



*Facoltà di economia e management*

*Tesi di Laurea Triennale*

*Indirizzo: Finanzia aziendale*

***Ruolo degli intermediari nelle IPO: analisi critica dei casi recenti.***

*Relatore:*

*Arturo Capasso*

*Laureando:*

*Martina Licari*

*Anno accademico 2018/2019*

*A mia Nonna Mattia, ovunque tu sia  
so che mi stai sorridendo e che sarai orgogliosa di me.*

*...”Sono i sogni a far vivere l’uomo. Il destino è in buona parte nelle nostre mani,  
sempre che sappiamo chiaramente quel che vogliamo e siamo decisi ad ottenerlo.”*

*-Enzo Ferrari, 1898/1988-*

## **Indice**

### **Introduzione**

Pag.3

### **Il Venture Capital**

1. Venture Capital: Definizione, caratteristiche e funzionamento  
Pag.4
  2. La questione del finanziamento alla imprese innovative  
Pag.5
  - 2.1. Il ruolo del Venture Capital nel finanziamento dell'innovazione  
Pag.8
  3. Il panorama del Venture Capital italiano e globale  
Pag.11
  4. I rendimenti del Venture Capital  
Pag.21
  5. La situazione attuale dei fondi del Venture Capital in Italia  
Pag.24
  - 5.1. Il Venture Capital nella Legge di Bilancio 2019  
Pag.26
- 
- ### **L'investimento nel capitale di rischio: caratteristiche e ruolo del Private Equity**
1. L'investimento in private equity  
Pag.29
  2. Tipologia di fondi  
Pag.30
  - 2.2.1 Differenza tra Venture Capital e private equity  
Pag.31
  - 2.3 Gli aspetti normativi  
Pag.33
  - 2.4 Il processo di selezione di un fondo di private equity  
Pag.33
  - 2.5 La due diligence  
Pag.33
  - 2.5.1 La valutazione del team di investimento e della struttura organizzativa del gestore Pag.35
  - 2.5.2 La strategia d'investimento  
Pag.36

2.5.3 I limiti ai rischi dell'investimento in private equity

Pag.37

2.5.4 L'allineamento di interessi tra investitori e gestori

Pag.37

## Initial Public Offering

3.1 Gli investitori nel capitale di rischio delle imprese in Italia

Pag.39

3.1.1 La scelta del mercato borsistico

Pag.41

3.1.2 Le ragioni per quotarsi in borsa

Pag.42

3.2 Le principali fasi delle IPO

Pag.43

3.3 Quotazione delle PMI

Pag.47

3.3.1 Le iniziative italiane per la crescita della quotazione delle PMI

Pag.52

3.3.1.1 Il progetto Elite di Borsa Italia e il progetto PiùBorsa di Consob

Pag.56

3.3.2 AIM ITALIA/MAC : il mercato di quotazione alternativo per le PMI

Pag.58

L'effetto della quotazione in borsa: Analisi dell'andamento finanziario pre e post quotazione

4.1 I benefici della quotazione

Pag.60

4.2 L'attuale situazione del mercato borsistico italiano: un raffronto tra aziende quotate e non quotate

Pag.63

## **Conclusioni**

Pag.70

## **Bibliografia**

Pag.71

## **Ringraziamenti**

Pag.74

La Borsa rappresenta per ogni impresa un'importante opportunità per affacciarsi alla competizione internazionale ed inoltre anche grazie alla possibilità di accedere al capitale di rischio, offre una possibilità di sviluppo e miglioramento della qualità nella gestione dell'azienda, permettendo la creazione di valore per i suoi azionisti. Con il termine *venture capital* si entra in un contesto di investimenti, che riguardano principalmente le nuove società, quelle ancora non quotate in Borsa, ma che presentano buone potenzialità e, nello stesso tempo, diversi rischi.

Pertanto nel primo capitolo verrà affrontato il tema del *venture capital process*<sup>1</sup>, un accurato processo di *screening*, selezione e controllo attraverso il quale l'investitore istituzionale decide quali progetti ed investimenti finanziare, partendo dall'analisi delle diverse proposte di investimento pervenute e proseguendo con un'accurata valutazione economico-finanziaria delle prospettive di sviluppo futuro delle imprese. Dopo questa prima descrizione, verrà approfondita la tematica relativa all'investimento nel capitale di rischio, che rappresenta quella quota di capitale con cui soggetti esterni entrano a far parte del rischio d'impresa e che non consiste solo nell'apporto di liquidità, ma anche di investimenti in termini di *know how*, competenze e capacità di operatori che scelgono di investire in imprese giudicate particolarmente promettenti.

Nel terzo capitolo del presente lavoro, verranno infine presentati i diversi aspetti relativi all'*initial public offering*, (*IPO*) evidenziando come, per una società, la fase della prima offerta al pubblico rappresenti un momento cruciale. Dopo l'analisi dei vari elementi caratterizzanti l'*IPO*, si affronteranno i temi della scelta, da parte dell'azienda, del mercato di riferimento, del momento in cui quotarsi in borsa e dei requisiti necessari per essere ammessi alla quotazione. Successivamente, verrà descritta la lunga ed articolata procedura da seguire per portare a termine l'operazione, partendo dalle diverse fasi del processo preparatorio per arrivare alla effettiva quotazione.

---

<sup>1</sup> Rija M., *Il ruolo del venture capital e del private equity nel capitale di rischio delle imprese. Dall'analisi teorica ai risultati di una ricerca empirica*, FrancoAngeli, Milano, 2012, pp. 79-80

## **Capitolo primo      Il Venture Capital**

### *1. Venture capital: definizione, caratteristiche e funzionamento*

Il venture capital è definibile come il capitale di rischio fornito da investitori professionali, sotto forma di acquisto di azioni o di obbligazioni convertibili in azioni, a supporto di imprese di recente formazione, nelle fasi iniziali del proprio sviluppo, che esprimono elevate potenzialità di reddito ma elevato fabbisogno finanziario.

Il venture capital fa riferimento all'investimento nel capitale di rischio di imprese di nuova costituzione, mentre il termine di private equity si usa nel caso di aziende già esistenti quando il finanziamento serve per il potenziamento dell'azienda, la riorganizzazione dell'assetto proprietario o l'acquisizione di nuove imprese.

L'investitore istituzionale, che diviene socio, seppure provvisorio, dell'azienda, si propone di ottenere un capital gain, ossia un guadagno, dalla vendita della partecipazione: tale accadimento avviene solo se, nel periodo di tempo in cui l'investitore resta socio dell'azienda, si ottiene un aumento del costo della partecipazione. Essere investitori istituzionale comporta diversi rischi: un rischio operativo derivante dal non sapere aprioristicamente se l'impresa riuscirà a raggiungere un mercato per i propri prodotti o servizi, e un rischio finanziario. Che deriva dal fatto che non vi è la sicurezza di riavere l'investimento compiuto.

La presenza temporanea nella società dell'investitore istituzionale è sempre una partecipazione di minoranza che, a seconda dei casi, può variare dal 20 al 49%. L'investitore istituzionale, oltre al denaro, offre all'azienda, anche la sua rete di contatti, ossia i suoi stessi investitori e istituzioni finanziarie di riferimento, e il suo

background esperienziale, consistente nelle sue capacità finanziarie, organizzative e di marketing. Dall'investimento nel capitale di rischio dell'azienda chiede di partecipare alle scelte strategiche della società, non richiedendo però di intervenire nella gestione ordinaria della stessa. Per controllare la gestione aziendale solitamente impone l'inserimento di un proprio membro nel consiglio di amministrazione. I venture capitalist investono in idee imprenditoriali appassionanti, in società con un alto potenziale di sviluppo, in termini di nuovi prodotti o servizi, nuove tecnologie o nuove concezioni di mercato.

### *1.2 La questione del finanziamento alle imprese innovative*

In Italia secondo l'Osservatorio sul Corporate Venture Capital, promosso da Assolombarda, Italia Startup e Smau in collaborazione con InfoCamere e il Politecnico di Milano, l'open innovation, espressione mutuata dal linguaggio degli startupper, sta registrando una dinamica positiva.

Fra i dati rilevanti della ricerca emerge ad esempio il numero delle quote dei soci aziendali che hanno investito in startup innovative, aumentato dell'87% tra settembre 2017 e settembre 2019 da 6.726 a 11.665 unità. Considerando le sole partecipazioni dirette, l'incremento è stato del 75,8% in ventiquattro mesi mentre il numero di startup entrate nel portafoglio dei Cvc è aumentato del 23% nel periodo considerato, passando da 2.154 a 2.657.

Inoltre, se gli investitori specializzati in innovazione, tra i quali venture capitalist, business angels, acceleratori e incubatori, fanno parte del capitale di 397 startup innovative iscritte alla sezione speciale del Registro delle imprese, i Corporate Venture Capital sono presenti in 2.655 startup innovative (circa il 26% del totale) e le rimanenti 7.489 hanno come soci solo persone fisiche e ditte individuali<sup>2</sup>.

Riferendosi ad un recente lavoro di Petrella<sup>3</sup> emergono si cercherà qui di evidenziare alcuni elementi tipici delle imprese innovative che le contraddistinguono da quelle che agiscono in settori tradizionali; elementi che richiedono di riformulare la

---

<sup>2</sup> Rus G., Le grandi imprese motore delle startup: investimenti per mezzo miliardo di euro, Il Sole 24Ore, 28 ottobre 2019

<sup>3</sup> Petrella G. "Sistemi Finanziari e Finanziamento delle Imprese Innovative: Profili Teorici ed Evidenze Empiriche Dall'Europa" Quaderni REF, n. 4, 2001

gerarchia nelle fonti di finanziamento di cui si è parlato nel paragrafo precedente. La prima osservazione è relativa al dato che il fabbisogno finanziario ed il livello di rischio<sup>4</sup> sono quasi sempre correlati al grado di sviluppo che il progetto da finanziare ha conseguito. In linea di massima, si distinguono quattro momenti consequenziali: seed (nasce l'idea innovativa), start-up (avvio del processo innovativo), early growth (fase di espansione iniziale), sustained growth (fase di consolidamento)<sup>5</sup>. Nel corso della fase di seed, a fronte di un elevatissimo rischio di insuccesso del progetto innovativo, si ha un fabbisogno finanziario ridotto, che spesso consiste esclusivamente nelle spese necessarie per svolgere le valutazioni di fattibilità e di convenienza economica del progetto stesso. La successiva fase dello start-up evidenzia ancora un alto grado di rischio, ma adesso è accompagnato da un elevato fabbisogno finanziario necessario per realizzare i prototipi e per l'attività di marketing e promozione del prodotto realizzato.

Le ulteriori due fasi di early growth e sustained growth presentano entrambe un grado di rischio più basso delle prime due e si differenziano tra di loro poiché l'espansione iniziale (early growth) necessita di un fabbisogno economico maggiore rispetto a quella conclusiva di consolidamento. Per crescere, infatti, un'impresa deve essere capace di mettere in campo una distribuzione capillare ed un efficiente sistema di commercializzazione del prodotto. Riassumendo quindi, le fasi che richiedono maggiori capitali sono la fase di start-up e di early growth del progetto innovativo; quelle che, invece, presentano il rischio più alto sono la fase di concepimento (seed) e di avvio (start-up). Ritornando, pertanto, sulle fonti di finanziamento elencate nel paragrafo precedente, si comprende come, per questa tipologia di imprese, è estremamente difficile il ricorso all'autofinanziamento da fonti interne: appare del tutto evidente, infatti che esse non siano in grado, soprattutto nella fase iniziale, di generare flussi di cassa sufficienti. Le imprese innovative, pertanto, possono essere identificate come operatori fortemente speculativi, dal momento che, soprattutto

---

<sup>4</sup> Ivi

<sup>5</sup> Sau L., Gli Effetti del Venture Capital sulle Gerarchie di Finanziamento delle Imprese Innovative, Working Paper preparato per il convegno: Innovare per competere. Come finanziare l'innovazione?, Novara, 22-23 maggio 2003



nella fase di start-up, è possibile che debbano assolvere ad impegni di pagamento superiori al flusso delle future entrate previste. Riguarda, invece, alla possibilità di accedere alle fonti esterne occorre prendere atto che gli investitori ed i finanziatori valutano il progetto innovativo tenendo da conto un livello di incertezza<sup>6</sup> decisamente maggiore di quello che presentano le imprese operanti nei settori tradizionali, cosa che rende alquanto complicata l'attività di screening svolta dagli outsiders. Inoltre, anche il fatto che le imprese innovative siano per definizione imprese giovani rende difficile soppesare il rischio correlato ad un finanziamento. Per di più, la mancanza di una storia e di esperienze comprovate (track record) che possa in qualche modo ridurre dubbi e problematiche contribuisce a creare una certa opacità informativa<sup>7</sup>, molto maggiore superiore delle imprese tradizionali. Di conseguenza, questo fa lievitare notevolmente i costi di agenzia che, per queste imprese, potrebbero diventare addirittura insostenibili. Una possibile risposta al problema di questo squilibrio informativo potrebbe venire dal trasmettere all'investitore-finanziatore tutte le informazioni necessarie; cosa che, però, toglierebbe all'imprenditore innovatore qualsiasi vantaggio e renderebbe non più credibile la perfetta trasparenza tra insiders e outsiders: è innegabile, infatti, che il valore di una innovazione è inversamente proporzionale alla quantità delle informazioni che vengono diffuse a suo riguardo. Va sottolineato anche che spesso le imprese innovative non hanno proprio la possibilità di offrire le opportune garanzie, sia implicite che esplicite, in grado di ridurre, come visto nel paragrafo precedente, il rischio del creditore. Infatti, per quanto riguarda le garanzie implicite, le imprese, almeno all'inizio della loro attività, non hanno ancora la capacità di generare i flussi netti positivi che occorrono per il servizio del debito (pledgeable income). Quanto alle garanzie esplicite, invece, le imprese utilizzano soprattutto attività immateriali (brevetti, copyrights) e fortemente firm specific, che determinano un maggiore grado

---

<sup>6</sup> Mumuseci M., Reito F., Imprese innovative, venture capital e network, in Rivista economica del Mezzogiorno, 1-2, marzo-giugno 2014

<sup>7</sup> Ivi

di rischio per il finanziatore<sup>8</sup>. L'attività ed il capitale immateriali possono rappresentare un ostacolo insormontabile per accedere all'indebitamento bancario, proprio perché l'impresa non è in grado di fornire adeguate garanzie interne (inside collaterals) per ridurre il rischio del creditore legato ad una eventuale bancarotta. La particolarità dell'informazione e dell'utilizzo dei beni capitali non fa che aumentare, inoltre, il livello di illiquidità degli stessi e determina per il creditore un maggior costo di bancarotta in caso di financial distress del progetto, non dandogli la possibilità di fissare, nell'eventualità del fallimento, un limite inferiore alla perdita. La mancanza di un mercato secondario perfetto (perfect resale market) per tali beni, infatti, fa sì che ogni scelta di investimento e relativi obblighi finanziari siano praticamente irreversibili. Pertanto, da una parte la forte incertezza e la scarsa trasparenza informativa, dall'altra l'assenza di inside collaterals e di pledgeable income, possono chiudere ogni possibilità per queste imprese di ricorrere a fonti di finanziamento esterne 'tradizionali', limitandone fortemente la capacità di reperire fondi tramite indebitamento<sup>9</sup> o attraverso l'emissione di azioni. Infine, un altro elemento importante da considerare è che nell'iniziale fase di seed le imprese innovative si servono soprattutto di capitale umano<sup>10</sup>: pertanto l'investimento iniziale necessario è collegato all'esborso per gli stipendi del personale tecnico-scientifico e questo origina elevati costi di aggiustamento dello stock di capitale che, a loro volta, aumentano il costo del capitale stesso. Pertanto, sono proprio le caratteristiche intrinseche delle imprese innovative a determinare una situazione di insuccesso per quanto riguarda la possibilità di utilizzare i tradizionali strumenti di finanziamento. Non a caso, Bronwyn Hall<sup>11</sup> parla addirittura di una vera e propria mancanza di mercato per il finanziamento dell'innovazione.

### *1.2.1 Il ruolo del Venture Capital nel finanziamento dell'innovazione*

---

<sup>8</sup> Sau L., Gli Effetti del Venture Capital sulle Gerarchie di Finanziamento delle Imprese Innovative, Working Paper preparato per il convegno: Innovare per competere. Come finanziare l'innovazione?, op. cit.

