

# Pledge fund, search fund e SPAC: novità nel private equity

di Guidalberto Gagliardi (\*)

Le società italiane restano sottocapitalizzate rispetto alle omologhe straniere. Il private equity può contribuire a risolvere la situazione. L'articolo fa il punto su alcuni strumenti che sono da poco comparsi in Italia o che potrebbero presto essere introdotti da operatori intraprendenti.

## Introduzione

Tra 2013 e 2014 il patrimonio netto delle imprese italiane è aumentato di 33,8 miliardi (1). Per 4,3 miliardi (13%) queste risorse sono state reperite tramite collocamento in Borsa e per 2,1 miliardi (6%) gli investimenti in aumenti di capitale sono stati sottoscritti da *private equity*.

I fondi ormai non si possono più ritenere strumenti finanziari innovativi, poiché anche in Italia sono presenti dai primi anni Ottanta del secolo scorso. Essi inoltre si sono affermati come uno degli strumenti più adatti per contribuire al rafforzamento patrimoniale delle imprese italiane. In questo ambito si è assistito ad alcune novità (non tutte introdotte in Italia) di cui nel presente lavoro s'intende dare conto, cogliendo l'occasione per fornire aggiornamenti sull'andamento dell'attività d'investimento dei *private equity* e delle SPAC.

## Private equity: connotazione e statistiche

Il *private equity* è la realizzazione di investimenti nel capitale di rischio di imprese (normalmente non quotate) da parte di soggetti specializzati.

Gli operatori che, sul territorio italiano, effettuano questo tipo di attività sono 199 e, nel corso del 2015, hanno completato 342 investimenti in 272 imprese per un impiego complessivo di euro 4.620 milioni (2) (Tavola 1).

Anche quando non hanno un *focus* settoriale o geografico, i *private equity* possono essere

specializzati in uno o più ambiti d'investimento, sostanzialmente riconducibili a:

- *venture capital*, cioè finanziamento agli albori della storia di un'impresa, normalmente caratterizzata da un forte contenuto tecnologico e un ampio potenziale di crescita;
- *development capital*, dove il fondo apporta all'azienda risorse (di solito sottoscrivendo un aumento di capitale riservato) per consentirle di realizzare un percorso di sviluppo;
- *buy-out*, in cui viene acquisita la maggioranza di una società che abbia una posizione di mercato difendibile e una redditività stabile;
- *turnaround*, quando il fondo mira ad imprese in difficoltà, con l'obiettivo di ristrutturarle, eventualmente penalizzando i precedenti finanziatori.

Secondo il rapporto PEM (3), l'operazione-tipo di questi investitori nel 2014 è il *buy-out* con l'acquisizione di una quota del 67% dell'impresa *target* dalla famiglia che la possedeva. Il fatturato medio dell'impresa acquisita è pari a euro 57M, il suo *enterprise value* (4) pari a euro

### Note:

(\*) *Equity Factory S.A. Lugano*

(1) C. Bussi, "Cresce il patrimonio delle imprese", in *Il Sole - 24 Ore* del 15 febbraio 2016.

(2) Salvo dove diversamente indicato, le statistiche sul mercato del *private equity* italiano sono tratte dalle ricerche pubblicate annualmente da AIFI al sito [www.aifi.it](http://www.aifi.it).

(3) LIUC, *PEM Private Equity Monitor Italia 2014*, scaricabile dal sito <http://www.privateequitymonitor.it/>.

(4) Ammontare corrispondente alla somma tra il prezzo riconosciuto agli azionisti e l'indebitamento finanziario netto.

9M, corrispondente a un multiplo sull'Ebitda di 7,1 volte (5).

Gli operatori sono normalmente costituiti come un connubio tra un fondo, cioè una sorta di "forziere" in cui i sottoscrittori mettono in comune il denaro da investire, e una società che, grazie ai propri amministratori e all'eventuale personale, si occupa di gestire il fondo, identificando, selezionando, valutando e realizzando gli investimenti.

