrimonio Destinato, avendo sempre cura dei limiti imposti dalla normativa di vigilanza. Qualora al Patrimonio Destinato vengano associate ulteriori risorse, dando così luogo alla creazione di un "Fondo", tale limite si intende riferito alle risorse del "Fondo".

Per definire le modalità secondo le quali compiere le scelte di investimento, infine, è necessario tenere presente che l'obiettivo caratterizzante l'attività di assunzione di partecipazioni è rappresentato dalla possibilità di ottenere elevati tassi di rendimento dall'investimento e, contestualmente, di assicurare - con un certo grado di sicurezza - la possibilità di disinvestimento che rende la partecipazione liquidabile senza eccessive difficoltà.

Conformemente a quelle che sono le procedure operative comunemente adottate dagli operatori del settore, Veneto Sviluppo effettua un'attenta selezione delle opportunità di investimento, così da escludere *ab origine* operazioni considerate potenzialmente non remunerative.

In caso di investimenti in compartecipazione riguardanti opportunità proposte da operatori bancari e finanziari la selezione risulta più agevole, essendo noto che tali operatori sono orientati a soggetti dotati di una buona capacità di generare cash e di un basso livello di rischio.

Il processo di selezione che consente di maturare la scelta di effettuare o meno un investimento è articolato in più steps, necessari per valutare gli aspetti caratteristici dell'operazione. Il processo di selezione si basa sull'analisi e sulla valorizzazione di un set comune di indicatori, eventualmente



integrato dall'analisi di elementi ritenuti particolarmente significativi in funzione della tipologia e della natura dell'intervento. Tale processo, qualora ritenuto necessario o opportuno in considerazione di aspetti specifici che caratterizzano l'operazione, potrà essere completato dallo svolgimento di una *due diligence*.

## ***Processo di selezione delle opportunità di investimento***

### **> Adozione del modello di rating**

Tutti gli elementi analizzati nel corso del processo di selezione delle opportunità di investimento vengono sintetizzati in un documento denominato "Modello di rating", articolato come segue:

- a) Rating "Proponente": sintetizza le valutazioni espresse in ordine a: solidità di bilancio, adeguatezza struttura organizzativa, *track record* dei managers, risultati ottenuti dalla società target (non solo economico/finanziari);
- b) Rating "Progetto": sintetizza le valutazioni espresse in ordine agli aspetti riguardanti il progetto imprenditoriale quali, a titolo esemplificativo ma non esaustivo: le prospettive di sviluppo economico/finanziario, le strategie del management, le modalità attraverso cui saranno perseguiti i risultati economici prefissati (marketing, nuovi mercati, acquisizioni), il mercato di riferimento, il vantaggio competitivo del business e la capacità di difenderlo nonché tutti gli elementi specifici emersi dalla due diligence, compresi i rischi potenziali dell'operazione;
- c) Rating "Operazione": sintetizza le valutazioni espresse in ordine ad elementi significativi dell'operazione quali, a titolo esemplificativo ma non esaustivo: la liquidabilità dell'investimento, le ipotesi di rivalutazione dello stesso, la natura dei soggetti che l'hanno proposto o che ne sostengono la validità, la compartecipazione di altri soggetti all'investimento, la possibilità di ottenere una presenza qualificata nella governance ed altri elementi rilevanti che emergono dall'iter valutativo.

Il "Modello di rating", in caso di acquisizione della partecipazione, viene sottoposto a periodico aggiornamento e rappresenta, pertanto, un valido riferimento anche nello svolgimento delle attività di gestione.

Il "Modello di rating" costituisce, pertanto, uno strumento di sintesi allo scopo di meglio illustrare i risultati del processo di selezione delle opportunità di investimento ovvero l'andamento dell'investimento effettuato. A tal fine, il livello di bontà dell'operazione nel suo insieme ovvero il "grado di salute" dell'investimento vengono sintetizzati in un unico indicatore espresso in termini percentuali: più alto è il valore percentuale, migliore è la valutazione complessiva.