<sup>9</sup> Ivi

<sup>10</sup> Ivi

<sup>11</sup> Hall B.H. "The Financing of Research and Development", NBER W.P., n. 8773, 2002

Una soluzione al problema del finanziamento delle aziende innovative può arrivare dal private equity<sup>12</sup>, cioè dall'investimento in capitale di rischio in imprese non quotate. Il venture capitalist, appartenente a tale categoria è, quindi, un intermediario che contatta diversi investitori (banche, fondazioni, società di assicurazioni) ed investe i fondi raccolti nel capitale azionario di società di nuova istituzione ed altamente innovative.

È una tipologia di finanziamento che appartiene al cosiddetto finanziamento informato (informed capital) contrapposto all'arm's length financing, cioè la raccolta di fondi attraverso l'emissione di azioni ed obbligazioni che vengono scambiate direttamente sul mercato aperto.

Il primo passo del venture capitalist è quello dell'analisi e selezione delle imprese innovative, così da limitare l'asimmetria informativa ex-ante. L'intermediario, infatti, spesso possiede conoscenze specifiche e competenze che accrescono nel corso della sua attività di intermediazione e che gli permettono di effettuare uno screening dei progetti molto più attento di quello che farebbe un generico investitore-finanziatore outsider o una banca. La partecipazione all'impresa attraverso l'assegnazione del capitale di rischio, inoltre dà al venture-capitalist la possibilità di fare propria una parte del valore creato dall'impresa e, nello stesso tempo, di svolgere compiti specifici che vanno dalla consulenza manageriale, al monitoring fino al controllo dell'impresa venture-backed. In qualità di intermediario il venture-capitalist svolge l'importante attività di ricerca ed elaborazione delle informazioni, attività che, per il finanziamento alle imprese collocate nel mercato razionale viene solitamente svolta dalle banche. Il venture capitalist, quindi, non ha solo il compito di reperire il finanziamento, ma offre tutta una serie di servizi non necessariamente di natura finanziaria fondamentali quando si parla di imprese innovative e soprattutto nelle prime fasi di sviluppo. Come consulente, l'intermediario spesso è presente assistendo l'impresa finanziata sia nelle attività di gestione, organizzazione e marketing sia nell'adottare decisioni e scegliere strategie. Difatti, quasi sempre l'imprenditore-

---

<sup>12</sup> Sau L., Gli Effetti del Venture Capital sulle Gerarchie di Finanziamento delle Imprese Innovative, op. cit.

innovatore ha grandi conoscenze scientifiche o competenze tecniche, ma scarsa preparazione manageriale. Naturalmente la capacità di fornire una adeguata consulenza è legata al livello di competenza e professionalità che il venture capital manager ha raggiunto attraverso le precedenti esperienze. Dal momento che il venture-capitalist ha investito capitale di rischio nell'impresa innovativa, egli è fortemente motivato a compiere una adeguata attività di monitoraggio delegato (delegated monitoring)<sup>13</sup>. La possibilità di svolgere un monitoraggio diretto da all'intermediario la possibilità di limitare il livello di asimmetria informativa ex-post, riducendo anche il problema collegato del moral hazard da parte dell'imprenditore-innovatore. Nel caso, ad esempio, delle imprese del settore delle biotecnologie, il classico problema di rischio morale, moral hazard, è quello che nasce quando il ricercatore-innovatore potrebbe orientarsi verso progetti di ricerca che migliorano la sua reputazione nella comunità scientifica, ma che si presentano come altamente rischiosi o con un rendimento per l'investitore molto inferiore rispetto ad altri progetti. Lo svolgimento di questo ruolo spesso richiede che il venture capitalist sia partecipe del consiglio di amministrazione dell'impresa innovativa; questo, di conseguenza, significa che l'imprenditore-innovatore deve rinunciare ad una parte del suo potere di controllo, ma è una decisione assolutamente necessaria per evitare comportamenti opportunistici e/o scelte personalistiche che potrebbero provocare il fallimento del progetto stesso. La rinuncia parziale al potere di controllo è comunque temporanea: infatti tra il venture capitalist e l'imprenditore-innovatore si stabilisce una sorta di contratto implicito che permette al secondo di riacquisire il controllo al momento del disinvestimento tramite IPO. Si può affermare, quindi, che il venture capital financing sia una sorta di finanziamento ibrido in quanto, pur caratterizzato dall'investimento in capitale di rischio, presenta aspetti che lo assimilano al capitale di debito<sup>14</sup>. Infatti, in presenza di performances insoddisfacenti dell'impresa venture backed (cosa che amplificherebbe la probabilità di moral hazard da parte dell'innovatore e quindi il rischio di perdite per l'investitore), di solito viene stabilito che il controllo passi interamente nelle mani dell'intermediario che può addirittura

---

<sup>13</sup> Mumuseci M., Reito F., *Imprese innovative, venture capital e network*, op. cit.

<sup>14</sup> Ivi

decidere di mettere in liquidazione il progetto stesso (esattamente come avviene nei casi di insolvenza per l'utilizzo del capitale di debito). Al contrario, con performances positive, il controllo resta o torna all'imprenditore-innovatore<sup>15</sup>. Una peculiarità del VC, sempre più importante nell'ambito della letteratura sui contratti e sulle forme di controllo efficienti, è rappresentata dal finanziamento a stadi (staging financing), collegato ai risultati raggiunti dagli imprenditori-innovatori. In pratica, il venture capitalist eroga un finanziamento iniziale insufficiente per attuare il business plan; in questo modo gli imprenditori sono fortemente incentivati a realizzare con successo il progetto innovativo. Insieme allo staging financing il venture capitalist solitamente riceve delle obbligazioni convertibili come contropartita alla partecipazione al capitale sociale<sup>16</sup>. Questo fa parte di una strategia operativa mirata ad incentivare ulteriormente l'imprenditore-innovatore al raggiungimento degli obiettivi prefissati: infatti la conversione in questi casi è generalmente automatica. Quanto al compito di ricerca e trasmissione delle informazioni, spesso il venture capitalist spende la propria reputazione per garantire il progetto innovativo, migliorando notevolmente il grado di trasparenza relativo alla impresa venture backed. Così facendo, anche la funzione di informed capital contribuisce a generare indirettamente effetti positivi su "terzi" che, a loro volta, estendono l'informazione sull'impresa e favoriscono il successo dell'investimento. Aver ottenuto un finanziamento tramite VC costituisce per i fornitori un segnale positivo sul progetto e, quindi, agevola l'ulteriore concessione di credito commerciale. I clienti potrebbero sentirsi più fiduciosi che l'impresa innovativa riesca in breve tempo a promuovere nuovi prodotti e le banche, dopo che l'attività del venture capitalist ha ridotto i problemi informativi, potrebbero essere disponibili alla concessione di prestiti. Per l'impresa venture backed, infine, potrebbe essere più semplice reperire sottoscrittori nel caso di una IPO<sup>17</sup>.

---

<sup>15</sup> Mumuseci M., Reito F., *Imprese innovative, venture capital e network*, op. cit.

<sup>16</sup> Sau L., *Gli Effetti del Venture Capital sulle Gerarchie di Finanziamento delle Imprese Innovative*, op. cit.

<sup>17</sup> Ivi

### *1.3 Il panorama del venture capital italiano e globale*

Per il venture capital italiano, il 2018 ha rappresentato l'anno della svolta, soprattutto perché, per la prima volta, è stato superato il livello dei 100 milioni su cui si era assestato negli ultimi sei anni. Anche se non sono ancora stati resi pubblici i dati ufficiali, stime attendibili parlano di oltre 500 milioni, un salto di qualità indubbiamente notevole<sup>18</sup>. Ma il 2018 ha segnato anche un'altra importante novità: sono state finalmente create le basi affinché si possa realmente e strutturalmente investire sull'innovazione in Italia e per il sistema-Paese. Sicuramente si può parlare di un'ottima notizia, a cui collegare alcune considerazioni. La prima è che il venture capital è un'attività molto più complessa e multiforme della semplicistica equazione capitale = exit miliardarie in un biennio. Senza dimenticare che, anche per il settore dei capitali, il mercato italiano ha dovuto affrontare una restrizione ed un contenimento evidenti che ne hanno rallentato la crescita, va comunque specificato che si tratta di un elemento necessario ma non certo sufficiente. Il venture capital è un sistema articolato, al cui corretto funzionamento partecipano fattori diversi e tutti necessari: basta, infatti, che uno solo sia inadeguato o mancante perché si inceppi l'intero sistema. L'aspetto positivo sta proprio nel fatto che negli ultimi tempi si sono manifestati, seppur in una fase embrionale, tutti gli elementi che contribuiscono al buon funzionamento del sistema.

Il primo di questi elementi va individuato nel prodotto, vale a dire le startup su cui è possibile investire: dal 2012 la quantità e la circolazione di nuove società sono consistenti sia come trend che in termini di valore. Anche in questo caso, non si tratta soltanto di un cambiamento in termini di volumi, visto che il numero delle startup innovative registrate ha superato le 10.000 unità e, ad oggi, impiegano oltre 60.000 risorse.

Un altro aspetto positivo è il continuo miglioramento qualitativo del prodotto: una nuova cultura imprenditoriale unita alla voglia di progredire hanno determinato un balzo in avanti dell'innovazione. I progetti validi sono sempre di più e, spesso,

---

<sup>18</sup> BeBeez, Venture Capital. Report 2018, EdiBeez, Milano, 2018

approdano al venture capital già con una struttura e con modelli di business solidi e capaci di camminare autonomamente.

Un altro elemento è quello della “maturità”: il lavoro iniziato nel 2012 ha, infatti, prodotto un primo gruppo di potenziali scale-up in grado di attirare importanti capitali grazie ai quali presentarsi sui mercati internazionali a condizioni, pressoché, pari. In questo modo, gli investimenti sull’innovazione raggiungono un livello qualitativo superiore: ad oggi è possibile finanziare l’intero processo di crescita di un business e non più soltanto il suo sviluppo nella fase embrionale. Nel 2018 si è assistito alle prime exit che rappresentano un momento fondamentale nello sviluppo di un mercato solido e proficuo, anche perché protagonisti delle exit, talvolta, sono stati proprio gli investitori internazionali. Fra i casi più significativi, vanno ricordati l’acquisizione di Musement da parte del colosso tedesco TUI e la fusione fra la scale-up spagnola ForceManager e l’italiana Self, leader delle soluzioni mobile per le reti di vendita.

Infine, va citata la costante crescita del numero di operatori e di capitali a disposizione mentre, contemporaneamente, le società di venture hanno deciso per fondi più capienti dei precedenti, cosa che ha già prodotto non solo un maggior numero di operazioni, ma soprattutto con dimensioni più ragguardevoli. Da questo cambiamento strutturale potrebbero arrivare risultati straordinari, soprattutto quando si concretizzeranno sul mercato le misure previste nella Legge di Bilancio 2019 e mirate a consolidare le dinamiche positive: l’obbligo per i Pir di investire il 3,5% del portafoglio in fondi di venture capital e l’estensione dell’incentivo fiscale già previsto per le start-up anche alle pmi innovative.

Dal report di Bebeez per P101 Ventures, dedicato al Venture Capital in Italia e che si pone l’obiettivo di studiare l’andamento degli investimenti nel 2018 nelle start-up e scale-up italiane o fondate da italiani, emerge un dato positivo: l’annuncio di round per ben 480 milioni di euro riguardanti 177 aziende, per un totale di oltre 633 milioni raccolti dall’inizio della loro attività. Queste cifre comprendono non solo gli investimenti dei fondi di venture ma anche di business angel ed altri investitori, oltre che dei round di equity crowdfunding (circa 28,3 milioni di euro totali, esclusi i 7,7 milioni di euro di round relativi a equity crowdfunding immobiliare).

Il dato interessante che emerge è che, considerando solamente i round annunciati dalle startup o scale-up che annoverano fondi di venture capital tra i loro azionisti, il valore non cambia molto: si parla, infatti, comunque di 414 milioni di euro relativi a 55 aziende, in netta crescita rispetto ai 144 milioni del 2017 relativi a 52 operazioni<sup>19</sup>. Inoltre, i dati complessivi dimostrano anche un aumento del numero di operazioni riferite alle startup di più grandi dimensioni ed alle scale-up, cioè di quelle cresciute così tanto da attirare investimenti significativi, almeno per il mercato italiano, con round da 3 milioni di euro in su. In realtà, non si tratta necessariamente di round posteriori alle fasi di pre-seed e seed, ma anche di round seed di volumi decisamente più importanti rispetto a quelli generalmente annunciati negli anni precedenti. Protagonisti di queste operazioni sono stati gli investitori internazionali che, sempre più di frequente, hanno deciso di partecipare nel capitale di aziende ai fondi italiani già presenti, in molti casi a seguito dell'investimento iniziale. Allo stesso modo, i primari fondi italiani di venture capital nel 2018 hanno ripreso ad investire in maniera più consistente, anche grazie alle nuove raccolte condotte nel corso dell'anno, dopo che nel 2017 quasi tutti avevano investito gli ultimi capitali di cui disponevano. Non è un caso se adesso si assiste ad un maggiore interesse dei fondi italiani verso investimenti in startup estere.

Importante è anche il fronte delle exit: senza dubbio rimane abbastanza limitato il numero dei disinvestimenti, ma adesso finalmente si rileva una rinnovata attenzione verso le start-up italiane da parte degli operatori industriali internazionali.

L'AIFI a settembre 2018 ha pubblicato i dati relativi al primo semestre per l'attività in Italia dei fondi di venture capital evidenziando una tendenza alla crescita: 80 gli investimenti di early stage per un volume di 96 milioni di euro contro i 65 investimenti ed i 43 milioni di euro dei primi sei mesi del 2017. Se si considera l'intero 2017, si contano 133 milioni di euro di equity investiti dai fondi in operazioni di early stage, che hanno interessato 99 società. Nel 2018 si è registrato un aumento pari al 260% degli investimenti nelle startup, grazie anche ai nuovi strumenti di investimento dei fondi principali. Questa tendenza è stata confermata anche dal database di BeBeez che ha calcolato un valore totale pari a 480 milioni di

---

<sup>19</sup> BeBeez, Venture Capital. Report 2017, EdiBeez, Milano, 2017



euro di round annunciati dalle startup e scale-up italiane o fondate da italiani e, anche considerando soltanto i round raccolti da società che hanno in capitale i fondi di venture capital, si resta comunque oltre i 413 milioni. Questi risultati appaiono ancora più eccezionali se si considera che queste società dall'esordio dell'attività hanno raccolto quasi 574 milioni di euro (contro i 632 milioni raccolti in totale dalle startup). Il trend positivo viene confermato anche dal raffronto con il 2017: il database di BeBeez aveva infatti raccolto i dati relativi ai round annunciati da 51 startup italiane partecipate da fondi di venture capital e mappato quelli ad opera di fondi di venture, di business angel e altri investitori (al netto dei round di equity crowdfunding) per un totale di 143 milioni<sup>20</sup>.

Occorre tuttavia sottolineare che questi numeri non riguardano né le startup né le scale-up che non annoverano figure istituzionali tra i loro investitori; di conseguenza, dall'analisi sono rimaste fuori società, come ad esempio Altheia Science (startup biotech che opera nella ricerca nel campo delle terapie geniche), che hanno ormai raggiunto dimensioni considerevoli. Altheia, a dicembre 2018, ha infatti annunciato un round da 19,3 milioni di dollari interamente sottoscritto da investitori privati, 11 milioni dei quali incassati nel settembre 2018 come prima tranche sottoscritta da Fidim-Rottafarm Biotech (società della famiglia Rovati) ed altri investitori privati per finanziare lo sviluppo dei test clinici; nei mesi successivi, grazie all'ingresso di altri investitori, il capitale ha raggiunto poi la cifra totale di 19,3 milioni. Un altro esempio simile, in cui c'è stata una considerevole raccolta tra gli investitori privati è quello di iGenius, società italiana fondata nel 2016 dal giovane albanese Uljan Sharka e che, grazie all'intelligenza artificiale, sviluppa soluzioni software per la business intelligence. A marzo 2018 iGenius ha chiuso con un aumento di capitale che ha portato a 7 milioni di dollari i fondi raccolti da business angel italiani sin dall'inizio dell'attività.