La società di gestione (anche detta *management company* o *general partner*) investe il capitale raccolto dal fondo seguendo specifici criteri e una procedura abbastanza standardizzata (ricerca, pre-valutazione interna, delibera, LOI, *due diligence*, contratto d'investimento e patti, *closing*). La società di gestione controlla periodicamente ciascuna partecipata in portafoglio, affianca il *management* (almeno) nelle decisioni strategiche, effettua le azioni finanziarie, legali e di comunicazione atte a valorizzare l'investimento. Non appena si presenta un'opportunità, la società di gestione cede (o quota in Borsa), in tutto o in parte, la partecipazione detenuta dal fondo. Le operazioni sfortunate portano a una svalutazione o al sostanziale annullamento dell'investimento.

Nel 2015 i fondi hanno alienato o annullato partecipazioni per un totale di euro 2,9 miliardi, trovandosi quindi con euro 9,3 miliardi pronti per essere allocati su nuovi progetti.

I sottoscrittori dei fondi (anche chiamati *limited partner*) sono abitualmente fondi pensione e casse di previdenza (19% della raccolta 2015), investitori individuali o *family office*, enti pubblici o fondi sovrani, banche e assicurazioni. Tutti questi soggetti sono accomunati dalla possibilità (e necessità) di inserire in un portafoglio di investimenti diversificato anche degli impieghi che presentino un elevato potenziale di rendimento di lungo termine (chiaramente accettando un rischio proporzionalmente elevato). Da diversi anni è raro che il fondo raccolga contestualmente tutta la propria dotazione dai sottoscrittori: la struttura più diffusa prevede che gli investitori si impegnino a versare il loro contributo mano a mano che i gestori richiamano le singole tranche, in parallelo con il concretizzarsi delle opportunità d'investimento. In queste fattispecie si parla di fondi a *commitment*.

La durata di un fondo chiuso è definita e, in genere, decennale; alla scadenza esso è liquidato e il ricavato viene spartito tra i sottoscrittori. In alcuni casi comunque il provento netto della dismissione è immediatamente distribuito ai sottoscrittori.

Coloro che governano la *management company* sono professionisti, normalmente provenienti dalla finanza e, molto meno frequentemente, da aziende industriali. I gestori di fondi usano lanciare periodicamente (ogni tre o cinque anni) nuovi veicoli d'investimento, progressivamente più importanti in termini di raccolta. La società di gestione è abitualmente remunerata con una commissione periodica e, soprattutto, in relazione al rendimento che sta facendo ottenere ai sottoscrittori. Gli operatori di maggiore successo hanno chiaramente minori difficoltà a raccogliere un nuovo fondo rispetto ai neofiti o a coloro che non hanno ottenuto rendimenti significativi. Il rendimento medio del *private equity* italiano nel 2014 è stato pari al 19,7% (ciò spiega l'attrazione che questo tipo di "*asset class*" esercita su determinate categorie di investitori).

I fondi tendono ad avere una funzione rilevante per l'economia di ciascun Paese sviluppato in quanto sono una delle poche forme istituzionali cui le imprese e i loro soci possono accedere per ottenere capitale di rischio che consenta di avviare nuovi progetti, crescere, cambiare la proprietà e realizzare un salvataggio.

Secondo la prospettiva degli investitori (cioè dei potenziali sottoscrittori di fondi) i principali svantaggi di questa categoria di strumenti (*asset class*, in inglese) possono risiedere:

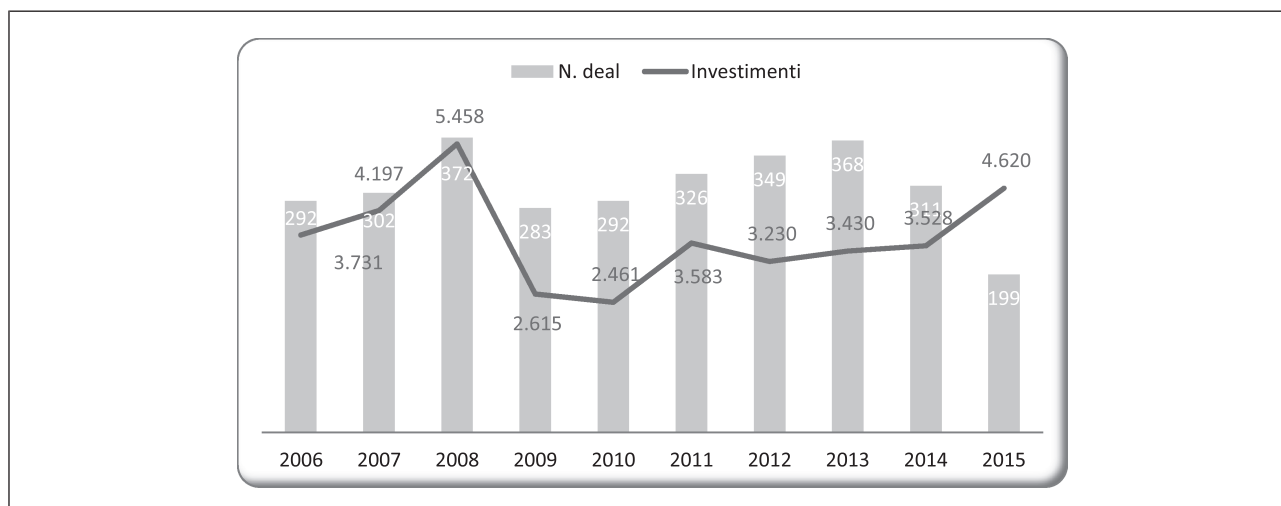
- nella lentezza nell'identificare e realizzare gli investimenti (6);
- nella necessità di ricorrere a consulenti specializzati per mettere in atto la *due diligence*;
- nella frequente focalizzazione sugli aspetti finanziari anziché industriali;

**Note:**

(5) I dati AIFI indicano che circa l'80% degli investimenti del 2015 è stato indirizzato verso PMI con fatturato inferiore a euro 50 milioni e meno di 200 dipendenti.

(6) "Soltanto 115 delle 3.263 imprese complessivamente considerate nell'analisi (pari al 3,5%) si caratterizzano per valori degli indicatori patrimoniali, economici e reddituali in linea con quelli che caratterizzano le aziende partecipate da fondi di *private equity* e *venture capital* nel periodo 2000-2008" da G. Fusaro e A. Muzio, "Domanda e offerta di private equity in Italia", *Liuc Papers* n. 245, febbraio 2012.

Tavola 1 - Evoluzione dell'attività d'investimento dei private equity



- nella carenza di risorse e competenze gestorie che possano contribuire anche allo sviluppo strategico e organizzativo delle partecipate;
  - nella conseguente dipendenza dall'imprenditore cedente;
  - nella ridotta propensione a interventi successivi sulle partecipate nel caso in cui non si verificano le dinamiche attese;
  - nei costi della struttura operativa dedicata (uffici, segretaria, *partner*, analisti).
- Per superare alcune delle limitazioni dei *private equity* tradizionali, la pratica ha fatto emergere alcune strutture alternative.

### Cos'è e come funziona il *pledge fund*

I *pledge fund* sono piattaforme per investimenti in *private equity* in cui gli investitori (talora definiti *member*) partecipano al progetto investendo un importo relativamente contenuto (nell'ordine dei 200 mila dollari) nella singola operazione. Questi ultimi, infatti, assegnano a un gruppo di professionisti l'incarico d'identificare delle opportunità d'investimento secondo certi parametri. Successivamente ciascun investitore esamina la potenziale operazione e decide se parteciparci.

Questa configurazione assomiglia a quella che in Italia è anche detta del *club deal*. La differenza consiste nel fatto che nei veri e propri "investimenti tra amici" sono gli stessi potenziali investitori a reperire e costruire le opportunità, mentre nei *pledge fund* queste attività sono affidate a un *team* di specialisti. La singolarità rispetto al *private equity*

tradizionale, a sua volta, risiede nel fatto che i gestore del *pledge fund* non possono contare su un impegno irrevocabile dei sottoscrittori a investire nel fondo e nella possibilità per il *management team* di allocare le risorse del fondo in sostanziale autonomia. In pratica si coniuga la presenza di un processo d'investimento formale e standardizzato con la possibilità per il sottoscrittore di decidere liberamente se partecipare oppure no a un certo progetto (scelta che l'investitore in un fondo di *private equity* normalmente non ha).

Nei *pledge fund* la società di gestione si occupa quindi di tutte le funzioni classiche del *venture capital* e del *private equity*: presenza nella comunità finanziaria, reperimento e studio delle opportunità d'investimento, preparazione e presentazione delle operazioni agli investitori, negoziazione dei termini contrattuali e definizione dei relativi testi, gestione delle partecipate (per esempio partecipando ai consigli di amministrazione). Quando l'investimento è effettuato su base individuale, come accade nei *club deal* o per i *business angel*, c'è il rischio che l'operazione non sia valutata con sufficiente obiettività e che il singolo investitore non abbia le competenze o il tempo necessari per seguire la società in cui ha investito.