### **> Step 1: screening**

In questo step vengono valutati, sulla base delle informazioni disponibili (bilanci, reports e quant'altro pubblicamente disponibile o reperibile presso le fonti societarie), elementi quali: la localizzazione geografica della società obiettivo, il settore di attività ed il tipo di prodotto / servizio offerto (analizzando a tal fine anche la tecnologia impiegata, la brevettabilità, la sussistenza di elementi di leadership di differenziazione o di costo), la "salute" economico - finanziaria della società target.

Perché lo step venga positivamente superato è necessario che le società target:

- > siano costituite nella forma giuridica di "società di capitali";
- > abbiano sede e/o stabilimento principale ubicati nel territorio della Regione del Veneto;
- > presentino la documentazione richiesta così come dettagliata in Allegato 1;
- > siano economicamente e finanziariamente sane (nell'Allegato 2 viene illustrato il metodo di valutazione che verrà utilizzato per la verifica dell'equilibrio economico - finanziario, che



costituisce condizione necessaria - anche se non sufficiente - per proseguire nell'analisi. Tale strumento permette, da un lato, di evidenziare società che presentano situazioni economico/patrimoniali critiche e, dall'altro, di assegnare un primo indicativo rating utile nelle fasi di analisi successive);

- > siano ben gestite e dotate di un'efficiente guida imprenditoriale, con un gruppo dirigente di elevata professionalità;
- > siano dotate di interessanti prospettive di sviluppo in termini di fatturato e di margini reddituali e significativa capacità di generare cash flow;
- > siano in grado di assicurare - direttamente e/o indirettamente - idonea uscita dall'investimento (way out);
- > in caso di società target nella fase "early stage", il business plan presentato (come richiesto dall'Allegato 1) deve essere avvalorato da un operatore specializzato. Investimenti in tali società implicano, infatti, un maggior grado di aleatorietà: in mancanza di dati storici sull'impresa target, risulta quindi necessario valutare la bontà della *business idea*, del progetto e le capacità dell'imprenditore e/o del management.

La conclusione dello Step 1 con valutazione negativa determina la conclusione del processo di selezione, che viene comunicata per iscritto alla società target ed agli eventuali operatori bancari e finanziari proponenti.

La conclusione dello Step 1 con valutazione positiva determina l'avvio dello Step 2.

### > **Step 2: valutazione del business plan**

Nel secondo step le proposte d'investimento vengono vagliate con maggiore rigore analitico in relazione ai seguenti elementi chiave: analisi dell'ampiezza del mercato di sbocco e del suo sviluppo, risultati economico - finanziari attesi, ammontare dell'investimento richiesto.

Particolare attenzione viene dedicata all'analisi dei seguenti aspetti:

- d) l'imprenditore e il management team: in considerazione del fatto che la competenza e l'esperienza del management della società target sono cruciali per il successo dell'investimento, in via prioritaria, si procederà a valutare, anche attraverso canali esterni, l'esperienza, la filosofia operativa e i piani di sviluppo del management;
- e) il business: vengono analizzati molto dettagliatamente i punti di forza e di debolezza, la validità innovativa della business-idea, le potenziali ricadute e gli sviluppi previsti. La finalità è quella di conoscere i limiti del prodotto o del servizio offerto;
- f) il mercato: viene effettuata un'analisi riguardante il mercato di riferimento in termini di dimensione della domanda, di localizzazione e di target; la quota di mercato della società e la sua difendibilità; i competitors della società; la coerenza del marketing plan (l'insieme delle azioni riguardanti la pubblicità e la promozione, la distribuzione, la politica dei prezzi, ecc.) con i tre precedenti aspetti;
- g) i vantaggi competitivi del business: poichè un progetto risulta di successo soprattutto se ha le potenzialità di mantenere tale status nel tempo, è necessario analizzare quali siano le possibilità di difendere il vantaggio competitivo del progetto, se è possibile erigere barriere all'entrata di potenziali concorrenti ovvero approntare difese idonee in caso di eventuali "attacchi" da parte di concorrenti già operanti sul mercato;
- h) la strategia: l'analisi della strategia permette di valutare quali traguardi la società si prefigga e come intenda raggiungerli. È di fondamentale importanza che la strategia sia coerente e coordinata con le proiezioni economiche-finanziarie che vengono elaborate nel business plan e che sia affiancata da adeguati piani operativi (a titolo esemplificativo: piano dei ricavi, piano dei costi, piano degli investimenti e delle relative coperture finanziarie);