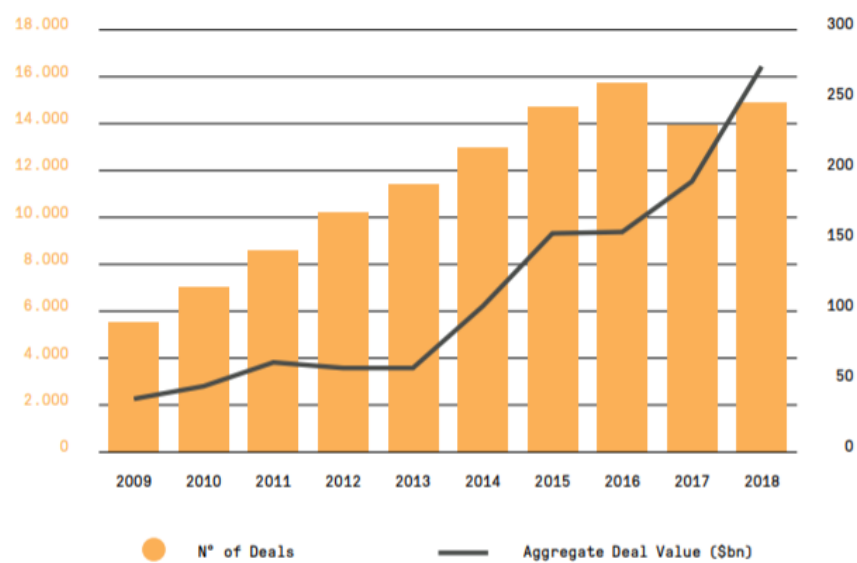
Analizzando i dati relativi al mercato globale, secondo Preqin nel 2018 i fondi di venture capital hanno prodotto circa 14.900 investimenti per un volume di poco inferiore ai 300 miliardi di dollari, contro i 200 miliardi del 2017. In questo

---

<sup>20</sup> BeBeez, Venture Capital. Report 2017, op. cit.

panorama, tuttavia, l'Europa non eccelle: sono riconducibili infatti all'intero continente soltanto il 29% degli investimenti per numero e l'8% per valore.

**Fig. 1 Investimenti globali annuali di Venture Capital<sup>21</sup>**

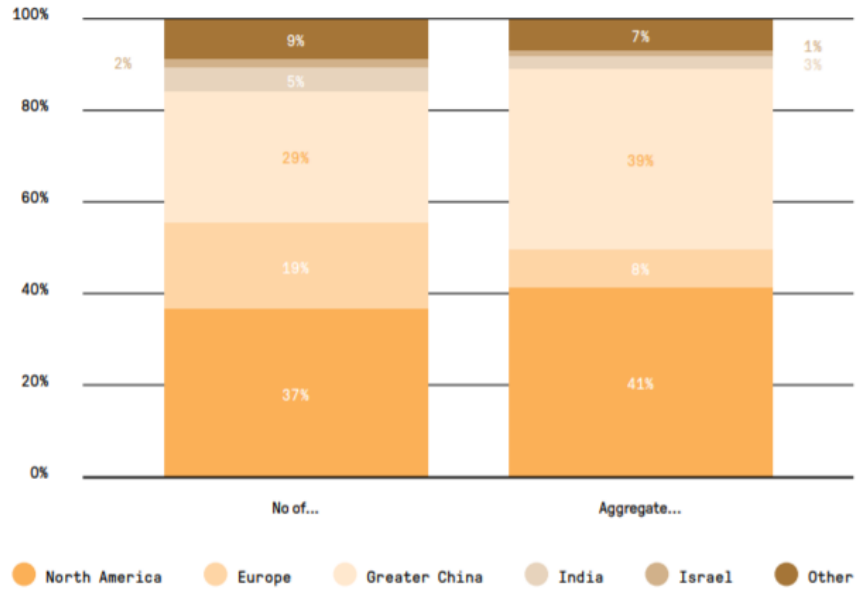


**Fig. 2 Investimenti di Venture Capital in Europa per Regione<sup>22</sup>**

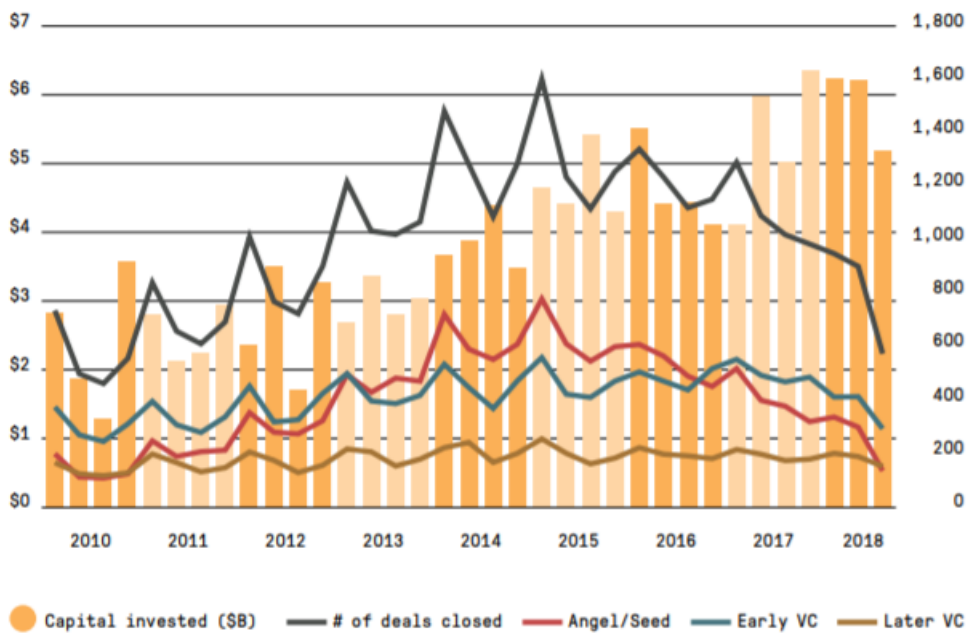
---

<sup>21</sup> BeBeez, Venture Capital. Report 2018, op. cit., p. 12

<sup>22</sup> Ivi, p. 13



**Fig. 3 Finanziamenti di Venture Capital in Europa 2010- marzo 2018<sup>23</sup>**



<sup>23</sup> Ibidem

Kpmg ha stimato in 118 miliardi di euro gli investimenti in 9 mesi, ipotizzando che, entro fine 2018, si poteva arrivare a superare la soglia dei 170 miliardi di dollari del 2017. Per quanto riguarda la situazione europea, secondo PitchBook<sup>24</sup> nel 2018 gli investimenti dei fondi di venture capital hanno toccato quota 20,5 miliardi di euro, rompendo per la prima volta il muro dei 20 miliardi di euro in un anno, nonostante le operazioni siano pesantemente calate di un quarto rispetto al 2017 (-25,7%): questo però, va a confermare ulteriormente la consistenza sempre maggiore del target dei fondi.

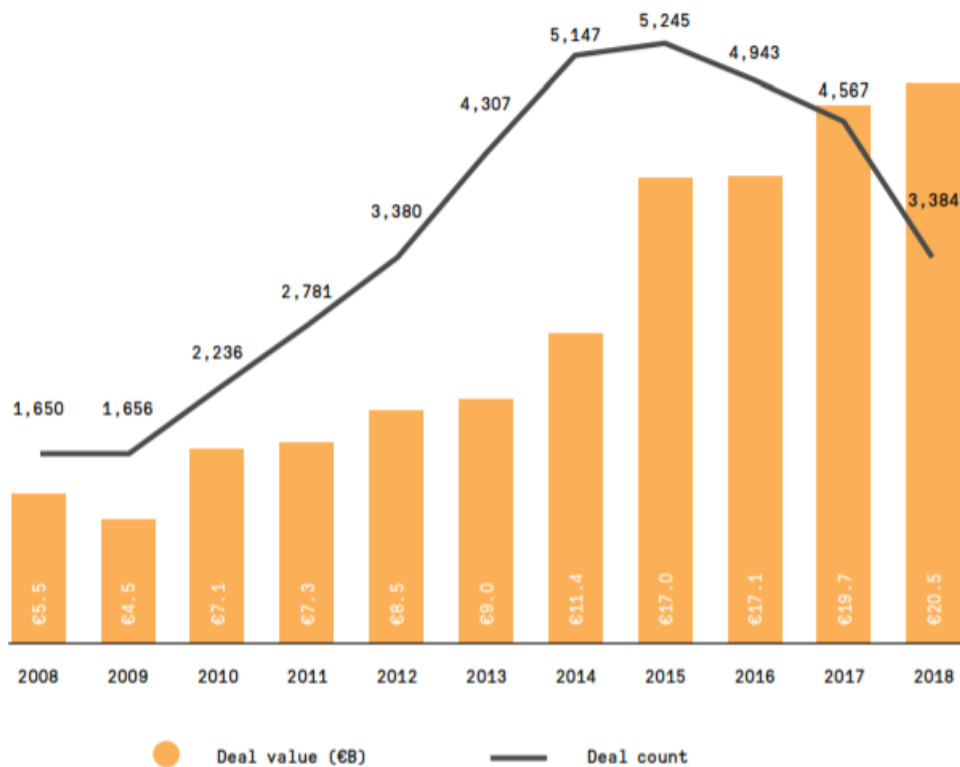
La crescita nel volume degli affari riguarda tutti gli aspetti ed i periodi nella vita delle startup, come testimoniato dal numero praticamente invariato dei round da oltre cento milioni di euro annunciati nel 2018 rispetto al 2017. Ma nel 2018, su un totale degli investimenti di 18,6 miliardi di euro, quei deal hanno pesato soltanto per 2,7 miliardi, contro i 4,7 miliardi dell'anno. Questo rivela una minore concentrazione del volume degli affari nella fascia più alta e, parallelamente, un aumento dei round di valore compreso tra i 10 e i 25 milioni di euro.

**Fig. 4 Attività europea di investimenti di Venture Capital<sup>25</sup>**

---

<sup>24</sup> PitchBook, Venture Capital Outlook, 2018

<sup>25</sup> BeBeez, Venture Capital. Report 2018, op. cit., p. 14



La crescita dimensionale dei deal è evidente anche in Italia. Sui 480 milioni di euro di round totali comunicati dalle startup e scale-up italiane o fondate da italiani nel 2018, più di 408 milioni sono riconducibili a 31 super-startup e scale-up, che hanno dichiarato round a partire dai 3 milioni di euro, tra cui 12 società hanno reso noti round da almeno 10 milioni di euro, per un totale di oltre 316 milioni. Il confronto con l'anno precedente è inequivocabile: nel 2017 erano state soltanto 13 le startup e scale-up che avevano raccolto round da minimo 3 milioni di euro, per complessivi 110 milioni circa. Inoltre, se nel calcolo si considerano anche i capitali raccolti dall'inizio dell'attività dalle grandi startup e scale-up che hanno concluso round nel 2018, si superano di poco i 543 milioni di euro, 408 milioni dei quali raccolti nel solo 2018, a dimostrazione del peso rilevante della raccolta dell'ultimo anno. Anche se si escludono i 100 milioni raccolti da Prima Assicurazioni (startup insurtech che nel 2018 ha registrato il record di funding grazie a un round guidato da Goldman Sachs e Blackstone), i dati 2018 relativi all'Italia sono comunque importanti.

Il successo di Prima Assicurazioni, la startup più finanziata del 2018, va senza dubbio attribuito, oltre al CEO, anche ad uno dei fondatori, Alberto Genovese, imprenditore seriale che ne ha fatto una exit da cento milioni.

**Tab. 1 I round 2018 delle grandi startup o scaleup italiane o fondate da italiani<sup>26</sup>**

Società	Ultimo round mln euro	Tot. capitale raccolto da inizio attività (mln euro)
Prima Assicurazioni	100	>100
Moneyfarm (sede in UK)	46	>70
Cuebiq (spin-off di Beintoo) - sede in Usa	27*	33,1*
EryDel	27	56
Coreview (ex 4word365)	20*	>20*
Depop	20*	25
Medical Microinstruments	20	>20
Altheia Science	19,3*	>19,3*
Satispay	15	42
Supermercato24	13	17
BrumBrum	10	12
Credimi	10	18
<b>Totale round &gt; o = 10 mln (in euro)</b>	<b>317</b>	<b>424</b>
Freeda Media (AG Digital Media )	10*	14,3*
Buzzoole	8	9
Comftech	7	>7
Milkman	6	8
TrueLayer (sede in UK)	7,5*	11,5*
iGenius	<7*	7*
Oval Money (sede in UK)	6	7
miscusi	5	6
Easyrain	5	>5
ArteMest	4	5
Enthera	4	>4
Italianway	4	>4
Smartika	4	8
DFLabs	3,5*	9*
Sciak	3	>3
TravelAppeal	3	4
Brandon Group	3	4
Aileens Pharma	3	>3
<b>Totale round &gt; o = 3 mln e &lt; 10 mln (in euro)</b>	<b>89</b>	<b>113</b>
<b>TOTALE ROUND &gt; 0 = 3 MLN (IN EURO)</b>	<b>406</b>	<b>537</b>

Genovese, infatti, oltre che essere tra i fondatori di Facile.it ha fondato anche la piattaforma BrumBrum che si occupa di vendita online di auto e che, nel gennaio 2018, sotto la guida di United Ventures sgr ha raccolto round per 10 milioni di euro e ad inizio febbraio 2019 ne ha annunciato un altro da 20 milioni, guidato da Accel Capital, con la partecipazione di Bonsai Venture Capital, di e-ventures e del precedente azionista United Ventures. BrumBrum si colloca, quindi, fra le scale-up, con un round molto vicino alla parte alta della forchetta del round medio europeo,

<sup>26</sup> Ivi, p. 19

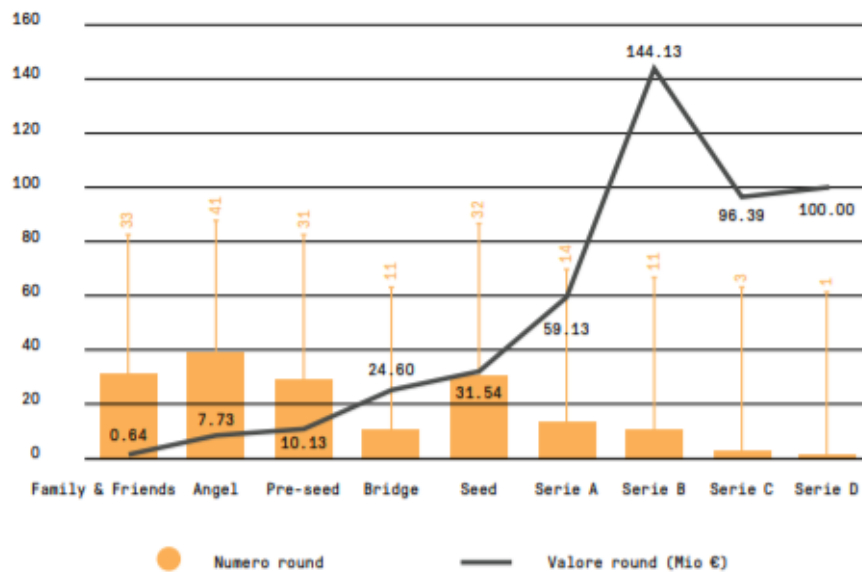
calcolato da PitchBook fra i 10 ed i 25 milioni di euro. Dello stesso tipo è il caso di Depop, che, nel gennaio 2018, ha dichiarato un aumento di capitale da 20 milioni di dollari, sottoscritto dal nuovo investitore Octopus Ventures e da alcuni dei precedenti azionisti<sup>27</sup>, mentre TempoCap è subentrata all'incubatore italiano H-Farm acquistandone le quote di partecipazione. In quest'ottica, rientra chiaramente nella categoria delle scale-up anche Moneyfarm, nata nel 2011 e specializzata nella consulenza finanziaria online e nella gestione patrimoniale in portafogli di Etf. A maggio 2018, la società ha messo insieme ben 46 milioni di euro provenienti da venture capital ed altri investitori, superando così i 70 milioni di capitali raccolti dall'inizio operatività. A capitanare questo nuovo round sono stati tra gli altri il gruppo Allianz, tramite Allianz Asset Management (dopo il primo investimento di 7 milioni di dollari fatto da Allianz Venture nel settembre 2016) insieme al fondo italiano United Ventures e quello britannico Cabot Square, che già nel novembre 2015 avevano guidato un round da 16 milioni di euro. A questi si sono aggiunti nuovi investitori come Endeavor Catalyst e la Fondazione di Sardegna.