Diventare "membro" di un *pledge fund* è semplice. Di solito si compila un questionario e si dimostra di possedere dei requisiti minimi in termini di capacità finanziaria (meno onerosi rispetto a quanto richiesto per sottoscrivere altri veicoli di *private equity*). I membri sono tenuti a versare una limitata quota annua (tra 5

e 10 mila dollari), destinata a coprire i costi generali del fondo e a scremare tra i potenziali investitori quelli realmente interessati al progetto. Mensilmente, infatti, il *management team* analizza le operazioni che gli sono sottoposte, incontra le società più promettenti, conduce una *due diligence* strategica e finanziaria preliminare e seleziona le 3 o 4 migliori opportunità. Queste sono ulteriormente scremate e finalmente presentate, in maniera sistematica, a tutti i membri. I partecipanti al *pledge fund* hanno un breve intervallo (una settimana al massimo) entro il quale indicare a quale progetto vogliono partecipare. Sono comunque liberi di rifiutare qualsiasi proposta. Raccolte le manifestazioni d'interesse, i gestori del *pledge fund* valutano se le risorse complessivamente allocate sono sufficienti per completare l'operazione prospettata e, nei casi favorevoli, costituiscono una società dedicata in cui immettere i capitali dei membri interessati, avviano la *due diligence* approfondita, incaricano i legali del fondo di ultimare i contratti e svolgono le altre attività propedeutiche all'investimento. L'acquisizione viene solitamente effettuata dal veicolo societario dedicato e uno o più dei gestori del fondo assumono la carica di amministratore della partecipata (7).

### **Il search fund, una curiosa sottospecie del pledge fund**

Il *search fund* è un veicolo per raccogliere denaro da soggetti interessati a effettuare investimenti di *private equity* (8). L'obiettivo dei finanziatori consiste nel collocare *manager* promettenti e motivati (non necessariamente con grande esperienza operativa o precedenti nei settori industriali d'interesse) in un ambiente non molto complesso e sotto il controllo e con il supporto dell'esperienza dei soggetti che hanno messo a disposizione il capitale di rischio. La maggior parte dei *search fund* è stata raccolta da studenti che, frequentando i migliori corsi di MBA, hanno avuto accesso alle maggiori reti di *private equity* (9).

Un piccolo gruppo di investitori (che possono avere quote diverse tra loro) supporta uno o più *manager* nella ricerca di un'impresa da acquisire. Se viene conclusa l'acquisizione, i *manager* ottengono ruoli apicali nella società-obiettivo.

Normalmente la raccolta del fondo avviene in due fasi: nella prima si dota del capitale

minimo necessario per sostenere i costi nel periodo di ricerca (per un ammontare solitamente compreso tra 200.000 e 1.000.000 \$), nella seconda si raccoglie il capitale necessario per completare il progetto (tra 2 e 20 milioni di \$). In alcuni casi la fase di ricerca è auto-finanziata dagli aspiranti imprenditori al fine di ottenere migliori condizioni al momento dell'esecuzione del progetto. Il capitale per la seconda fase potrebbe essere già stato impegnato dai sottoscrittori all'inizio del processo, oppure essere opzionato con la formula del c.d. *pledge fund* (i sottoscrittori hanno il diritto ma non l'obbligo di investire, da soli o in gruppo, nell'acquisizione).

I *manager* per ciascun fondo sono solitamente un paio e gli investitori tra 5 e 25 (con un investimento iniziale medio *pro-capite* di 30 mila \$).

I *target* operano frequentemente in settori frammentati, hanno fatturato tra 1 e 30 milioni di \$, solitamente con un andamento stabile o in lieve crescita, una buona redditività (l'Ebitda medio è prossimo al 20%) e prospettive di crescita di lungo periodo.