- i) l'equilibrio economico – finanziario: le elaborazioni economico - finanziarie prospettive vanno interpretate quale mezzo attraverso cui la strategia si estrinseca. Sebbene, infatti, il concepimento della strategia e la stima delle grandezze economico - finanziarie avvengano in due momenti diversi, tra i due aspetti deve esistere un perfetto coordinamento ed un'attenta coerenza. Fondamentale, quindi, è la presenza degli assunti principali alla base della stima delle grandezze contenute nel conto economico e nello stato patrimoniale.

La valutazione della proposta imprenditoriale si concretizza, pertanto, nell'analisi dettagliata del business plan predisposto dalla società obiettivo e fornito ai sensi di quanto previsto dall'Allegato 1.

Il business plan, infatti, è un progetto d'impresa dettagliato che prende in esame tutte le aree di attività. È un documento nel quale vengono identificate e descritte in modo puntuale e preciso le attività e le principali azioni che l'imprenditore intende intraprendere nei primi anni di vita aziendale (in caso di avvio) o nei primi anni seguenti ad un'eventuale ristrutturazione o sviluppo aziendale. La preparazione di un business plan coinvolge tutti i soggetti interessati all'azienda e, pertanto, evidenzia gli obiettivi da raggiungere e la loro compatibilità con le risorse (finanziarie, tecnologiche, strumentali e umane) necessarie per l'attuazione del progetto, considerando e valutando tutte le caratteristiche del settore e del mercato in cui la società opera.

Perché lo step venga positivamente superato è necessario che il business plan:

- > prospetti una visione d'insieme dei fattori che caratterizzano l'azienda, fornendo una base sulla quale pianificare strategie ed azioni, descrivendo la missione aziendale, cioè la visione strategica e gli obiettivi da raggiungere ed i mezzi da utilizzare;
- > illustri la formula imprenditoriale (sistema di prodotto, mercato, struttura organizzativa, ecc.) e non solo la descrizione del prodotto/servizio, in modo da consentire una valutazione preventiva della fattibilità del progetto;
- > evidenzi l'originalità dell'iniziativa imprenditoriale;
- > consenta previsioni attendibili simulando le varie ipotesi di sviluppo dell'attività offrendo anche una sintesi dei dati economico-finanziari storici, almeno relativi agli ultimi tre anni, e prospettici, mediante l'utilizzo di rendiconti finanziari, conti economici, stati patrimoniali e indici di analisi finanziaria.

Particolare attenzione verrà data ai business plans che si dimostreranno coerenti, attendibili, accurati nelle informazioni e nella descrizione delle strategie e che saranno predisposti:

- > contemplando ipotesi di più scenari alternativi (ad esempio: ottimistico - medio - pessimistico) quantificando, altresì, la probabilità che ciascuno di essi si verifichi;
- > da un gruppo manageriale particolarmente motivato, compatto, con esperienze di successo, con competenze, conoscenze e specializzazioni del settore.

La conclusione dello Step 2 con valutazione negativa determina la conclusione del processo di selezione, che viene comunicata per iscritto alla società target ed agli eventuali operatori bancari e finanziari proponenti.

La conclusione dello Step 2 con valutazione positiva comporta la predisposizione di un resoconto da sottoporre al Comitato Tecnico Consultivo per l'acquisizione del previsto parere motivato e non vincolante in ordine all'opportunità di dar corso allo Step 3 (due diligence).

Una volta acquisito il parere del Comitato Tecnico Consultivo, il Consiglio di Amministrazione di Veneto Sviluppo è chiamato a decidere in ordine all'opportunità di dar corso alla due diligence ovvero di procedere direttamente nella fase di trattativa con la società target per giungere alla definizione dettagliata degli aspetti caratteristici dell'operazione. È facoltà del Consiglio di Amministrazione decidere, altresì, di non dar corso né alla due diligence né alla fase di trattativa, determinando pertanto la conclusione con esito negativo del processo di selezione.