Classificando per grandezza non solo i round annunciati dalle grandi startup e scale-up, ma tutti i 177 annunciati nel 2018 (compresi quelli di equity crowdfunding), si evidenzia come il numero maggiore di round (ben 41) può essere definito come "angel round" con importi compresi tra i 150 e i 250 mila euro, per complessivi 7,7 milioni. Seguono poi i round "family&friends" (33), di importi inferiori ai 150 mila euro ed un valore totale di 640 mila euro. Invece, se si considera il valore dei round nell'insieme, la categoria che ha raccolto di più è identificabile come "Serie B" con oltre 144 milioni di euro complessivi distribuiti su 11 deal compresi tra i 7 e i 20 milioni di euro. Fra i round definibili di "Serie C", compresi tra i 20 e i 25 milioni, si sono registrati soltanto 3 round, per un totale di circa 96 milioni; infine i round di "Serie A", compresi tra i 3 e i 7 milioni, sono stati 14 per un totale di poco superiore ai 59 milioni.

---

<sup>27</sup> I fondi Balderton, Creandum, HV Holtzbrinck Ventures, Red Circle Investments e Lumar

**Fig. 6 I round di venture annunciati in Italia nel 2018<sup>28</sup>**



Come accennato in precedenza, questa classificazione tuttavia non corrisponde pienamente alla realtà della situazione di sviluppo delle startup che hanno annunciato round: infatti alcune di esse hanno annunciato per la prima volta round di dimensioni importanti che possono essere collocati tra quelli di Serie A e che si riferiscono a raccolte mirate a sostenere una fase di sviluppo successiva a quella di iniziale seed.

È questo il caso, ad esempio di Aileens, startup biotech che è stata fondata nel giugno 2018, quindi appena 10 giorni prima del round da 3 milioni di euro sottoscritto dai fondi di Panakes sgr e Invitalia Ventures sgr.

Anche Prima Assicurazioni, che fino al 2018 non aveva mai annunciato round di funding, ha esordito annunciando un round addirittura da 100 milioni di euro, che, quindi, per dimensione rientra direttamente come Serie D, nonostante, in passato non ci fossero stati annunci di round classificabili nelle serie precedenti.

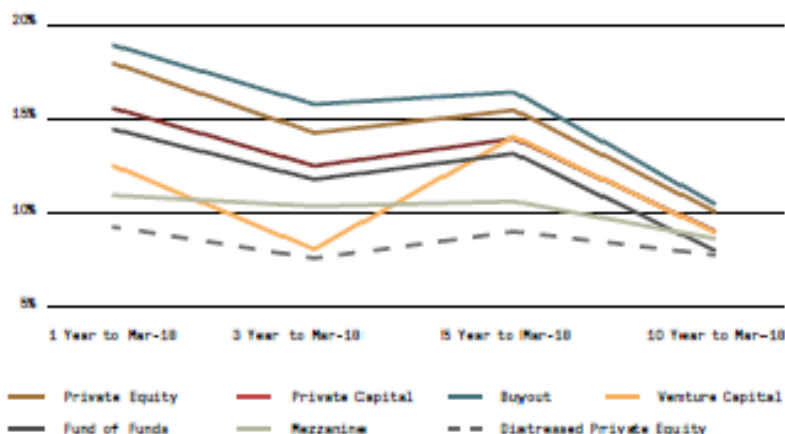
<sup>28</sup> Ivi, p. 33



#### 1.4 I rendimenti del venture capital

Sul tema dei rendimenti nel venture capital, occorre molta pazienza in quanto una startup richiede un sostegno prolungato nel tempo per poter crescere e sviluppare tutta la sua potenzialità. Per questo motivo, come precisa Preqin in un recente report sui rendimenti delle varie strategie di private capital aggiornato a marzo 2018, i rendimenti migliori nel venture capital si raggiungono in almeno cinque anni: a cinque anni, infatti, i fondi di venture a livello globale hanno reso circa il 12%, ma rimangono comunque inferiori ai rendimenti dei buyout. Pertanto, se è vero che nel breve periodo ci si deve aspettare rendimenti bassi, è altrettanto vero che su un orizzonte medio quinquennale si possono ottenere buoni risultati. Se i numeri tornano poi a scendere in un'ottica decennale è perché si tratta di investimenti in scale-up condotti a valutazioni prima della crisi del 2008, quindi in pieno boom.

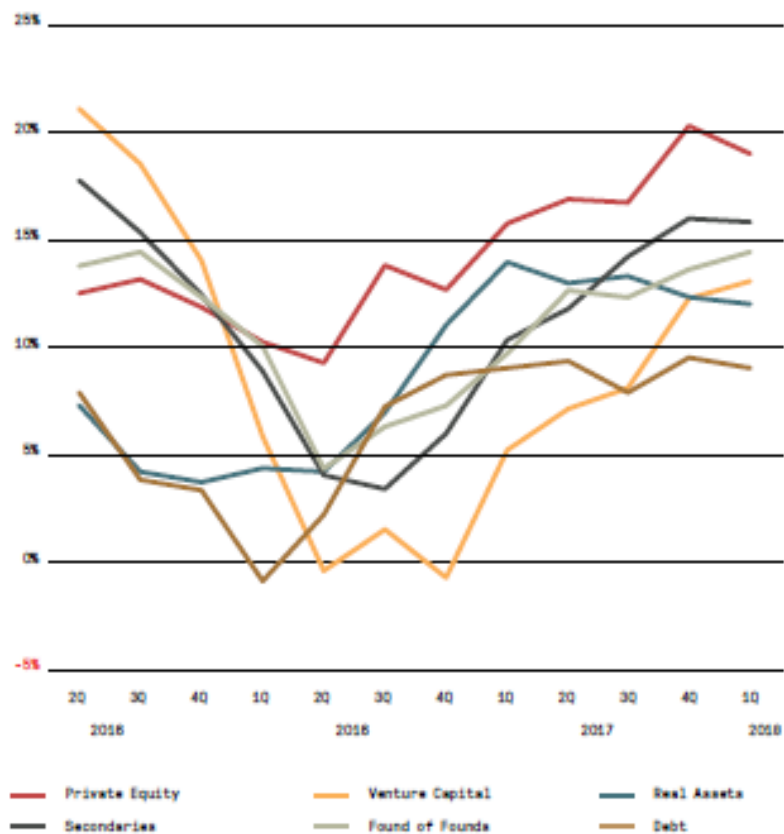
**Fig. 7 Private Equity Horizon IRRS (marzo 2018)<sup>29</sup>**



<sup>29</sup> Sau L., Gli Effetti del Venture Capital sulle Gerarchie di Finanziamento delle Imprese Innovative, op. cit., p. 18

Secondo l'analisi di PitchBook<sup>30</sup>, l'Irr medio dei fondi di venture capital a livello globale calcolato al primo trimestre 2018 è stato del 13,1%.

**Fig. 8 Global Rolling one-year Horizon IRRS by fund type<sup>31</sup>**



Per quanto riguarda Kpmg i rendimenti calcolati sugli investimenti di early stage italiani, fanno registrare nuovamente valori in discesa: infatti, il report, aggiornato al 2017 calcola rendimenti lordi del 2,1%. Bisogna però tener presente che per il venture italiano si hanno a disposizione dati molto scarsi: si cominciano infatti a vedere le prime exit iniziano, ma non in numero statisticamente significativo per

<sup>30</sup> PitchBook, Venture Capital Outlook, op. cit.

<sup>31</sup> Sau L., Gli Effetti del Venture Capital sulle Gerarchie di Finanziamento delle Imprese Innovative, op. cit., p. 34

indicare una tendenza di mercato. Ciò nonostante, l'interesse dimostrato dai grandi fondi di venture capital internazionali verso le scale-up italiane dimostra che gli investitori istituzionali cominciano a vedere interessanti risultati futuri per il venture capital anche in Italia.

Un altro aspetto interessante e da non sottovalutare è la difficoltà di calcolare, nel mondo del venture capital, la media dei rendimenti se la maggioranza delle partecipazioni è ancora in portafoglio: si tratta infatti di realtà aziendali molto giovani e dal futuro incerto e che, quindi, possono registrare performance altissime o comunque molto buone oppure naufragare poco dopo la nascita. Gli esperti parlano di “principio di Pareto”: in pratica l'80% dei guadagni di un fondo deriva dal 20% degli investimenti di quello stesso fondo. I venture capitalist sanno benissimo di dover mettere in preventivo il rischio di grandi perdite se vogliono poi incassare guadagni notevoli.

**Fig. 9 Breakdown per fase del ciclo di vita delle aziende target (IRR LORDO AGGREGATO)<sup>32</sup>**

	Early Stage		Development		Replacement		MBO/MBI	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
N° transazioni	21	14	22	42	2	3	19	32
IRR Lordo Aggregato	4,1%	2,1%	14,3%	8,3%	19,9%	8,8%	14,2%	13,4%

La scommessa del venture capital sta tutta qui e, affinché ne valga la pena, almeno un paio di investimenti su dieci devono permettere, oltre a coprire le perdite degli altri, di ottenere guadagni pari perlomeno al doppio del capitale investito. Naturalmente ci sono eccezioni straordinarie: gli “unicorni” più conosciuti nella storia del venture capital, cioè le exit valutate almeno un miliardo di dollari, hanno portato ai loro investitori guadagni di molto superiori alle 2-3 volte il capitale. In un

<sup>32</sup> Ivi, p. 35

report pubblicato di recente da CB Insights si ripercorre la storia delle exit dei venture più ricche in tutto il mondo, confrontando la somma dei capitali raccolti dalle singole scale-up con la loro valutazione massima al momento del disinvestimento da parte dei fondi, il più delle volte con la quotazione in Borsa.

### *1.5 La situazione attuale dei fondi di Venture Capital in Italia*

Nel 2018 si è assistito al lancio di nuovi fondi mirati all'Italia. In particolare, a maggio, P101 sgr ha presentato la prima chiusura del suo secondo fondo di venture capital Programma 102 a più di 65 milioni, a cui hanno partecipato il Fondo Europeo per gli Investimenti, il Fondo Italiano d'Investimento, Azimut (uno degli investitori del primo fondo del 2013 e che ha raccolto circa 70 milioni) e Fondazione Sardegna. In seguito, anche il fondo Alpine Growth Investment Platform ha investito 5 milioni. A fine settembre, la raccolta del fondo Sofinnova- Telethon dedicato al biotech italiano ha toccato 80 milioni di euro. Con particolare attenzione verso le startup impegnate nella lotta alle malattie genetiche rare, a febbraio 2018 la raccolta era stata lanciata dal colosso francese del venture capital Sofinnova, con la charity biomedica Telethon come advisor, ed è tuttora aperta visto che il target finale previsto è di 100 milioni. I primi 40 milioni erano stati sottoscritti già a febbraio dal Fondo europeo degli investimenti e dalla Cassa Depositi e Prestiti, che aveva attinto alla dotazione di 200 milioni di euro a disposizione di ITATech, la piattaforma di investimento, lanciata a fine 2016, che si occupa di trasformare in imprese ad elevato contenuto tecnologico i progetti di ricerca ed innovazione tecnico-scientifica sia pubblici che privati. Ulteriori 10 milioni erano stati messi dalla Banca Europea degli Investimenti ed altre risorse sono arrivate da investitori privati. ITATech è anche sponsor di

Poli360, il fondo che presenta un target di 60 milioni di euro, lanciato lo scorso settembre dal Politecnico di Milano in collaborazione con 360 Capital Partners, è tuttora in raccolta presso investitori terzi ed è aperto alle sottoscrizioni di aziende e multinazionali interessate al trasferimento tecnologico. L'obiettivo da raggiungere, infatti, è quello di sostenere l'innovazione tecnologica prodotta dal Politecnico di Milano. C'è poi Innova Venture, il fondo di venture capital che la Regione Lazio ha lanciato nel luglio 2018 con un capitale di 20 milioni di euro da investire direttamente in startup e pmi della regione<sup>33</sup>, insieme a co-investitori privati e indipendenti, con l'obiettivo di sostenere lo sviluppo di innovativi progetti imprenditoriali. L'Innova Venture ha anche firmato un accordo di partnership con la piattaforma di equity crowdfunding 200Crowd, che permette alle aziende interessate ad accedere ai capitali disponibili di integrare la propria raccolta anche attraverso campagne di equity crowdfunding lanciate sulla piattaforma. A giugno 2018, Milano Investment Partners sgr ha annunciato la chiusura della prima fase del suo primo fondo MIP I, dal target finale di raccolta di 100 milioni di euro. Anchor investor per il 10% delle quote del fondo è Angelo Moratti, erede della famiglia di petrolieri della Saras, figlio di Gian Marco Moratti e della giornalista e scrittrice Lina Sotis. L'investitore istituzionale principale del fondo è invece Banco Bpm, a cui si sono uniti diversi family office italiani. Anche il Fondo Italiano d'Investimento sgr, con il supporto di Cassa Depositi e Prestiti, ha lanciato a maggio un nuovo fondo di venture capital, FoF VC 3, con target di raccolta di 200 milioni di euro, 100 milioni dei quali saranno sottoscritti da Cdp. Il fondo, focalizzato su startup e piccole/medie imprese italiane altamente innovative e con buone prospettive di crescita, sostiene anche la nascita di nuovi fondi e l'operatività di fondi interessati ad investire nel segmento del late stage (scale-up). In aprile, è partito anche il nuovo fondo di venture capital, con una dotazione iniziale di 150 milioni di euro, gestito e controllato da Invitalia Ventures sgr, deciso dal governo ed istituito con la Legge di Stabilità 2018: chiamato Italia Venture II-Fondo Imprese Sud, esso è rivolto principalmente alle pmi attive nel Sud Italia (Abruzzo, Basilicata, Calabria, Campania, Molise, Puglia) e nelle Isole

---

<sup>33</sup> Ippolito R., Cagnoni D., Germani A., D'Ugo A., Private equity e private debt per le PMI italiane. Aspetti operativi, civilistici e fiscali, Il Sole 24 Ore, Milano, 2017

(Sardegna, Sicilia), ed è finanziato con risorse del Fondo per lo sviluppo e per la coesione, a cui naturalmente potranno aggiungersi sottoscrizioni di altri investitori, come già accaduto per Italia Venture. Anche il 2019 ha visto il lancio di nuovi fondi. Il Fondo Europeo degli Investimenti e Cassa Depositi e Prestiti hanno infatti accompagnato, con un investimento di 20 milioni di euro ciascuno, il lancio di Progress Tech Transfer, di cui è advisor MITO Technology, con una dotazione di 200 milioni di euro complessivi di ITATech. Il fondo aspira a raccogliere altri 10 milioni, toccando così i 50 milioni di euro di raccolta complessiva, con un obiettivo di rendimento pari a 2 volte il capitale investito ed una durata massima di 10 anni. Infine, è ancora in raccolta anche il secondo fondo di United Ventures sgr, UV2, che ad oggi ha raggiunto i 100 milioni di euro di impegni e che, nel dicembre 2017, aveva annunciato il primo closing a quota 75 milioni di euro, superando, così, l'intera capitalizzazione del primo fondo UV1, lanciato nel 2013 con una raccolta di 70 milioni.