Degli oltre 200 fondi nati dal 1984, una quarantina è ancora attivo (Tavola 2). Per effettuare il singolo investimento, i potenziali imprenditori devono analizzare mediamente oltre 300 imprese. Circa un quinto dei *search fund* è stato liquidato in quanto, in due o tre anni, non ha trovato aziende da rilevare. Oltre 30

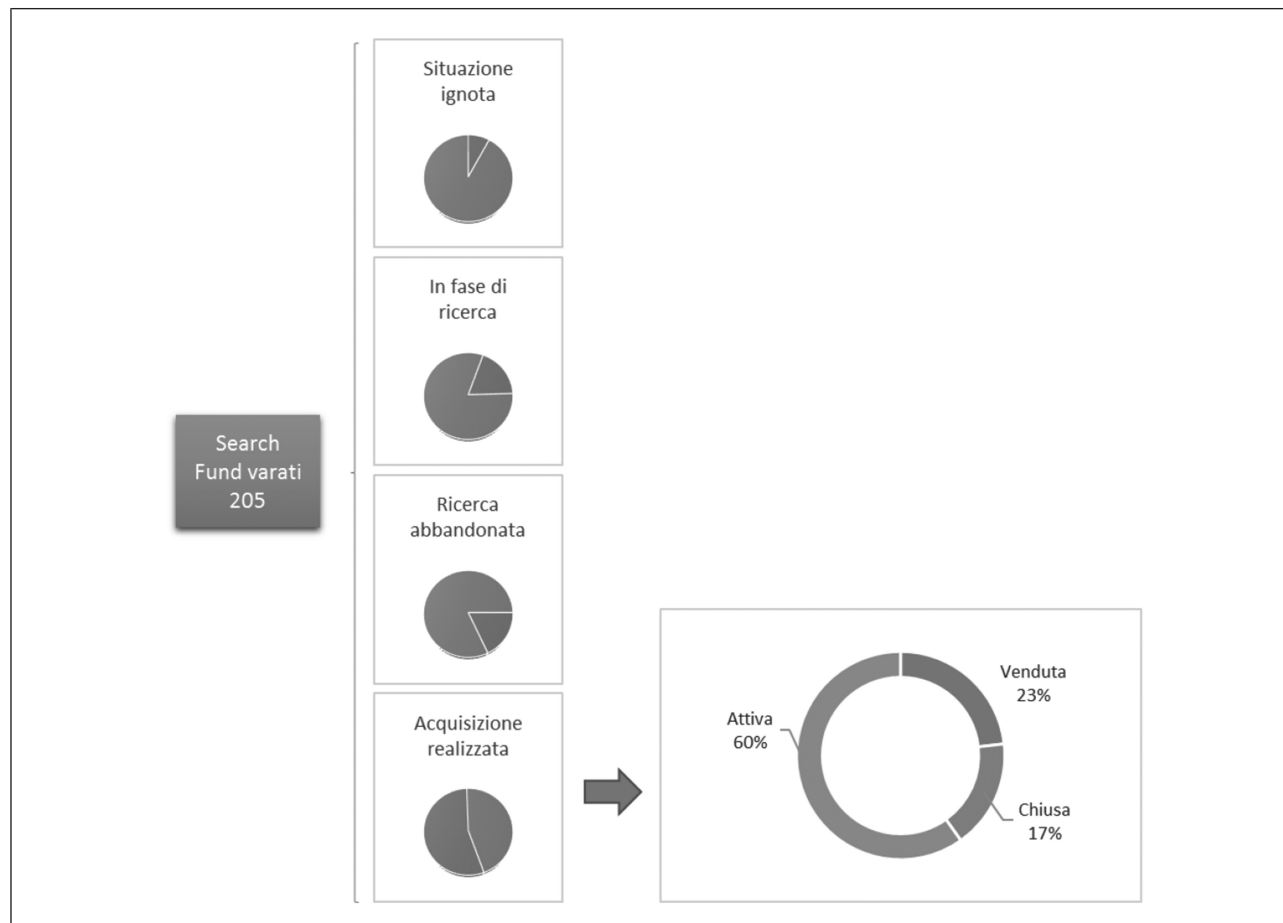
#### **Note:**

(7) Ciò è un vantaggio importante rispetto alle operazioni effettuate direttamente dai *business angel* in quanto i gestori sono professionisti delle operazioni d'investimento e valorizzazione, mentre diversi investitori singoli non hanno competenze specifiche o hanno poco tempo da dedicare allo sviluppo della società partecipata.