Al Consiglio di Amministrazione vengono presentati:

- > il resoconto già sottoposto al Comitato Tecnico Consultivo;
- > il parere motivato del Comitato Tecnico Consultivo.

L'eventuale esito negativo del processo di selezione viene comunicato per iscritto alla società target ed agli eventuali operatori bancari e finanziari proponenti.

### > **Step 3: due diligence**

La due diligence è uno step eventuale del processo di selezione delle opportunità di investimento. Tale attività, infatti, avrà luogo solo qualora si ritenga necessario esaminare in maniera specifica aspetti caratteristici particolari. Per tale motivo, la due diligence può essere eseguita direttamente da Veneto Sviluppo ovvero per il tramite di professionisti specializzati, utilizzando informazioni e dati reperiti anche presso fonti esterne rispetto alla proponente. Fondamentali saranno, inoltre, in questa fase, i contatti diretti, i sopralluoghi ed i colloqui con la struttura della società target.

Inoltre, in funzione della tipologia di investimento, della complessità del business e dell'organizzazione della società target, la due diligence potrà essere completa ovvero focalizzata solo su alcune tematiche. A titolo esemplificativo e non esaustivo, la due diligence può esaminare gli aspetti:

- a) di mercato: la *market due diligence* consente di capire a fondo la potenzialità e i rischi del mercato specifico in cui opera la società target ed il posizionamento di quest'ultima all'interno dello stesso, in modo da confrontare i risultati con il business plan esaminato nel corso dello Step 2. La due diligence di mercato consente di focalizzare l'analisi sul mercato attuale e sulle potenzialità future, nonché su nuove opportunità di sbocco (interno ed esterno) o nuovi prodotti/metodi di distribuzione. Per garantire una congruenza dei dati aziendali presentati, storici o prospettici, con quelli di mercato e comprendere eventuali discordanze, l'attività di due diligence di mercato deve essere coordinata con la financial due diligence;
- b) economico – finanziari: la *financial due diligence* è finalizzata alla valutazione degli aspetti economico-finanziari dei piani d'impresa ed alla definizione delle necessità finanziarie della società target. Evidenzia, in particolare, i fattori di successo connessi alle vendite, ai margini, all'andamento dei costi di produzione e dei costi fissi, alla struttura patrimoniale, in chiave storica e prospettica;
- c) legali: la *legal due diligence* mette in evidenza le problematiche di natura legale rilevanti, sia ai fini della valutazione d'azienda sia per la stesura del contratto definitivo. In particolare esamina:
  - le eventuali cause in corso o prospettate;
  - l'identificazione degli impegni particolari assunti con i terzi e i relativi rischi;
  - l'eventuale necessità di garanzie contrattuali; la situazione degli accordi lavorativi; i piani di stock option e simili;
- d) fiscali: la *tax due diligence* esamina gli aspetti legati alla fiscalità della società, quali ad esempio:
  - passività potenziali e contenzioso (contingent liabilities);
  - strutturazione dell'operazione di acquisizione;
  - identificazione preliminare degli effetti fiscali delle eventuali strategie di disinvestimento.

La conclusione dello Step 3 consiste nella predisposizione di un resoconto da sottoporre al Comitato Tecnico Consultivo, comprensivo del rating assegnato alla società target, per l'acquisizione del previsto parere motivato e non vincolante in ordine all'opportunità di procedere nell'investimento.



Una volta acquisito il parere del Comitato Tecnico Consultivo, il Consiglio di Amministrazione di Veneto Sviluppo è chiamato a decidere in ordine all'opportunità di dar corso alla fase di trattativa con la società target per giungere alla definizione dettagliata degli aspetti caratteristici dell'operazione. A tal fine, al Consiglio di Amministrazione vengono presentati:

- > il resoconto già sottoposto al Comitato Tecnico Consultivo;
- > il parere motivato del Comitato Tecnico Consultivo.