### *1.5.1 Il Venture Capital nella Legge di Bilancio 2019*

Il 2019 è un anno molto positivo sia per il venture capital che per il private equity dedicato alle pmi, questo in quanto la legge di Bilancio 30 dicembre 2019 n. 145<sup>34</sup> ha inserito una serie di norme finalizzate ad attirare grandi capitali sui fondi attivi in questi settori. Già dall'articolo 1, al comma 218, si prevede di aumentare dal 30% al 40% l'aliquota delle agevolazioni fiscali previste con il cosiddetto "Decreto crescita bis" del 2012 per tutti i soggetti Irpef ed Ires che scelgono di investire in startup e pmi innovative<sup>35</sup>. Si inserisce la possibilità, sempre per i soggetti Ires diversi da startup, di usufruire di una deduzione ancora maggiore, pari al 50% della somma impiegata per gli investimenti finalizzati ad acquisire l'intero capitale sociale di una

---

<sup>34</sup> Cucchiari G., Gli impatti della Legge di bilancio sul FinTech e i possibili sviluppi futuri, in Agenda Digitale, 26 marzo 2019

<sup>35</sup> BeBeez, Venture Capital. Report 2018, op. cit.

startup innovativa, a condizione che venga mantenuto almeno per un triennio lo stesso investimento. In secondo luogo, viene modificata la normativa sui Piani individuali di risparmio (Pir) per incentivare i flussi di capitali verso le pmi non quotate e le startup innovative, che, almeno fino ad oggi, non sono riuscite ad attrarre quasi nulla delle risorse di questi fondi. La manovra ha infatti vincolato la possibilità di accedere all'agevolazione fiscale per i sottoscrittori dei Pir a tre nuovi obblighi:

- i Pir devono investire almeno il 70% del patrimonio in strumenti finanziari, quotati o no, emessi o stipulati con imprese residenti sul territorio italiano oppure in Stati membri Ue o aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo ma aventi stabili organizzazioni in Italia.
- Almeno il 5% del capitale di cui sopra (quindi il 3,5% dell'intero patrimonio del fondo) deve essere investito in strumenti finanziari quotati sui sistemi multilaterali di negoziazione (es. Aim Italia per le azioni e ExtraMot Pro per le obbligazioni), che siano però emessi da pmi, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Ue: imprese che occupano meno di 250 persone e che fatturano meno di 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non superi i 43 milioni.
- Infine, almeno un altro 30% di quel 70% (quindi il 21% dell'intero patrimonio del fondo) deve essere investito in strumenti finanziari di imprese non inserite nell'indice FTSE MIB della Borsa italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati; un ultimo 5% (quindi sempre il 3,5% del totale del patrimonio del fondo) deve essere investito in quote o azioni di fondi di venture capital, residenti in Italia o in Stati membri Ue o aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo.

Va sottolineato che qui la definizione di venture capital è molto più ampia di quanto di norma non si consideri: la Legge di Bilancio 2019, infatti, al comma 213 identifica come investitori di venture capital quegli organismi di investimento collettivo del risparmio che investono almeno il 70% dei capitali raccolti in favore di pmi (come definite dalla Commissione Ue) non quotate sui mercati regolamentati e risiedenti in Italia o in un Paese Ue o aderente all'Accordo sullo Spazio economico europeo ma

con organizzazioni stabili in Italia. Si parla pertanto sia di fondi di venture capital che investono in startup, sia di fondi di private equity che investono in pmi, ma è probabile che ci si voglia riferire anche a fondi di private debt, visto che la normativa parla di “investimenti” in senso lato e non di investimenti specifici in azioni<sup>36</sup>. Riguardo alle condizioni che i fondi di venture capital devono rispettare per essere definiti “investibili” dai Pir, secondo la Legge di bilancio anche questi fondi, per rientrare nel raggio d’azione dei Pir, devono possedere almeno uno dei seguenti requisiti:

- non aver operato in nessun mercato e quindi essere i cosiddetti “first-time funds”;
- essere presenti su un qualunque mercato da meno di 7 anni dalla loro prima vendita commerciale, in pratica fondi con un track record ancora limitato;
- richiedere un investimento iniziale a finanziamento del rischio superiore al 50% del loro fatturato medio annuo negli ultimi cinque anni, investimento calcolato sulla base di un piano aziendale finalizzato al lancio di un nuovo prodotto o all’ingresso sul mercato in una nuova area geografica.

Restano fuori da queste considerazioni sul capitale investibile dei nuovi Pir, i prestiti diretti alle imprese ed effettuati tramite piattaforme fintech, poiché non vengono ritenuti “strumenti finanziari”. In pratica, si ripresenta il medesimo problema già sollevato a proposito del trattamento fiscale di questi investimenti: poiché, infatti, non erano considerati strumenti finanziari, i rendimenti dei prestiti erano tassati con l’aliquota marginale Irpef, fino a quando, con la Legge di Bilancio 2018, si è provveduto ad applicare l’aliquota del 26% per gli strumenti finanziari anche ai rendimenti ottenuti dagli investimenti in prestiti trattati sulle piattaforme fintech<sup>37</sup>. Infine, un’altra norma di particolare interesse per il venture capital contenuta nella legge di Bilancio 2019 è quella che stabilisce che le entrate derivanti allo Stato dalla distribuzione di utili d’esercizio o di riserve in forma di dividendi delle società partecipate dal Ministero dell’Economia e delle Finanze, debbano essere impiegate,

---

<sup>36</sup> Ivi

<sup>37</sup> Ivi



almeno per il 15% del loro ammontare e nel rispetto degli obiettivi di finanza pubblica, per investimenti in fondi di venture capital.

## **Capitolo secondo L'investimento nel capitale di rischio: caratteristiche e ruolo del Private Equity**

### *2.1 L'investimento in private equity*

Le fonti d'informazione sul mercato del private equity in Italia La decisione per un investitore istituzionale o privato di allocare parte dei propri attivi nel private equity

è la risultante di un processo di asset allocation che non è oggetto del presente lavoro, che invece si focalizza sul processo di selezione e due diligence successivo a questa decisione strategica. Pertanto, una volta assunta la decisione di investire in private equity, l'investitore cercherà fonti attendibili attraverso le quali acquisire informazioni utili ad identificare gli operatori e a valutarne le caratteristiche e le performance. AIFI, l'Associazione che raggruppa i fondi di private equity e venture capital in Italia, pubblica annualmente un Yearbook che raccoglie le schede di presentazione dei propri associati, che rappresentano la maggioranza degli operatori nazionali<sup>38</sup>. La pubblicazione contiene, inoltre, un'analisi aggiornata dei dati sul mercato italiano del private equity e del venture capital, una descrizione del quadro normativo di riferimento ed alcuni articoli monografici riguardanti la performance del settore, la confidence survey circa l'opinione degli investitori istituzionali nel capitale di rischio sul mercato e l'analisi del mercato delle venture backed IPO. Ulteriori informazioni possono essere acquisite attraverso il PEM® – Private Equity Monitor e il Venture Capital Monitor – VEM™, Osservatori permanenti dell'Università Carlo Cattaneo di Castellanza, che monitorano le operazioni di private equity e di early stage realizzate in Italia da parte di operatori finanziari specializzati. Non esiste invece alcuna fonte pubblica che consenta di acquisire informazioni specifiche riguardanti i singoli operatori o che fornisca misurazioni e rilevazioni delle loro performance, essendo il private equity, per sua stessa natura, un'attività che si svolge nel rispetto di precisi criteri di riservatezza. Nella generalità dei casi risulta difficile acquisire da fonti pubbliche indicazioni riguardanti gli investitori, il valore delle operazioni d'investimento effettuate, le performance conseguite<sup>39</sup>. Tali dati sono noti alle Autorità di Vigilanza, alle autorità fiscali e risultano da atti notarili, ma appunto non sono diffusi pubblicamente. Sebbene, dunque, il potenziale investitore sia in grado, attraverso fonti pubbliche, di avere un quadro abbastanza preciso degli operatori e delle caratteristiche principali del mercato, la selezione del fondo nel quale effettuare l'investimento passa attraverso

---

<sup>38</sup> Campanella G., Ricciotti W., L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence, AIFI, Milano, 2019

<sup>39</sup> Ivi

un processo di approfondimento successivo che mira ad acquisire ulteriori importanti elementi di valutazione<sup>40</sup>.

## *2.2 Tipologie di fondi*

Con il termine private equity si tende ad identificare, per differenza, tutto ciò che non è public equity, ovvero l'investimento in strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati. Il private equity si configura, infatti, come investimento privato in capitale di rischio. Il mercato italiano del private equity ha fatto registrare, negli anni, profondi mutamenti sia in termini quantitativi che sotto il profilo qualitativo. Oggi il settore si presenta con un'offerta più specializzata, garantita da investitori stabilmente presenti nel nostro Paese. In funzione delle imprese target oggetto di acquisizione si può distinguere tra fondi che investono in azioni di grandi aziende (large buy out) e fondi che investono prevalentemente in piccole e medie aziende (mid market buy out), fondi che privilegiano aziende sane ed in crescita (growth capital) e fondi che puntano a risanare aziende in crisi, anche prossime a procedure concorsuali (turn-around, distressed asset). Un segmento con proprie peculiarità rispetto ai precedenti è quello dei fondi che investono in tecnologia e start up (venture capital)<sup>41</sup>. Da menzionare anche i fondi che investono in infrastrutture, in impianti di produzione di energie rinnovabili, i fondi di mezzanino e altre fattispecie ancora. Sul piano geografico, infine, si distinguono i fondi pan-europei da quelli domestici per arrivare ai fondi che hanno obiettivi di investimento a supporto di specifiche aree regionali. Un ulteriore criterio di segmentazione del mercato è rappresentato dal fattore dimensionale, avendo i fondi dimensioni diverse a seconda dell'ambito geografico degli investimenti. In particolare, si distinguono i fondi locali, la cui attività d'investimento è dedicata ad imprese localizzate all'interno dei confini nazionali, che hanno dimensioni normalmente comprese tra i 50 e i 500 milioni di Euro, dai fondi globali, la cui attività d'investimento è dedicata ad imprese

---

<sup>40</sup> Ivi

<sup>41</sup> Meles A., *Private equity e sviluppo dell'impresa. Analisi teorica e indagini empiriche*, FrancoAngeli, Milano, 2013

localizzate in qualsiasi mercato geografico, che raggiungono dimensioni fra i 2 miliardi e i 10 miliardi di Euro. Risulta evidente che la tipologia di opportunità è molto ampia e deve essere attentamente valutata in funzione degli obiettivi specifici di ciascun investitore<sup>42</sup>.

### *2.2.1 Differenze tra Venture Capital e Private Equity*

Le difformità che esistono tra *venture capital* e *private equity* sono legate soprattutto agli scopi che si prefiggono i relativi fondi, in quanto il Venture Capital nasce come sottocategoria del private equity.

Più precisamente, il Private equity fa riferimento a tutte le operazioni effettuate da investitori istituzionali in imprese che hanno già una storia consolidata e necessitano di soci finanziari per mettere in atto una riorganizzazione, modificare la proprietà o compiere piani di sviluppo, come ad esempio l'espandersi in campo internazionale.

Il Venture capital invece attiene ad azioni compiute da investitori istituzionali, ossia fondi di differente natura, che entrano all'interno del capitale di un'impresa in fase di start up o che sta attraversando un momento di sviluppo.

L'espressione Private Equity è relativa agli investimenti realizzati da operatori professionali in aziende, solitamente non quotate, che avvengono tramite il ricorso alla partecipazione al capitale di rischio dell'impresa. Si fa quindi riferimento, ad azioni di assunzione di partecipazioni durature e rilevanti nel capitale delle imprese incrementare, nel medio termine, il valore della partecipazione per concretizzare poi un guadagno ragguardevole al momento della dismissione della stessa. I fattori che caratterizzano il Private Equity dal punto di vista legale vanno trovati nell'ambito delle operazioni di "fusioni e acquisizioni", ovvero quegli aspetti economico-strategici finanziari dell'azienda.

Nel nostro Paese, il mezzo più comune per le operazioni di Private Equity è il fondo mobiliare chiuso regolamentato dalla l. n. 344 del 1993 che si presenta come un fondo gestito da una S.G.R., autorizzata in anticipo dal Ministero dell'Economia e

---

<sup>42</sup> Campanella G., Ricciotti W., L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence, op. cit.

delle Finanze, con un importo fisso di sottoscrizioni, raggiunto il quale le stesse si chiudono: di tali investimenti vengono definite anticipatamente l'attività, le dimensioni e la durata. Nell'ambito del contesto inglese, che ha visto la nascita del Private Equity, a differenza di quello italiano, il modello del fondo è rappresentato usualmente da una società limited partnership, ossia a capitale variabile, che viene fissato tra limited partners, ossia tra i differenti sottoscrittori, che i trovano a raccogliere capitale: in tal caso la disponibilità viene mossa da una società di advisory, composta dai managers, nello specifico rappresentati dai componenti del gruppo di gestione.

La formula inglese sembra mostrare concretamente maggiori vantaggi rispetto a quella accolta dall'ordinamento italiano, e una struttura organizzativa maggiormente ricettiva, capace di destinare agli investitori condizioni contrattuali migliori. In effetti, la maggiore diversità tra i due modelli attiene alla divisione tra il capitale della società di gestione, quello dei fondi e all'interno di questi di ogni investitore, dove agli investitori viene assegnata una percentuale rispetto al numero di quote sottoscritte, e su queste viene fissata la percentuale di adesione al fondo<sup>43</sup>.

Gli investitori nei fondi inglesi, invece, entrano nel patrimonio del fondo come partner a responsabilità limitata. Relativamente alle dinamiche del fondo, va precisato come il totale delle sottoscrizioni non venga versato istantaneamente dall'investitore, ma nel tempo e in modo proporzionale rispetto agli investimenti decisi dal gestore. Nel corso di un preciso periodo di tempo, dunque, in base alle necessità di liquidità del fondo, verrà richiesta agli investitori la proporzione del totale sottoscritto che coincide con la spesa necessaria, ossia i draw-downs, i richiami degli impegni.

Per di più, all'interno di questo periodo di tempo definito, dovranno poi essere liberati gli assets da parte del gestore, per rendere agli investitori la somma data e gli eventuali profitti. L'investitore poi è tenuto a non cedere prima del tempo le quote da lui sottoscritte. Negli ultimi anni tale mezzo d'investimento ha mostrato una crescita costante. Nel 2017 l'IRR<sup>44</sup> di tali fondi è stato pari al 18,2%, il dato, seguito dal

---

43

<sup>44</sup> Internal rate of return, Il rendimento annuo lordo aggregato

+20% dell'anno 2018, conferma così la proficuità di tale mezzo d'investimento che resta stabile anche nel 2019.

### *2.3 Gli aspetti normativi*

La regolamentazione dell'attività di investimento in private equity è attribuita in gran parte alle Autorità di Vigilanza competenti. Gli operatori italiani vanno oggi distinti in operatori che gestiscono fondi organizzati nelle diverse forme aziendali e operatori che gestiscono OICR<sup>45</sup> per mezzo di una SGR<sup>46</sup>, intermediario soggetto al controllo primario della Banca d'Italia e in parte della Consob. Sebbene non sussistano motivazioni oggettive che condizionino la scelta dell'investitore tra una struttura legale e un'altra solitamente gli investitori istituzionali professionali scelgono forme d'investimento che prescindono in realtà dalla forma legale. Altri tipi d'investitori meno sofisticati nello scegliere, sia per i profili civilistici sia per quelli fiscali, decidono poi di farsi affiancare da studi legali e tributari qualificati.

### *2.4 Il processo di selezione di un fondo di private equity*

Il processo di scelta di un fondo di private equity dovrebbe sempre iniziare da una analisi ponderata degli scopi e dei limiti dell'investitore<sup>47</sup>. Un primo aspetto da valutare è la somma da investire che dev'essere proporzionata al proprio patrimonio complessivo. Sebbene negli ultimi anni si sia sviluppato un mercato secondario abbastanza vivace, rappresentato da operatori che acquisiscono quote sottoscritte da precedenti investitori durante la vita del fondo, essendo l'investimento in private equity un investimento di medio-lungo periodo non facilmente liquidabile un

---

<sup>45</sup> Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio

<sup>46</sup> società di gestione del risparmio

<sup>47</sup> DeSana R. E., *L'impresa fra tradizione e innovazione*, Giappichelli Editore, Torino, 2018

ulteriore fattore è la sostenibilità temporale dell'investimento<sup>48</sup>. Un altro aspetto che deve direzionare la preferenza è il profilo rischio-rendimento atteso: ogni investitore dovrebbe valutare accuratamente i tre succitati elementi prima di decidere

### *2.5 La due diligence*

La selezione di un fondo di private equity implica un'attenta due diligence che pretende una pronta organizzazione. Il procedimento di due diligence in pratica si svolge in un periodo di tempo che va dai 3 ai 6 mesi. Una due diligence troppo breve non permette di vagliare, con la dovuta accuratezza, le informazioni ottenute e di compiere gli indispensabili raffronti tra le differenti fonti di informazione.