(8) Si vedano: <http://www.searchfund.org>; <http://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/centers-initiatives/ces/research/search-funds>; <https://uploads.strikinglycdn.com/files/65890/6280421d-e655-49f2-bc75-542fc5b1a24b/Search-Funds-2013.pdf>; <http://www.iese.edu/en/faculty-research/events/international-search-fund-conference-2015/> e <http://www.iese.edu/research/pdfs/ST-0342-E.pdf>. Al sito <https://uploads.strikinglycdn.com/files/65890/e27c58cd-81ad-4cfa-b130-a835835819f6/PPM%20Template%20-%20Search%20Fund.pdf> è scaricabile un esempio di Regolamento di un *search fund* statunitense.

(9) Dal sito internet dell'Università di Harvard: "Are you looking for an alternative to a career path at a big firm? Does founding your own start-up seem too risky? There is a radical third path open to you: You can buy a small business and run it as CEO. Purchasing a small company offers significant financial rewards—as well as personal and professional fulfillment".

Tavola 2 - Il destino dei search fund



fondi sono stati creati anche in altri continenti, Europa inclusa. In Italia non risulta ancora attivo alcuno di questi veicoli (Tavola 3).

Secondo una ricerca condotta dalla Stanford University nel 2013, diversi *search fund* americani avrebbero decuplicato il valore (prima delle imposte) e registrato un IRR lordo del 35%.

Un caso è emblematico del funzionamento di questo strumento (10). I trentenni Andy Schoonover e Chris Hendriksen frequentarono l'MBA di Stanford e decisero di intraprendere una carriera autonoma ricorrendo alla tecnica del *search fund*. Al completamento degli studi fondarono così Blue Canyon Capital che raccolse mezzo milione di dollari da diversi investitori. I due aspiranti imprenditori contattarono "a freddo" 50 aziende alla settimana e, dopo aver scansionato un migliaio di imprese, trovarono VRI, una società dell'Ohio che realizza sistemi di monitoraggio clinico remoto. A ottobre 2007 il duo acquisì la

società dopo aver raccolto le altre risorse necessarie. Ora Schoonover è amministratore delegato di VRI e la società, dall'acquisizione ha visto espandersi l'organico da 40 a 250 dipendenti e il fatturato crescere del 30% medio annuo.

### La SPAC, un search fund quotato e regolamentato

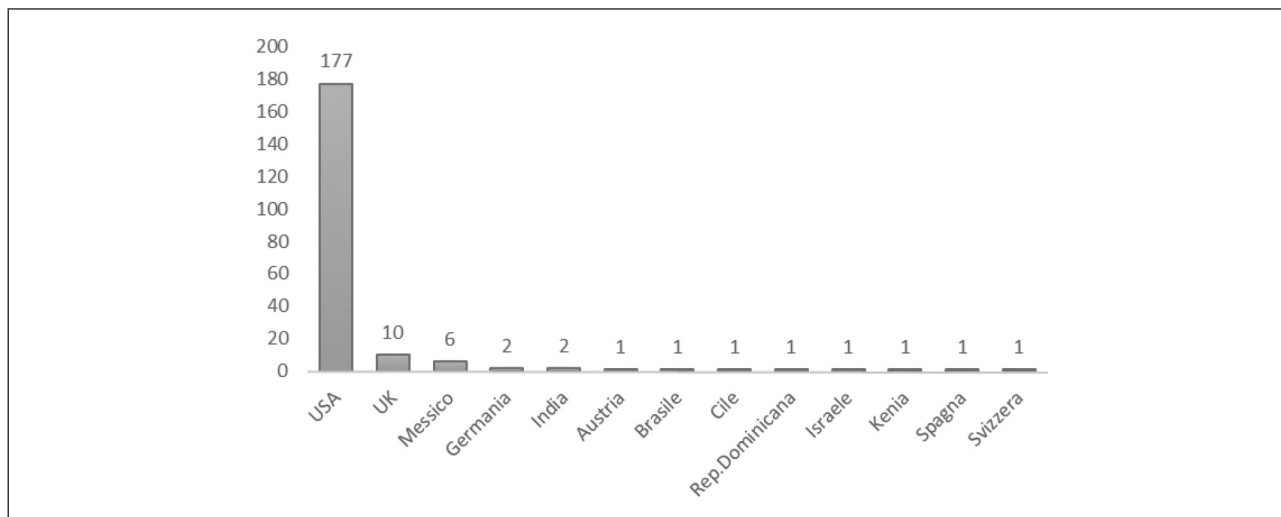
Le *Special* (o *Single*) *Purpose Acquisition Company* sono veicoli d'investimento collettivo che permettono agli investitori di realizzare un'unica acquisizione di una società non quotata (11). Le SPAC sono promosse da uno o più soggetti che, dopo averle finanziate in misura

#### Note:

(10) <http://www.bloomberg.com/bw/articles/2012-08-31/search-funds-an-mba-shortcut-to-the-c-suite>.