La decisione del Consiglio di Amministrazione di non dar corso alla fase di trattativa corrisponde alla conclusione con esito negativo del processo di selezione e viene comunicata per iscritto alla società target ed agli eventuali operatori bancari e finanziari proponenti.

## Closing

La positiva conclusione del processo di selezione delle opportunità di investimento determina l'avvio della fase di *closing*, che consiste nello svolgimento delle trattative con la società target per giungere alla definizione dettagliata degli aspetti caratteristici dell'operazione.

Il positivo esito della trattativa consiste nella definizione di un contratto finalizzato a disciplinare nel dettaglio i termini dell'accordo tra la società target ed i suoi soci da una parte e Veneto Sviluppo dall'altra. Inoltre, è possibile addivenire alla sottoscrizione di un accordo parasociale, contenente disposizioni atte a regolare i rapporti tra i soci originari ed i nuovi soci. Generalmente tale patto ha come oggetto:

- > la "corporate governance": vengono definite le regole per la nomina e il funzionamento degli organi sociali, per il funzionamento della reportistica di monitoraggio e per le maggioranze richieste per atti particolari. Veneto Sviluppo richiederà, laddove non sia già presente, l'istituzione del collegio sindacale;
- > il disinvestimento (way out): vengono definite le regole di disinvestimento e le modalità di esercizio delle eventuali put options, intese nel senso di opportunità di disinvestimento riconosciute *ab initio*. I meccanismi di disinvestimento saranno impostati in modo da assicurare una facile liquidabilità delle partecipazioni nonché un congruo tasso di redditività; in ogni caso, non potranno prescindere dall'applicazione dei criteri di valutazione normalmente applicati nel mercato di riferimento.

Il Consiglio di Amministrazione di Veneto Sviluppo è chiamato a valutare gli esiti della trattativa, con ciò potendo decidere:

- > di condividere integralmente i termini dell'accordo e le relative modalità di svolgimento, dando quindi corso all'investimento. In tal caso il Consiglio di Amministrazione, definita l'entità della investimento da effettuare, delibera l'assunzione della partecipazione e – qualora previsto - designa i propri rappresentanti in seno agli organi sociali della società partecipata;
- > di condividere in linea di massima i termini dell'accordo e le relative modalità di svolgimento, ritenendo tuttavia necessario ridefinire alcuni aspetti prima di dar corso all'investimento;
- > di non condividere i termini dell'accordo o le relative modalità di svolgimento. La decisione negativa del Consiglio di Amministrazione corrisponde alla conclusione con esito negativo della fase di Closing e viene comunicata per iscritto alla società target ed agli eventuali operatori bancari e finanziari proponenti.



## Gestione della partecipazione

### *Attività di controllo e monitoraggio*

Un'adeguata attività di controllo e monitoraggio è necessaria al fine di assicurare una tempestiva individuazione dei problemi o delle opportunità di crescita, così da poter individuare e dar corso alle azioni ritenute più adeguate in un'ottica di valorizzazione dell'investimento effettuato.

Veneto Sviluppo svolge attività di controllo sulle società partecipate sia analizzando i dati di bilancio in occasione di periodiche verifiche infrannuali, sia partecipando - per il tramite dei propri rappresentanti - alle riunioni del Consiglio di Amministrazione, alle adunanze assembleari e, in molti casi, anche alle riunioni del Collegio Sindacale.

In conformità alle modalità operative adottate dai principali attori bancari e finanziari operanti nel settore del merchant banking, Veneto Sviluppo segue un approccio *hands on* nella gestione della partecipazione. Tale orientamento si caratterizza per una partecipazione attiva alla vita aziendale. Oltre alla rappresentanza nell'organo esecutivo, nell'ambito del quale Veneto Sviluppo ha spesso diritto di veto nelle decisioni più importanti sull'attività della società, viene quindi richiesta un'informativa almeno trimestrale sui risultati aziendali, si effettuano visite in loco e, talora, viene richiesta la nomina di manager di fiducia nelle posizioni considerate chiave. Sulla base di tale impostazione viene, altresì, richiesta alla società la certificazione dei bilanci e l'adozione di sistemi di budgeting e di reporting.