Una due diligence troppo duratura rischia di aggravare il prospetto valutativo con eccessivi dettagli. La due diligence prevede fondamentalmente 4 momenti: che vanno dalla presentazione dell'iniziativa da parte del team di gestione e raccolta documentale, al riesame del fascicolo e controllo delle referenze, ai contatti diretti<sup>49</sup>, alla verifica della documentazione legale e all'eventuale negoziazione degli aspetti economici e legali della proposta. Nel processo di due diligence è consigliabile che vengano coinvolti più soggetti, con competenze diversificate. Più precisamente, il controllo delle referenze e i contatti diretti dovrebbero coinvolgere soggetti con elevata anzianità di servizio e competenza<sup>50</sup>. La verifica legale coinvolge competenze specifiche e si concentra sulla corrispondenza delle peculiarità del fondo e delle norme che lo guidano con i bisogni dell'investitore. A titolo esemplificativo si possono ricordare due aspetti: l'informativa e le differenti circostanze di versamento delle quote sottoscritte. Per quel che attiene il processo di costruzione del reporting si segnala che la maggioranza dei fondi procura agli investitori aggiornamenti sullo sviluppo degli investimenti con cadenza semestrale, è dunque difficilissimo abbinare tale pratica ad eventuali bisogni di rendicontazione più frequente da parte

---

<sup>48</sup> Ivi

<sup>49</sup> visita alla sede del team di gestione ed incontro conoscitivo con tutti i suoi membri, visita ad alcune delle società nelle quali il team ha investito in passato, incontri con altri investitori del fondo

<sup>50</sup> gli elementi più importanti da valutare sono, infatti, di carattere qualitativo e afferiscono alla valutazione delle persone coinvolte più che alla misurazione di dati oggettivi

dell'investitore. Relativamente al versamento delle quote sottoscritte si rammenta che i fondi di private equity mobilitano gli impegni sottoscritti generalmente nel momento in cui il fondo ha disposto un nuovo investimento. Un investitore con bisogni rigidi di tesoreria si troverebbe in difficoltà a considerare i termini dei richiami che non possono essere programmati con largo anticipo e abitualmente prevedono pochi giorni di anticipo (normalmente tra i 10 e i 15). L'investitore in private equity, dunque, necessita di una gestione di tesoreria compatibile e coerente con tale modalità di versamento delle quote sottoscritte.

#### *2.5.1 La valutazione del team di investimento e della struttura organizzativa del gestore*

L'eventuale investitore che abbia trovato stimolante l'occasione di investimento espostagli inizierà una fase di analisi più approfondita che, solitamente, comincia con l'esame del gruppo di investimento e della compagine organizzativa del gestore<sup>51</sup>. Guardando al gruppo di investimento, le maggiori variabili oggetto di indagine possono essere così semplificate: conoscenza e track record; livello di coesione del gruppo; caratteristiche personali ed etiche dei key people; accostamento tra competenze finanziarie ed aziendali; bilanciamento dell'anzianità di servizio all'interno del gruppo; progettazione dei ruoli nell'ambito del processo decisionale; coinvolgimento dei differenti soggetti nelle attività gestionali; motivazione dei membri del gruppo. La capacità di analisi del gruppo di investimento è la fase della due diligence a cui viene dedicato più tempo in quanto rappresenta uno dei punti centrali per ogni investitore in un fondo di private equity. L'eventuale investitore incontrerà gran parte o anche tutte le persone che rientrano nel gruppo tramite colloqui sia di gruppo sia individuali, con l'obiettivo di stimare le esperienze

---

<sup>51</sup> Oriani M., Zanaboni B., Trattato di Private Banking e Wealth Management. Vol. 2, Hoepli Editore, Milano, 2016



pregresse dei key members osservando le operazioni effettuate e lo stile d'investimento.

Sempre più di frequente per analizzare il gruppo viene richiesto ai key members di offrire delle referenze di persone che abbiano lavorato con loro in precedenza e vengono realizzate chiamate telefoniche dirette all'approfondimento della conoscenza indiretta del management team e all'individuazione di potenziali disuguaglianze relativamente alle informazioni fornite. Particolarmente utili sono le informazioni fornite da altri investitori che abbiano compiuto investimenti in precedenza, del management di società in cui il gruppo abbia investito in passato, di funzionari di banche che abbiano lavorato con il gruppo. Più precisamente, grande attenzione viene abitualmente offerta alla comprensione delle dinamiche interne tra i membri del gruppo, al fine di assicurarsi che vi sia un notevole grado di coesione all'interno del team, che convivano competenze complementari e che i ruoli vengano definiti con precisione. Un rischio essenziale, infatti, è che le persone chiave della società di gestione presentino valide skills prese singolarmente e importanti esperienze di gestione, ma che risulti arduo equilibrare il team nella sua globalità. Attenzione va anche offerta alla struttura anagrafica del gruppo, che deve mostrare una giusta mescolanza tra l'anzianità di servizio e un'idonea presenza di persone giovani che, nell'arco degli usuali dieci anni di vita di un fondo, possano crescere e sostituendo se necessario un membro senior che dovesse per una qualsiasi motivazione lasciare il gruppo, assicurando un adeguato ricambio generazionale alla struttura.

Gli investitori in fondi di private equity negli ultimi anni hanno progressivamente ampliato la loro attenzione non solo sull'analisi del gruppo di investimento, ma anche sulla struttura a supporto delle operazioni. In particolare, nella valutazione della struttura di supporto gli aspetti che vengono presi in esame vanno dalla struttura interna di compliance, alle funzioni esternalizzate, al procedimento di back office e di considerazione del portafoglio, alla qualità della banca depositaria, alla completezza dei procedimenti di controllo, ai procedimenti di risk management, alla struttura di reporting<sup>52</sup>.

---

<sup>52</sup> Ivi

### *2.5.2 La strategia d'investimento*

Un ulteriore aspetto fondamentale nella scelta di un fondo di private equity è rappresentato dai piani di investimento. Più grande è il grado di adulterazione del potenziale investitore, più rilevanza verrà assegnata alla diversificazione e alla coesione della strategia. Gli investitori che investono in un elevato numero di fondi ragionano, di fatto, anche in un'ottica di diversificazione<sup>53</sup>, andando a ripartire gli investimenti in private equity tenendo conto del periodo di inizio dell'attività di investimento<sup>54</sup>, della dimensione, dei settori di intervento, della tipologia di investimenti effettuati (venture capital, expansion, buy-out, turnaround), delle aree geografiche di investimento e di altre caratteristiche peculiari dei fondi da scegliere. Il tema dell'asset allocation per gli investitori che hanno in portafoglio un numero più limitato di fondi è solitamente meno rilevante e la scelta verrà focalizzata su un numero più ristretto di fondi che verranno stimati con una particolare attenzione alle prestazioni e all'equilibrio con gli scopi di investimento predefiniti. La coerenza della tattica è invece reputata necessaria dalla quasi totalità degli investitori professionali e generalmente viene considerato con attenzione se la tattica espressa dal fondo in esame sia in linea con la storia pregressa del gruppo, nonché se le competenze e l'organizzazione dei gestori siano concordi con la tattica dichiarata.

### *2.5.3 I limiti ai rischi dell'investimento in private equity*

Visto che le decisioni di investimento interamente delegate alla selezione della società di gestione, gli investitori danno particolare attenzione agli aspetti

---

<sup>53</sup> L'asset allocation è il processo decisionale relativo all'allocatione del capitale da investire in diverse classi di investimento quali attività finanziarie (azioni, obbligazioni ect.) o attività reali (immobili, metalli preziosi). L'asset allocation finanziaria è l'attività di selezione e organizzazione dei vari asset suddivisi per tipologia (gli asset class appunto) e inseriti in un portafoglio d'investimento, svolta dagli asset manager o da un apposito team di esperti. L'asset allocation è dunque l'allocatione delle risorse in varie componenti differenti come quella azionaria, obbligazionaria, valutaria etc. che vanno a costituire un portafoglio diversificato.

<sup>54</sup> Stanley M., Teorema di un'asset class strategica: i titoli infrastrutturali quotati nei listini globali, in *Investment Focus*, gennaio 2016

regolamentari che portano a limitare i rischi insiti nell'investimento di private equity. In particolare, gli aspetti che vengono esaminati e su richiesta degli investitori, ove possibile discussi e modificati, attengono usualmente limitazioni che comprendono: la concentrazione del rischio; i paesi in cui è possibile investire; gli ambiti d'investimento; gli investimenti in società quotate; l'assunzione di debito; gli investimenti in determinate fasi di vita dell'azienda target<sup>55</sup>; gli investimenti con parti correlate; i reinvestimenti dei guadagni da disinvestimenti.

#### *2.5.4 L'allineamento di interessi tra investitori e gestori*

Ulteriore argomento di cruciale rilevanza in ogni due diligence svolta da investitori professionali è rappresentato dall'allineamento di interessi tra investitori e gestori. Gli investitori al fine di allineare il più possibile tali interessi, generalmente, lavorano su tre leve che sono: i dispositivi di sostegno dei gestori, l'impegno economico da parte del gruppo nel fondo ed il sistema commissionale e gli altri costi di gestione.

Il private equity relativamente ai congegni di incentivazione ha visto, dapprima, nella commissione di gestione<sup>56</sup>, il più rilevante dispositivo di allineamento di interessi. Il riconoscimento di una percentuale, abitualmente pari al 20% della plusvalenza realizzata, al gestore implica ovviamente che quest'ultimo si ponga come scopo principale la massimizzazione della plusvalenza da realizzare. Il carried interest, con l'evolvere dell'industria, non è stato più reputato, in quanto tale, sufficiente ad assicurare il fine dell'allineamento degli interessi e perciò è stato rimodulato in base a strutture differenti, assoggettandolo al conseguimento di un rendimento minimo e prorogandolo nel tempo. Ad oggi la pratica in uso è che il carried interest venga riconosciuto al gestore solo al superamento di una hurdle rate, ossia una prefissata soglia di rendimento minimo solitamente racchiusa tra il 6% e l'8%, variabile in

---

<sup>55</sup> Start-up, turnaround

<sup>56</sup> Nel settore del private equity il carried interest, anche denominato performance fee è generalmente attribuito ai manager amministratori e/o dipendenti della Società di gestione del risparmio (di seguito, SGR) e, talvolta, della società veicolo che effettua l'investimento, coinvolti – quali coinvestitori - nella sottoscrizione di quote, azioni o strumenti finanziari (che incorporano appunto il provento derivante dall'investimento) allo scopo di accomunare nella condivisione del rischio la loro posizione a quella degli altri soci.

funzione della congiuntura del mercato finanziario e che venga versato solo dopo che gli investitori abbiano ottenuto l'intero ammontare versato oltre al suddetto rendimento minimo e non per ogni singolo deal, come avveniva in precedenza. Lo scopo dei gestori dovrebbe, quindi, essere non solo quello di ottenere una plusvalenza in termini assoluti, ma anche di realizzare un buon tasso di rendimento composto su base annua.

## **Capitolo terzo**

## **Initial public offering**

### *1. Gli investitori nel capitale di rischio delle imprese in Italia*

Negli ultimi decenni si è assistito ad una crescita dell'importanza del mercato azionario all'interno del sistema finanziario, a seguito di diversi fattori, quali le innovazioni apportate alle tecniche negoziali, la globalizzazione dei mercati da cui arrivano i capitali e la disintermediazione dei circuiti bancari.

Per un'impresa, la quotazione in borsa è un segnale di leadership poiché implica il voler valorizzare l'azienda fornendole i mezzi più idonei a competere in un panorama internazionale, trovando nuovi capitali per sostenere un progetto chiaro ed organizzato di crescita sia dimensionale che esperienziale impegnandosi, infine, nel disegnare nuovi equilibri in un settore nell'affermazione della propria supremazia.

Visto che quotare in Borsa è un investimento a lungo termine, è necessario che i soggetti partecipanti siano consapevoli degli obblighi e delle nuove opportunità che da esso possono derivare. Aspetti come una nuova visibilità internazionale o la maggiore affidabilità presso gli *stakeholder*, ad esempio, aumentano le opportunità di business; la liquidità delle azioni e la trasparenza di valore spingono nuovi azionisti ad entrare nella partecipazione, portando, allo stesso tempo, all'uscita di azionisti non più interessati e favorendo, in questo modo, i passaggi generazionali. Infine, attraverso la quotazione, entrano nella società fonti di finanziamento diverse, riequilibrandone la struttura patrimoniale. D'altro canto, per attuare la quotazione, l'impresa deve compiere un grande lavoro di trasparenza informativa ed organizzazione interna, assolutamente necessari per garantire la tutela degli azionisti di minoranza. In questa fase, infatti, si rende spesso necessario intervenire per migliorare i sistemi di controllo, pianificazione, comunicazione e, più in generale, l'assetto di governo societario. In pratica, la quotazione dà un forte impulso ad investire sia in ambito gestionale che organizzativo, cosa che ogni azienda con vocazione alla crescita dovrebbe comunque prendere in esame.

Le attuali condizioni di mercato danno la possibilità alle aziende di compiere scelte ben ponderate avendo più tempo a disposizione e rendono ancor più necessaria la presenza di figure competenti e preparate.

La Borsa Italiana è l'organismo privato preposto alla gestione del mercato azionario italiano e conta oltre trecento titoli scambiati nei suoi segmenti di negoziazione.

Normalmente, i mercati azionari sono individuati e rappresentati attraverso indici di imprese quotate sul mercato; in Italia, oltre al FTSE All Share, che comprende tutte le imprese quotate, esiste anche il FTSE Mib, formato dalle 40 imprese a maggiore capitalizzazione, e che rappresenta per gli investitori un punto di riferimento per il trend generale del mercato<sup>57</sup>.

Le principali categorie del mercato azionario italiano, suddivise in base alle dimensioni e capitalizzazione delle aziende che aspirano a quotarsi, sono:

- MTA,
- STAR
- e AIM Italia.

Il Mercato Telematico Azionario in cui vengono negoziati diritti di opzione, azioni, obbligazioni convertibili e lo strumento finanziario del contratto a termine (warrant). L'MTA si rivolge alle imprese di media e grande capitalizzazione ed offre un mercato in linea con i più elevati standard internazionali; è in grado, inoltre, di appoggiare e sostenere le necessità di nuovi capitali interni ed internazionali, provenienti da investitori professionali, istituzionali o dal pubblico risparmio, garantendo, così, alle imprese un'elevata liquidità dei titoli.

Il segmento STAR dell'MTA di Borsa Italiana è rivolto alle imprese medie che hanno una capitalizzazione inclusa tra quaranta milioni ed il miliardo di euro e che si vincolano al rispetto degli standard di trasparenza, attitudine comunicativa, elevata liquidità (35% minimo di flottante) e Corporate Governance (complesso di norme che contraddistinguono la gestione dell'impresa) allineandosi in tal modo ai modelli internazionali.

AIM Italia è il settore di Borsa Italiana riservato alle aziende italiane piccole e medie con un alto potenziale di sviluppo e presenta una grande visibilità internazionale, un criterio regolamentare ed una procedura di ammissione flessibile e costruita su misura delle necessità di finanziamento delle PMI italiane per entrare nel contesto competitivo globale.

---

<sup>57</sup> Di Simone L., Il rischio di default nel mercato azionario italiano: Profili e tendenze empiriche, Universitas Studiorum, 2014, p. 65

## 1. *La scelta del mercato borsistico*

Riguardo alla scelta del mercato borsistico, le considerazioni da fare sono numerose e includono <sup>2</sup>:

- La descrizione del mercato;
- la partecipazione di *competitors* ed investitori che mostrano di avere già esperienza delle dinamiche settoriali e conoscono il *business model* di società simili;
- la collocazione geografica della Società da quotare;
- la presenza di una fascia di investitori idonea all'Offerta di investimento;
- i regolamenti e l'onerosità degli adempimenti.

Diversi studi empirici dimostrano che, a fronte di una scelta relativamente semplice del mercato borsistico per i mercati finanziari sviluppati, nei quali la tendenza è partire dalla quotazione nel mercato domestico, nei mercati in via di sviluppo o nei casi in cui comunque la piazza domestica non sia frequentata da investitori stranieri, la scelta è spesso il risultato della combinazione di mercato domestico e mercato internazionale, nel quale quotare azioni e certificati di deposito.