(11) Per approfondimenti si rinvia a G. Gagliardi, "Le SPAC approdano in Italia", in questa *Rivista*, n. 10/2011.

**Tavola 3 - I search fund avviati nel mondo tra 1983 e 2013**



sufficiente per sostenere i costi dell'offerta pubblica iniziale (IPO), le portano alla quotazione in Borsa.

Una volta che i promotori hanno identificato un'impresa potenzialmente acquisibile (i prospetti informativi delle SPAC delineano i settori obiettivo dell'acquisizione, mentre l'azienda *target* è reperita solo successivamente) e hanno negoziato i termini della relativa operazione con i soci di tale società, l'aggregazione (detta *business combination*) è sottoposta agli azionisti della SPAC. Se l'operazione è approvata da una maggioranza qualificata, i capitali raccolti possono essere utilizzati (frequentemente i promotori della SPAC ricevono in premio una porzione importante del capitale dell'impresa). Nel caso in cui l'assemblea dei soci non approvi l'operazione, la SPAC è liquidata. La liquidazione si verifica anche qualora sia trascorso il periodo prefissato nello statuto entro il quale la SPAC deve completare la *business combination* (di solito oscillante tra 12 e 24 mesi).

Se il progetto ha funzionato, la società *target* viene fusa con la SPAC e si trova quindi quotata. Gli azionisti della SPAC hanno così realizzato una singola operazione di *private equity*, ottenendo nei fatti il controllo di una società quotata in Borsa.

Le SPAC sinora varate in Italia sono state 8 e sei di esse hanno già completato la *business combination* con medie imprese nazionali (Ivs, Iwb, Fila, Lu-Ve, Sesa e Prima Vera), offrendo importanti ritorni agli azionisti (12).

## L'utilità di questi strumenti per le imprese italiane

La sottocapitalizzazione del nostro sistema imprenditoriale è fenomeno noto e stigmatizzato da ogni centro di ricerca e autorità (13). I dati contabili delle società italiane evidenziano, in effetti, come gran parte del capitale investito sia finanziato tramite l'indebitamento (in gran parte bancario e a breve scadenza), dando luogo a rapporti medi tra PFN e reddito operativo lordo tra i più alti in Europa.

Questa storica debolezza (14) si unisce alle altre minacce che gravano sulle imprese italiane quali:

- l'urgenza di realizzare il passaggio generazionale in numerosissime imprese di proprietà familiare (molte delle quali grandi);
- una dimensione insufficiente per travalicare nicchie geo o competitive;
- la frequente collocazione pericolosa nelle catene del valore globali;

### Note:

(12) L. Gia e P. Jadeluca (a cura di), "SPAC, la finanza a misura di PMI", in *Repubblica Economia & Finanza* del 22 luglio 2015.

(13) "Secondo Banca d'Italia (nelle aziende italiane) mancano all'appello 200 miliardi di euro di mezzi propri" da C. Bussi, op. cit. Nello stesso senso: "Nel confronto internazionale, le imprese della Regione (Lombardia) appaiono sottocapitalizzate e con una redditività operativa inferiore" da Banca d'Italia, *L'economia della Lombardia*, giugno 2014.

(14) *Voluntà e perseguita* da imprenditori, banche e politica. Però qui il discorso rischia di travalicare il tema e lo lasciamo quindi ad altri, più ferrati autori.

- una scarsità d'innovazione e l'assenza di cespiti immateriali;
- la mancanza di *manager*.

Gli strumenti esaminati in questo lavoro potrebbero contribuire a ridurre la sottocapitalizzazione delle nostre PMI. Essi, inoltre, potrebbero essere utili per realizzare il passaggio generazionale agevolando la redistribuzione delle quote tra i membri della famiglia interessati a restare in azienda, nonché la liquidazione dei familiari disinteressati.