Le attività di controllo e monitoraggio poste in essere da Veneto Sviluppo sono finalizzate a verificare l'andamento delle società partecipate nonché ad accertare la persistenza dei requisiti di validità e redditività dell'investimento effettuato. Qualora tali requisiti dovessero venire meno sarà possibile, infatti, procedere ad un disinvestimento anticipato rispetto al termine originariamente pattuito, al fine di tutelare il valore della partecipazione. Tale possibilità, peraltro, in conformità alla normale prassi di mercato, potrà trovare concreta attuazione anche qualora si manifestino opportunità tali da assicurare un rendimento superiore rispetto a quello stimato. La facoltà di procedere ad un disinvestimento anticipato, infatti, è oggetto di espressa previsione contrattuale in sede di acquisizione della partecipazione.

Qualora al Patrimonio Destinato vengano associate ulteriori risorse, dando così luogo alla creazione di un "Fondo", in presenza di particolari situazioni, caratterizzate da un grado elevato di criticità e rilevate nel corso dell'attività di controllo e monitoraggio, gli Associati verranno coinvolti nelle decisioni concernenti le modalità ed i termini del disinvestimento, fermo restando che ogni scelta in merito rimane di competenza del Consiglio di Amministrazione di Veneto Sviluppo, essendo quest'ultima il soggetto gestore del "Fondo".

### *Il disinvestimento*

Pur trattandosi di partecipazioni temporanee (indicativamente minimo 3 massimo 5, eccezionalmente 7 anni) l'uscita non è quasi mai predeterminata, ma è in funzione dello sviluppo della partecipata. Per questo motivo, nel corso delle trattative (fase di Closing) vengono definiti i canali di uscita e le relative modalità, con ciò volendo ridurre al minimo il rischio insito in tali operazioni.

Tali canali non costituiscono fattispecie alternative tra loro, potendo di fatto verificarsi un disinvestimento articolato in più modalità. Inoltre, potranno essere attuate modalità di dismissione della partecipazione differenti da quelle espressamente individuate nel presente Regolamento qualora garantiscano un maggior rendimento ovvero una maggiore tutela dell'investimento effettuato.

Ciò premesso, i tipici canali seguiti da Veneto Sviluppo per la dismissione delle partecipazioni saranno:

- > il riacquisto da parte dei soci e/o del gruppo imprenditoriale originario;



- > la vendita ad una società terza o ad un investitore istituzionale;
- > la quotazione in Borsa (solo per le società per azioni).

### > **Il riacquisto della partecipazione da parte dei soci e/o del gruppo imprenditoriale originario (buy back)**

È la modalità di dismissione più frequente, soprattutto con riferimento al tessuto imprenditoriale Veneto.

I soci originari, dopo aver beneficiato dell'apporto finanziario di Veneto Sviluppo per la realizzazione del proprio progetto, riacquistano la partecipazione e tornano ad avere il controllo della società. Tale modalità trova frequente applicazione nei casi di investimento in società nella fase del ciclo di vita definita *expansion*<sup>4</sup>, ovvero nelle operazioni realizzate al fine di "traghetare" la società target verso una dimensione e una struttura più adeguate al mercato.

La scelta di ricorrere a tale modalità di disinvestimento potrà essere oggetto di espressa previsione contrattuale e la decisione di procedere in tal senso potrà essere affidata ai vecchi soci (esercizio di un'opzione call<sup>5</sup>) ovvero a Veneto Sviluppo (esercizio di un'opzione put<sup>6</sup>).

Il riacquisto può essere motivato anche da una performance insoddisfacente della partecipata, che ne determina uno scarso grado di "attrattività" nei confronti di altri potenziali acquirenti, così come dall'opposizione, da parte dei soci non finanziari, all'ingresso di nuovi soggetti nella compagine sociale.