Per individuare la tipologia di mercato più idonea, occorre considerarne i meccanismi di funzionamento, le tempistiche ed i costi per la quotazione, le eventuali frammentazioni settoriali o dimensionali, i livelli di liquidità, il numero e le caratteristiche degli intermediari e degli investitori presenti in quel mercato.

E' importante, poi, verificare l'esistenza nel mercato regolamentato di *competitors* significativi, in quanto la presenza di società con una attività analoga e già quotate implica che gli investitori hanno già una buona conoscenza del settore di riferimento e offre alla società di nuova quotazione la possibilità di essere meglio compresa e valutata.

Per quanto riguarda la collocazione geografica, generalmente un'impresa sceglie il mercato borsistico del Paese in cui ha i maggiori interessi commerciali o nel quale vuole aumentare la propria visibilità. L'importanza strategica del mercato deriva da

parametri quali la percentuale di fatturato realizzata nel Paese di quotazione o la quota di mercato nazionale.

Un altro aspetto da valutare è l'esistenza di una base di investitori adatti all'offerta: spesso, infatti, la società che emette i titoli vuole facilitarne l'acquisto ed il possesso per gli investitori locali, che rappresentano quel gruppo di investitori al dettaglio maggiormente interessato ad averlo nel proprio portafoglio.

Infatti, gli investitori professionali e, soprattutto, i piccoli investitori sono poco inclini ad operazioni trans-nazionali (*cross boarder*) a causa dei costi più elevati per la negoziazione e la custodia titoli<sup>3</sup>.

La scelta del mercato, infine, deve essere compiuta tenendo presenti i diversi regolamenti dei Paesi esteri: spesso, infatti, l'emittente deve far fronte alla necessità di attenersi a leggi, norme e regolamentazione di borsa diverse da quella vigenti del proprio Paese e che non soltanto sono poco conosciute, ma possono essere addirittura incompatibili con il diritto societario domestico che ne disciplina l'attività sociale.

L'impresa dovrà anche intrattenere rapporti con autorità amministrative ed organi di borsa stranieri e, di conseguenza, accettare ed adattarsi a modelli di vigilanza diversi, con il conseguente rischio di commettere errori nell'osservanza delle norme e delle prassi vigenti. Va anche considerata l'eventualità che si presentino divergenze tra gli obblighi imposti dalla borsa estera e quelli previsti dalla normativa domestica nella redazione dei bilanci annuali e delle relazioni trimestrali e semestrali<sup>58</sup>.

## 2. *Le ragioni per quotarsi in borsa*

Le circostanze e le finalità per cui una società decide di quotarsi possono essere diverse.

Per un'impresa che decide di quotarsi in borsa, l'obiettivo principale è sicuramente quello di allargare e diversificare le fonti finanziarie, anche nell'ottica di una previsione di crescita di investimenti ed acquisizioni. Una società non quotata per finanziare i propri investimenti solitamente può ricorrere al debito, anche se potrebbe

---

<sup>58</sup> Onesti T., Angiola N., Bianchi Matini S., Garzella S., Muserra A. L., Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore – teorie: analisi empiriche ed esperienze a confronto, pp. 325-327, Franco Angelini Editore.



incontrare difficoltà nel finanziare le proprie attività se questo implica l'indebitarsi oltre certi livelli. Un'altra possibilità è quella di dare il via ad un aumento di capitale sottoscritto dagli azionisti preesistenti: in questo caso, potrebbe presentarsi il problema che gli azionisti non possano o non vogliano sostenere aumenti di capitale di rischio. Ci sarebbe poi anche la possibilità di cercare nuovi potenziali soci, il che non sarebbe disemplice attuazione in una società non quotata, poiché la difficoltà di uscire in futuro dall'investimento potrebbe agire come deterrente nel reperimento di nuovi azionisti. La società potrebbe, infine, decidere l'ingresso nella compagine azionaria di investitori specializzati, come i *venture-capitalist*, ma in genere sono le imprese innovative (di piccole dimensioni e di recente formazioni, che si distinguono sempre per le elevate opportunità di crescita<sup>59</sup>) a ricorrere ad intermediari specializzati nel capitale di rischio.

Il mercato di Borsa, invece, offre all'impresa l'opportunità di raggiungere un'ampia fascia di investitori, permettendole, al contempo, di svincolarsi dal potere finanziario del gruppo di controllo. Altro obiettivo, in conseguenza della trasparenza informativa obbligatoria e della comunicazione finanziaria costante e dettagliata, consiste nel rendere trasparenti il lavoro ed i risultati raggiunti dal management. E' possibile, inoltre, ricorrendo a programmi di *stock option*, incentivare e motivare sia il management che i dipendenti, mettendo in relazione diretta il successo dell'azienda ed il loro investimento; influenzando positivamente la produttività e la qualità del lavoro, quindi grazie alla migliore considerazione della società, è possibile poi anche attrarre personale qualificato.

### 3.2 *Le principali fasi delle IPO*

Per *Initial Public Offering* (IPO) s'intende l'offerta al pubblico dei titoli di una società che entra per la prima volta in un mercato regolamentato. In genere, le offerte pubbliche iniziali vengono avviate da un ristretto numero di imprenditori o azionisti (investitori istituzionali o *venture capitalists*) che detengono il capitale di un'impresa

---

<sup>59</sup> Del Giudice R., Gervasoni A., La recente evoluzione del mercato italiano del private equity e del venture capital pag. 1, Guerini e Associati Editore

e che decidono di aprire, con la quotazione in Borsa, ad un pubblico di investitori più ampio.

Il processo di organizzazione per l'IPO comprende diverse fasi, dal progetto di quotazione alla predisposizione del piano di marketing.

Con la preparazione del progetto di quotazione, si delineano le fasi principali del processo e si individuano i diversi compiti e responsabilità da assegnare ai gruppi di lavoro.

Preparare una società alla quotazione necessita di uno studio attento ed approfondito degli aspetti economico-finanziari, patrimoniali, legali, strategici e di governo della società stessa.

Per strutturare l'Offerta occorre prendere una serie di decisioni che riguardano diversi aspetti: la tipologia degli investitori (l'offerta può essere aperta al pubblico o indirizzata ad investitori professionali come collocamento privato), l'entità dell'offerta e del *flottante* che gli investitori possono commerciare nel mercato secondario, la distinzione tra componente primaria e secondaria, il mercato borsistico a cui si intende riferirsi, le procedure attraverso le quali si arriva a determinare il prezzo, il lock-up<sup>60</sup>, il greenshoe<sup>61</sup> e i meccanismi di incentivazione per i dipendenti<sup>62</sup>.

Il processo di due diligence<sup>63</sup> fa riferimento all'insieme di procedure ed analisi propedeutiche all'acquisizione di tutte le informazioni necessarie per comprendere a fondo le dinamiche societarie e preparare la documentazione occorrente per dare il via all'offerta.

---

<sup>60</sup> Si tratta di una clausola che determina l'impegno della società e sei suoi azionisti di riferimento, nonché persone chiave all'interno dell'organizzazione manageriale, a non vendere o effettuare operazioni sul capitale per almeno un periodo di tempo di sei mesi e senza la preventiva autorizzazione del responsabile del collocamento.

<sup>61</sup> Meccanismo tecnico che dà flessibilità all'offerta garantendo una sovra-allocazione ed un eventuale intervento della banca ad agire come stabilizzatore di mercato dopo la quotazione per un periodo che di solito non si estende oltre i trenta giorni.

<sup>62</sup> Iosio C., *Ipo per le PMI italiane. Guida pratica e consigli utili per quotarsi in Borsa con successo*, Ipsoa Editore, Assago, 2011, pp. 88-92

<sup>63</sup> Floreani J., Polato M., *Quotazione in borsa e negoziazione a contante di strumenti finanziari azionari – profili operativi e regolamentari*, Giappichelli Editore, Torino, 2012, p. 85

La redazione del Documento di Offerta, conosciuto anche come prospetto informativo, costituisce un aspetto fondamentale, poiché tale documento equivale al documento ufficiale attraverso cui la società effettua l'offerta al pubblico degli investitori.

La fase istruttoria rappresenta la procedura che la società quotanda deve seguire, insieme al garante, nei rapporti con i soggetti istituzionali che controllano la sussistenza dei requisiti e l'applicazione della normativa di riferimento.

Alla determinazione del valore della società quotanda si arriva attraverso analisi e verifiche condotte da soggetti diversi ed effettuate in momenti successivi nel corso della preparazione ed esecuzione di una IPO. Attraverso la valutazione, la società quotanda stabilisce un valore per il proprio capitale economico per poter, quindi, determinare un prezzo di riferimento per le azioni.

Un'altra fase è quella della scelta, organizzazione e remunerazione del Consorzio di collocamento e garanzia, che, lavorando sempre nell'interesse della società, deve occuparsi di proporre la vendita dei titoli ai propri clienti istituzionali, promuovere l'investimento presso gli investitori individuali e distribuire i titoli a conclusione dell'offerta. I membri del consorzio vanno, pertanto, selezionati con la massima attenzione, stabilendo la commissione del consorzio che ha la funzione di remunerare i componenti per l'attività svolta.

La preparazione del piano di marketing deve tener presente due aspetti principali: il messaggio da dare al mercato e le modalità con cui trasmettere tale messaggio per risvegliare il massimo interesse nel gruppo di investitori di riferimento<sup>9</sup>.

L'impresa che decide di promuovere un'IPO nel collocare una parte del proprio capitale azionario sul mercato può avvalersi di diversi strumenti:

- Offerta pubblica di sottoscrizione (OPS), con cui gli investitori hanno la possibilità di sottoscrivere azioni di nuova emissione;
- Offerta pubblica di vendita (OPV), attraverso la vendita di azioni già esistenti possedute dagli attuali azionisti;
- Offerta pubblica di vendita e di sottoscrizione (OPVS), quando si ricorre all'utilizzo contemporaneo delle due modalità precedenti.

In una OPS vengono collocate sul mercato azioni di nuova emissione e, quindi, l'operazione produce una raccolta di nuovo capitale che va ad aggiungersi a quello già in possesso dell'impresa.

Al contrario, in un'OPV, sono gli azionisti e/o gli investitori istituzionali già presenti nel capitale dell'impresa a cedere i propri titoli, in tutto o in parte; in questo caso, pertanto, non è l'impresa a raccogliere nuovo capitale, ma vi è semplicemente un passaggio di titoli e, di conseguenza, una raccolta di liquidità esclusivamente per gli offerenti.

La decisione di quotarsi in Borsa viene presa dagli azionisti, dopo aver valutato attentamente il rapporto costi/benefici dell'operazione, non soltanto da un punto di vista finanziario, ma anche operativo.

Si può procedere alla quotazione, infatti, anche semplicemente per ridefinire e bilanciare la struttura finanziaria dell'impresa, al fine di ridurre l'indebitamento e, di conseguenza, anche il costo del capitale di debito. Va considerato, inoltre, che per una società quotata risulta più semplice accedere al capitale di rischio a costi più contenuti rispetto a una società non quotata. Il nuovo capitale raccolto con la quotazione può essere utilizzato sia per future acquisizioni in prospettiva della crescita esterna sia per nuovi investimenti mirati alla crescita interna. L'operazione, favorendo l'ingresso di investitori istituzionali come nuovi soci nell'impresa, permette una migliore gestione operativa

Vanno poi considerati i costi della quotazione, a partire dai costi diretti costituiti da pratiche amministrative da svolgere, redazione della documentazione richiesta dalle autorità di vigilanza, consulenze legali e strategiche degli *advisor* e certificazione dei bilanci.

Tra i costi diretti rientrano anche i costi di marketing per promuovere l'offerta, il compenso per l'intermediario o la società assicuratrice che garantisce l'operazione, le dimostrazioni itineranti e la diffusione del prospetto informativo presso i potenziali investitori.

I costi indiretti sono quelli generati dallo stato giuridico di società quotata (costi di struttura come la figura del consulente interno e dell'*investor relator* che gestisce i rapporti con gli investitori e gli azionisti).

Le principali fasi del processo di IPO in sintesi sono le seguenti:

- Valutazione degli azionisti in merito alla convenienza economica della quotazione
- Individuazione degli intermediari/advisor che affiancheranno l'impresa nell'offerta pubblica
- Definizione e diffusione del prospetto informativo e la scelta dell'intervallo di prezzo (range) dell'offerta delle azioni
- Collocamento dei titoli sul mercato
- Quotazione in Borsa.

La fase di analisi, che precorre la quotazione, vede la redazione di un *business plan* in cui riportare i punti di forza e di debolezza della società e gli obiettivi legati alla riuscita del processo di ammissione. Inoltre, il *management* deve incaricare i consulenti che seguiranno l'intera operazione, partecipando alla realizzazione dell'informativa a supporto.

Il processo di ammissione a quotazione e, ancor più, lo status di società quotata può comportare interventi di riorganizzazione manageriale e gestionale: potrà rendersi necessario anche apportare modifiche ai processi contabili e di consolidamento, alle strutture di Corporate Governance, alle procedure di controllo di gestione ed alle politiche di comunicazione societaria.

La normativa di riferimento per le società quotate raccomanda, tra i principi base, la massima trasparenza informativa da parte della società sia negli atti compiuti che nei documenti relativi. (cfr. art. 91 TUF e seguenti). Sono numerosi gli obblighi previsti in relazione all'informativa da fornire al mercato ed agli investitori, che deve riportare con particolare attenzione, tutti quegli eventi che possono influenzare l'andamento del titolo sul mercato (eventi price sensitive – art. 114 T.U.F.). Una Corporate Governance corretta è quella che prevede adempimenti e misure da adottare per salvaguardare il trattamento di informazioni riservate, individuando le cosiddette *persone rilevanti* (amministratori, direttori, sindaci e coloro che, per la loro carica, possono accedere alle informazioni).

Per alcune decisioni come l'aumento di capitale, l'offerta di nuovi strumenti finanziari o di nuovi programmi di *stock options*, può essere necessario avere il consenso di un ampio numero di azionisti; comunque è buona norma tener sempre presenti le loro opinioni ed interessi, anche quando, per procedere, non è necessaria la loro approvazione.

Per garantire sempre la parità di informazioni tra tutti gli investitori e scongiurare fenomeni di insider trading, le società sono tenute a diffondere tempestivamente al pubblico, Borsa Italiana e Consob, notizie su fatti in grado di influenzare l'andamento delle quotazioni (si veda l'art. 114 T.U.F.), soprattutto riguardo alle operazioni compiute da persone rilevanti (insider dealing).

### 3.3 Quotazione delle PMI

Le piccole e medie imprese, di seguito indicate solo come PMI, costituiscono l'ossatura del sistema finanziario italiano. Gli ultimi dati diffusi dalla Commissione europea, riportano che le PMI rappresentano il 99,9% del totale delle imprese presenti sul territorio nazionale, mentre le imprese di grandi dimensioni sono solo lo 0,1%<sup>64</sup>.

Le ragioni di questa prevalenza delle PMI nel tessuto economico italiano sono state spiegate con argomenti diversi: da una parte, questo fenomeno è stato attribuito al rallentamento subito nel Paese dal processo di modernizzazione delle grandi imprese pubbliche e private<sup>65</sup>; dall'altra, alla crescita di distretti industriali - soprattutto manifatturieri - che hanno saputo sfruttare le economie di agglomerazione<sup>66</sup>. La stretta correlazione tra territorio e PMI, anche se comune ad altri Paesi europei, rappresenta una peculiarità del modello di sviluppo economico e produttivo italiano.

---

<sup>64</sup> European Commission, *Annual Report on European SMEs*, Brussels, 20 November 2018. La definizione di PMI adottata dalla Commissione Europea è quella usata dall'Eurostat per lo Structural Business Statistics (SBS) database, basata esclusivamente sul numero degli impiegati: micro imprese (fino a 9 dipendenti), piccole imprese (da 10 a 49 dipendenti), medie imprese (da 50 a 249 dipendenti), grandi imprese (più di 250 dipendenti)

<sup>65</sup> Berta G., *L'Italia delle fabbriche. La parabola dell'industrialismo nel Novecento*, Il Mulino, Bologna, 2013

<sup>66</sup> Crafts N., Magnani M., *L'età dell'Oro e la seconda globalizzazione*, in Toniolo (a cura di), *L'Italia e l'economia mondiale. Dall'Unità ad oggi*, Marsilio, Venezia, 2014, pp. 118-119.