Le maggiori disponibilità di capitale di rischio consentirebbero anche di affrontare gli investimenti necessari per riposizionare le imprese in contesti competitivi più confacenti alla globalizzazione dell'economia (strategia realizzabile tramite opzioni di sviluppo organico o tramite M&A) (15), di aumentare il tasso d'innovazione e la creazione di *asset* intangibili e di attrarre *manager* nelle PMI.

Per queste ragioni gli imprenditori, i *manager* e i loro consulenti dovrebbero prendere in considerazione le molteplici opzioni offerte dal *private equity* e progettare il modo per presentare efficacemente l'azienda a un fondo (16).

Le autorità e gli investitori istituzionali, dal canto loro, dovrebbero ragionare su come

rendere più semplice l'attività dei *private equity* tradizionali in Italia, su come attrarre nel nostro Paese gli investitori finanziari esteri e su come rendere praticabile l'introduzione di nuovi strumenti quali i *search fund* (17). Questi ultimi, in particolare, potrebbero anche rallentare la c.d. fuga di cervelli, trattenendo i giovani più promettenti in Italia per consentire loro di diventare imprenditori di aziende storiche e ben avviate. Ad avviso di chi scrive, la collaborazione tra *advisor* con esperienza di M&A e università potrebbe risultare vincente per affermare anche in Italia questa interessante *asset class* "di nicchia".

#### Note:

(15) G. Gagliardi, "M&A: le prospettive", in questa *Rivista*, n. 11/2015; G. Gagliardi, "Quando conviene comprare un concorrente straniero", in *Innovare*, n. 1/2009; M. Ghiringhelli e G. Gagliardi, "Le operazioni di M&A come strumento di sviluppo strategico", in *L'Amministratore* del 16 maggio 2005.

(16) Equity Factory SA, "Dress: come portare un fondo di *private equity* nel retail", in *Largo Consumo*, n. 5/2015; G. Gagliardi, "Arriva un nuovo socio", in questa *Rivista*, n. 3/2011; M. Ghiringhelli e G. Gagliardi, "Ottenere capitali dai *private equity*", in *Contabilità, Finanza e Controllo*, n. 12/2006.

(17) "L'Italia è esportatore netto di capitali con conseguente espollazione del risparmio nazionale" da MISE, *Small Business Act, Rapporto 2014*, scaricabile dal sito del Ministero.

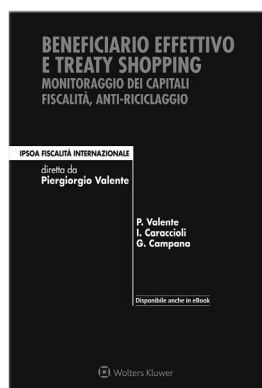
## LIBRI

# BENEFICIARIO EFFETTIVO E TREATY SHOPPING

Monitoraggio dei capitali, fiscalità, anti-riciclaggio

di P. Valente, I. Caraccoli, G. Campana

Ipsoa Editore, 2016, pagg. 416, € 40,00



Prestanomi, soggetti interposti (reali o fittizi), titolari effettivi o apparenti, fiduciari e *trust*, travestimenti negoziali, "contratti in maschera" e "teste di legno". Sono questi i temi studiati nell'ambito dei meccanismi antiabuso previsti dall'ordinamento internazionale al fine di impedire l'indebita fruizione dei benefici convenzionali.

Il volume – di particolare attualità (anche alla luce del cd. "Panama Papers") – tratta di casi concreti di interposizione nelle verifiche fiscali.

Si rivolge non solo, e non tanto, a coloro che si accostano alla materia per finalità

accademiche e didattiche, ma soprattutto a professionisti e manager d'azienda i quali si trovano ad affrontare quotidianamente le problematiche connesse alla interposizione fittizia nei flussi di reddito transnazionali.

#### Per ulteriori informazioni o per l'acquisto:

- Servizio Informazioni Commerciali Ipsoa  
Tel. 02.82476794 - fax 02.82476403
- Agenzie Ipsoa di zona  
([www.ipsoa.it/agenzie](http://www.ipsoa.it/agenzie))
- [www.shopwki.it](http://www.shopwki.it)