### > **La cessione ad una società terza o ad un investitore istituzionale**

Tale modalità di dismissione si potrà verificare in presenza di un'offerta di acquisto della partecipazione da parte di una società terza ovvero di un investitore istituzionale (a titolo esemplificativo: un intermediario finanziario, una società d'investimento, una SGR, un fondo di *private equity*), indipendentemente dal fatto che tale offerta venga presentata a Veneto Sviluppo in modo spontaneo dal potenziale acquirente ovvero sia frutto di un'attività di scouting svolta da Veneto Sviluppo presso i potenziali acquirenti di comune accordo con gli altri soci della partecipata.

La scelta di ricorrere a tale modalità di dismissione è significativa in un'ottica di potenziale sviluppo per la società partecipata in quanto l'acquirente può essere:

- > un'altra società o un gruppo imprenditoriale interessato a sviluppare la propria area di business realizzando sinergie operative e strategiche;
- > un investitore istituzionale in grado di assicurare alla società ulteriori capitali per proseguire il suo processo di crescita.

### > **La quotazione in Borsa**

Tale modalità di dismissione consente a Veneto Sviluppo di cedere con profitto la partecipazione ed ai soci storici di mantenere il controllo della società.

<sup>4</sup> Investimento nelle fasi di sviluppo dell'impresa, finalizzato ad espandere (geograficamente, merceologicamente, ...) l'attività.

<sup>5</sup> È una clausola che sancisce il diritto per i soci storici ad acquistare la partecipazione detenuta da Veneto Sviluppo, a condizioni prefissate, ad una certa data, oppure al verificarsi di determinati eventi.

<sup>6</sup> È una clausola che sancisce il diritto a vendere, da parte di Veneto Sviluppo, la partecipazione ai soci storici, a condizioni prefissate, ad una certa data, oppure al verificarsi di determinati eventi.



La scelta di ricorrere alla quotazione in Borsa attesta, di fatto, che la società partecipata ha realizzato un percorso di crescita non solo economica e patrimoniale. La quotazione in Borsa, infatti, comporta una serie di attività e di costi comunemente noti come "oneri di quotazione":

- > obblighi di trasparenza;
- > costi di informazione;
- > necessità di porre in essere adeguamenti organizzativi, operativi e gestionali funzionali alla quotazione;
- > necessità di applicare politiche di dividendi volte alla distribuzione degli utili.



## **Informativa**

Il Patrimonio Destinato è assoggettato agli obblighi informativi previsti dalle normative applicabili, ed in particolare a quelli individuati dall'art. 2447-septies del Codice Civile.

Qualora al Patrimonio Destinato vengano associate ulteriori risorse, dando così luogo alla creazione di un "Fondo", valgono gli obblighi informativi previsti dall'art. 2552 del Codice Civile verso gli associati in partecipazione nonché gli altri eventuali obblighi contrattualmente pattuiti.



## **Allegato 1 – Documentazione obbligatoria**

Al fine di consentire l'avvio della fase di selezione della proposta d'investimento, la società target deve presentare a Veneto Sviluppo la documentazione di seguito elencata:

- > bilanci degli ultimi tre esercizi o dalla data di costituzione della società (nel caso di società di recente costituzione), completi delle previste relazioni e degli allegati;
- > bilanci consolidati degli ultimi tre esercizi (se redatti);
- > conto economico e situazione patrimoniale riferiti all'esercizio in corso (aggiornati in data recente);
- > copia aggiornata del libro soci;
- > visura camerale aggiornata;
- > copia dell'atto costitutivo e dello statuto vigente;
- > informazioni relative al capitale sociale, riportanti il capitale totale (deliberato, autorizzato, sottoscritto e versato secondo i casi);
- > dettagli relativi a qualsiasi contratto o accordo (inclusi i contratti o patti parasociali di voto, di blocco, di prelazione, di opzione e di nomina) tra i soci e qualsiasi contratto in forza del quale un terzo abbia titolo per divenire socio delle società;
- > business plan almeno triennale.

Veneto Sviluppo si riserva di richiedere che venga prodotta ulteriore documentazione ovvero che vengano rese informazioni supplementari, ritenute necessarie al fine di determinare il corretto esito della fase di selezione delle opportunità di investimento. Inoltre, la stessa documentazione potrà essere richiesta, qualora ritenuto necessario, anche con riferimento a società controllanti e/o controllate della società target.



## Allegato 2 – Metodo di valutazione economico - finanziaria

La valutazione economico - finanziaria viene effettuata utilizzando nove indici di natura patrimoniale, economica e finanziaria, valorizzati in funzione dei dati di bilancio relativi agli ultimi due esercizi.

Indice		Valore "ottimale"
1	mezzi propri / totale passivo	$\geq 15\%$
2	attività a breve/passività a breve (indice di liquidità)	$\geq 2$
3	mezzi propri / attivo immobilizzato	$\geq 70\%$
4	cash flow / totale attivo	$\geq 4\%$
5	oneri finanziari/fatturato	$\leq 4\%$
6	oneri finanziari/risultato operativo	$\leq 30\%$
7	ros (risultato operativo/fatturato)	$\geq 10\%$
8	roi (risultato operativo/capitale investito in attività caratteristica)	$\geq 10\%$
9	roe (utile netto/patrimonio netto)	$\geq 5\%$

A ciascuno degli indici, calcolati con riferimento ad ogni singolo esercizio, viene associato un punteggio come indicato nella griglia seguente:

Indice		Valore calcolato			
1	mezzi propri / totale passivo	$\geq 15\%$	$< 15\%$	$\leq 10\%$	$\leq 5\%$
<i>Punteggio attribuito</i>		<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
2	attività a breve/passività a breve (indice di liquidità)	$\geq 2$	$< 2$	$\leq 1,5$	$< 1$
<i>Punteggio attribuito</i>		<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
3	mezzi propri / attivo immobilizzato	$\geq 70\%$	$< 70\%$	$\leq 50\%$	$\leq 33\%$
<i>Punteggio attribuito</i>		<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
4	cash flow / totale attivo	$\geq 4\%$	$< 4\%$	$\leq 3\%$	$\leq 0\%$
<i>Punteggio attribuito</i>		<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
5	oneri finanziari/fatturato	$\leq 4\%$	$\leq 6\%$	$< 8\%$	$\geq 8\%$
<i>Punteggio attribuito</i>		<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
6	oneri finanziari/risultato operativo	$\leq 30\%$	$\leq 50\%$	$< 70\%$	$\geq 70\%$
<i>Punteggio attribuito</i>		<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
7	ros (risultato operativo/fatturato)	$\geq 10\%$	$< 10\%$	$\leq 7\%$	$\leq 0\%$
<i>Punteggio attribuito</i>		<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
8	roi (risultato operativo/capitale investito in attività caratteristica)	$\geq 10\%$	$< 10\%$	$\leq 7\%$	$\leq 0\%$
<i>Punteggio attribuito</i>		<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
9	roe (utile netto/patrimonio netto)	$\geq 5\%$	$< 5\%$	$\leq 4\%$	$\leq 0\%$
<i>Punteggio attribuito</i>		<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>



Il punteggio totale attribuito alla società target potrà variare, pertanto, tra un massimo di 27 punti ed un minimo di 0 punti.

In considerazione del punteggio totale, ciascuno degli esercizi viene classificato in uno dei tre livelli di valutazione previsti.

<b>Livello</b>	<b>Punteggio totale</b>
A	$\geq 24$
B	tra 10 e 24
C	$\leq 10$

In considerazione dei livelli attribuiti ai due esercizi considerati, la società target viene ricondotta ad una delle tre fasce di valutazione finale. Tale metodologia consente, infatti, di valorizzare gli andamenti di trend della società target.

<b>Livello esercizio (x-1)</b>	<b>Livello esercizio x</b>	<b>Valutazione</b>
A	A	FASCIA 1
B	A	
A	B	FASCIA 2
B	B	
C	B	
C	A	
A	C	
B	C	FASCIA 3
C	C	

La tabella seguente individua l'esito corrispondente a ciascuna delle fasce di valutazione finale.

<b>Fascia</b>	<b>Esito</b>
1	BUONO: alta probabilità di assunzione della partecipazione
2	SUFFICIENTE: media probabilità di assunzione della partecipazione
3	NON SUFFICIENTE: bassa probabilità di assunzione della partecipazione