Questo rapporto di tipo «relazionale» ha prodotto un modello in cui le imprese intrecciano relazioni con altre imprese, con il tessuto sociale e con le risorse produttive del territorio. Un «sistema localistico» che ha prodotto ricadute anche sui finanziamenti dell'impresa stessa: quando la famiglia proprietaria non aveva più risorse economiche sufficienti a supportare il fabbisogno finanziario per la crescita dell'impresa, le necessità economiche venivano soddisfatte ricorrendo al credito bancario degli istituti di credito locali. Lo stesso carattere familiare della proprietà e le dimensioni ridotte delle imprese hanno ostacolato l'apertura a nuovi soci finanziatori o a reperire capitali attraverso il mercato di borsa o investitori istituzionali.

I più recenti studi e la letteratura economica dimostrano che la scelta della quotazione riflette la risposta delle imprese agli incentivi ed individuano tra gli impedimenti alla quotazione stessa: i costi dell'operazione e del rispetto agli obblighi informativi e di governance, i doveri di trasparenza (verso il fisco, gli azionisti di minoranza e l'Autorità di controllo), la riluttanza dei soci fondatori ad ampliare gli assetti proprietari, la scarsità di operatori specializzati nell'individuare le imprese quotabili, la poca liquidità del mercato primario e secondario, dovuta alla bassa presenza di investitori istituzionali e di fondi comuni specializzati in investimenti neo-quotati.

La scelta della quotazione è anche una risposta agli incentivi offerti dalle banche, che hanno creduto di avvantaggiarsi dello scarso sviluppo dei mercati: per un'impresa, infatti, dipendere dal credito significa avere un limitato potere negoziale e, quindi, condizioni contrattuali più favorevoli alle banche in termini di costo; al contrario, la possibilità di accedere al mercato obbligazionario e la quotazione in borsa, producono un minor costo del credito anche per le imprese di grandi dimensioni, meno esposte al rischio di “cattura” da parte delle banche di riferimento<sup>67</sup>.

In ogni caso, i motivi della scarsa propensione alla quotazione delle PMI vanno cercati non solo in fattori quali il timore di perdere il controllo della società, gli aspetti fiscali poco incentivanti, la convenienza del credito bancario, la scarsa

---

<sup>67</sup> Pagano M., Panetta F., Zingales L., *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*, in *Journal of Finance*, vol. LIII, n. 1, 1998.

conoscenza degli imprenditori sull'esistenza di fonti alternative di finanziamento e gli elevati costi di quotazione e di compliance<sup>68</sup>, ma, anche, nello scarso sviluppo dei mercati finanziari dedicati a tale segmento di imprese e, dove esistenti, nell'arretratezza degli stessi rispetto ad altri sistemi europei. Questa tendenza alla non-quotazione ha, però, significato anche costi notevoli in termini di tassi di crescita e di redditività, più bassi rispetto alle società quotate, ed una più accentuata fragilità finanziaria<sup>69</sup>, come è stato dimostrato nella stagione successiva alla crisi economico-finanziaria del 2007, quando il sistema bancario ha messo in atto politiche creditizie più restrittive che hanno colpito soprattutto le PMI, frenando ulteriormente le loro potenzialità di crescita.

L'elevato grado di dipendenza dalle banche è un fattore che incide pesantemente sui risultati delle PMI italiane, sia per la redditività, che per il turnover (cioè la capacità delle aziende di mettere in moto il giro d'affari in rapporto al totale delle attività) e la sostenibilità degli obblighi finanziari. Dai dati di bilancio del 2009 risulta che, per effetto della stretta creditizia, il 29% delle PMI operava autofinanziando completamente la propria attività. Nel periodo 2009-2016, la percentuale delle PMI italiane che, per finanziare la propria attività, non ricorrevano al capitale bancario è salita fino al 39% del totale (circa 53 mila imprese).

Sempre nel 2016, le imprese non dipendenti dal sistema bancario avevano un livello di turnover più che doppio rispetto a quello delle imprese fortemente dipendenti dalle banche (2,8 volte contro 1,2).

Queste ultime, inoltre, registrano il calo più evidente nel rapporto tra oneri finanziari e margini lordi (sceso dal 39,2% al 31,7%), favorito dalla migliore congiuntura politico-economica complessiva e da una politica monetaria più espansiva. Tuttavia, le PMI non dipendenti avevano già registrato un livello talmente basso da rendere molto difficile un ulteriore calo<sup>70</sup>.

---

<sup>68</sup> Giordano L., Modena M., *Earnings Management and Financial Constraints for Listed and Not-listed Firms. Is There Any Rationality for Not Going Public?*, Consob, Discussion paper n. 7, 2017, p. 53

<sup>69</sup> Ivi

<sup>70</sup> Balda F., et. al., *Rapporto Cerved PMI 2017*, The Big Fusion, Roma, 2017, pp. 45-46



Proprio queste politiche di restrizione creditizia hanno determinato in tutta Europa, a partire dal 2008, un sensibile calo del numero delle PMI quotate: i dati mostrano che, per le PMI, le offerte pubbliche iniziali (IPO) realizzate sono state la metà rispetto a quelle antecedenti la crisi finanziaria (300 in media nel periodo 2005-2007 rispetto alle 172 del 2016).

Nel biennio 2005-2007 la media annuale dei capitali raccolti su servizi multilaterali di negoziazione (MTF) dedicati alle PMI attraverso IPO è stata di 11 miliardi di euro; importo sceso a 2,8 miliardi di euro di media negli anni che vanno dal 2008 al 2015. Ancora più critica risulta la situazione in alcuni Stati dell'Europa centrale ed orientale, dove la capitalizzazione di tutte le società quotate talvolta rappresenta meno del 10% del PIL ed il MTF dedicato alle PMI può contare solo una società quotata<sup>71</sup>.

Questo problema è particolarmente sentito anche in l'Italia, dove, come già accennato, il mercato dei capitali ha avuto da sempre un ruolo marginale, incidendo, secondo alcuni, sulla particolare struttura dimensionale delle imprese. In Italia infatti la Borsa è scarsamente rappresentativa del tessuto produttivo ed industriale, pur parlando di uno dei Paesi più avanzati. Uno dei dati che evidenziano le differenze nella crescita del mercato dei capitali è costituito dal rapporto Capitalizzazione di Borsa e PIL: nel 2017, questo rapporto era del 128% nel Regno Unito, 100% in Francia, 58% in Germania e solo 37% in Italia<sup>72</sup>. Le cause della minore crescita del mercato finanziario italiano sono da ricercare, oltre che nello scarso numero di imprese quotate nella borsa italiana, anche nella loro minore dimensione media.

D'altra parte, esaminando i dati relativi all'indebitamento delle imprese industriali ed alle istituzioni che erogano finanziamenti, si può constatare come il tessuto produttivo italiano sia caratterizzato da una maggior dipendenza dal credito bancario e, contemporaneamente, da una carenza di fonti alternative di finanziamento; questo, probabilmente, è dovuto anche ad un atteggiamento 'protezionistico' verso la propria posizione sul mercato che le banche hanno tenuto nel corso degli anni. Questo

---

<sup>71</sup> Mussari G., *The limited weight of the Italian equity markets: towards an action plan*, in *Bancaria*, 2011, n. 2.

<sup>72</sup> I dati sono stati tratti da elaborazioni basate su indici Thomson, Reuters, Datastream e dati Eurostat per l'area Euro e Borsa Italiana per l'Italia

aspetto rappresenta un grave limite per il Paese, se si considera che - come ricordato anche di recente dalla Commissione Europea<sup>73</sup>10 - le piccole e medie imprese neo-quotate sono un motore fondamentale per i nuovi investimenti e per la creazione di posti di lavoro<sup>74</sup>.

I dati, infatti, dimostrano che in Italia le società neo-quotate hanno, rispetto alle non quotate, risultati migliori sia per gli indici di crescita dell'attivo annuale, che per aumento del fatturato, degli investimenti, della forza lavoro e del rafforzamento patrimoniale<sup>75</sup>.

Allo stesso tempo, la letteratura finanziaria attribuisce al mercato dei capitali un ruolo fondamentale per la crescita economica e l'innovazione tecnologica, sottolineando anche che un sistema finanziario solido e ben sviluppato rappresenta una infrastruttura essenziale per la crescita economica poiché dà alle imprese nuovo capitale di rischio, diversificato e suddiviso tra un numero maggiore di soggetti, offre incentivi agli imprenditori e permette una più facile correzione degli errori nella gestione delle imprese grazie al ricorso allo strumento dei take over<sup>76</sup>.

Tra i vantaggi della quotazione vanno citati anche: una minore dipendenza dal finanziamento bancario attraverso la diversificazione degli investitori, un accesso più facile al capitale azionario aggiuntivo ed al finanziamento del debito, attraverso offerte secondarie, ed un più alto profilo pubblico e riconoscimento del marchio<sup>77</sup>.

La quotazione su un mercato ufficiale, infine, rappresenta un segnale della qualità dell'emittente, limitando il rischio di scelte sfavorevoli causate dalla incongruenza informativa tra società ed investitore e permette di poter uscire dalla società in modo

---

<sup>73</sup> European Commission, *Consultation Document. Building a proportionate regulatory environment to support SME listing*, 2017, p. 2.

<sup>74</sup> Ayyagari M., Demirguc-Kunt A., Maksimovic V., *Small vs. young firms across the world : contribution to employment, job creation, and growth*, 2011, Policy Research Working Paper, 5621.

<sup>75</sup> Giordano L., Modena M., *Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane*, Consob, Discussion paper n. 7, settembre 2017.

<sup>76</sup> Giordano L., Guagliano C., *The Impact of Financial Architecture on Technical Innovation*, in *Applied Economics and Finance Journal*, Vol. 3, No. 3, agosto 2016

<sup>77</sup> Perrone A., *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003

semplice anche ai fondi di *venture capita e private equity* (che hanno assistito le imprese nella fase iniziale di crescita)<sup>78</sup>.

### 1. *Le iniziative italiane per la crescita della quotazione delle PMI*

In Europa, l'Italia rappresenta la seconda piattaforma manifatturiera, dopo la Germania; è necessario, quindi, attuare una efficace politica industriale orizzontale che realmente offra condizioni più favorevoli per tutte le imprese e mettere in campo sistemi di regolazione ed incentivi fiscali per creare mercati più efficienti e capaci di attrarre investimenti privati in progetti a lungo termine. Questo, naturalmente, non significa tornare allo “Stato imprenditore”, ma piuttosto arrivare ad uno “Stato facilitatore-catalizzatore” capace di promuovere, all'interno di mercati efficienti, la propensione all'innovazione delle imprese ed attrarre investimenti privati in progetti a lungo termine<sup>79</sup>.

Tali politiche risultano particolarmente importanti per lo sviluppo e la crescita dimensionale delle piccole e medie imprese italiane che, come già detto, rappresentano la struttura portante del sistema economico e produttivo del Paese. Infatti, considerando, che in Europa la dimensione media delle PMI è più piccola di quella degli USA, all'interno dell'Unione Europea la PMI media italiana è tra le più piccole (la PMI media in Germania ha 7,6 lavoratori rispetto ai 3,6 in Spagna e ai 3,2 in Italia) e questo genera conseguenze significative in termini di potenziale di sviluppo industriale. Quanto più è piccola l'impresa, infatti, tanto più grandi saranno le sue difficoltà ad esportare, investire nell'innovazione ed inserirsi nelle catene di valore globali, esponendola ad elevati rischi di perdere in competitività.

Va riconosciuto al legislatore italiano lo sforzo compiuto negli ultimi anni per porre in essere una serie di misure a sostegno delle imprese, misure che hanno avuto, come

---

<sup>78</sup> Caccavaio M., Carmassi J., Di Giorgio G., Spallone M., *SMEs and the challenge to go public*, in Riv. Bancaria, 2012, n. 2-3, p. 31 e ss..

<sup>79</sup> Onida F., *Finanza per lo sviluppo e l'innovazione nel quadro europeo: strumenti, risorse (Piano Juncker), capitali pazienti*, in Una nuova politica industriale in Italia, cit., 2016, p. 65.

denominatore comune, la ridefinizione di reddito imponibile e la razionalizzazione dei criteri di formazione dell'imponibile fiscale andando a modificare la fiscalità di fonti ed investimenti aziendali quali: il sostegno per la crescita economica e per la capitalizzazione delle imprese (c.d. ACE)<sup>80</sup>, il credito d'imposta per la ricerca<sup>81</sup>, i *patent box*<sup>82</sup>, il super-ammortamento o iper-ammortamento per gli investimenti<sup>83</sup>, le *participation exemptions* (PEX)<sup>84</sup>.

Notevoli sforzi sono stati fatti anche nelle politiche per le start-up innovative<sup>85</sup>, oltre prevedere misure quali il Fondo Centrale di Garanzia per le PMI<sup>86</sup>, la nuova Legge Sabatini<sup>87</sup>, l'aggiornamento della legge 181/1989 sulle aree di crisi industriale ed il d.l. 185/2008 che prevede la possibilità per la Cassa Depositi e Prestiti di intervenire a favore delle PMI.

---

<sup>80</sup> Si tratta di una agevolazione fiscale introdotta dal D.L. 201/2011, con il preciso intento di accrescere la capitalizzazione delle imprese, mediante la deduzione dal reddito imponibile di parte dell'incremento del capitale proprio dell'impresa rispetto a quello esistente alla chiusura dell'esercizio in corso al 31 dicembre 2010.

<sup>81</sup> Si tratta di un credito di imposta (utilizzabile esclusivamente in compensazione) introdotto dalla Legge di Stabilità del 2015 (L. 23 dicembre 2014, n.190) e riservato a tutti i soggetti titolari di partita IVA ed iscritti al registro delle imprese a fronte di investimenti effettuati in attività di ricerca e sviluppo.

<sup>82</sup> Introdotta dalla Legge n. 190 del 23 dicembre 2014 (art. 1, commi 37-43) è una agevolazione fiscale per le imprese italiane che consistente nella detassazione dei "margini economici" ottenuti dallo sfruttamento dei propri beni immateriali e opere di ingegno quali software (coperto da copyright), come brevetti, marchi, disegni e modelli, know how, formule, informazioni, invenzioni, biotecnologiche.

<sup>83</sup> Confermati dalla ultima legge di Bilancio del 2018 consistono in uno stimolo agli investimenti in beni materiali strumentali nuovi da parte delle imprese italiane, attraverso la possibilità di fruire di una maggiorazione (fittizia) del costo di acquisto di beni strumentali, in modo da consentire, ai fini della determinazione dell'IRES e dell'IRPEF, un'imputazione di quote di ammortamento e di canoni di locazione finanziaria più elevati.

<sup>84</sup> Intendendosi per tali le deduzioni dal reddito fiscale imponibile delle plusvalenze realizzate con partecipazioni azionarie o non azionarie in società ed enti e consentite nella misura del 95% per il 2018 dall'art. 87 del TUIR e dalla Circolare 36/E 2004.

<sup>85</sup> Si consulti a tal proposito il D.L. 18 ottobre 2012, n. 179 convertito con modificazioni con la legge 17 dicembre 2012 n. 221 (c.d. Decreto Crescita-bis).

<sup>86</sup> Istituito con la Legge n. 662 del 1996 ed il cui intervento è assistito dalla garanzia di ultima istanza dello Stato, che comporta l'"attenuazione del rischio di credito" sulle garanzie dirette e sulle controgaranzie a prima richiesta, azzerando l'assorbimento di capitale per i soggetti finanziatori sulla quota di finanziamento garantita.

<sup>87</sup> Istituita col D.L. 69/2013 (il "Decreto del Fare") l'agevolazione definita "Beni strumentali – Nuova Sabatini" rappresenta uno strumento per favorire l'accesso al credito delle piccole e medie imprese (Pmi) per l'acquisto di nuovi macchinari, impianti e attrezzature.

Per il mercato finanziario, il legislatore italiano ha, nello specifico, incentivato la quotazione in borsa delle PMI e l'ingresso degli investitori istituzionali nel capitale di rischio, attraverso interventi normativi in tema di: comunicazione delle partecipazioni rilevanti ed offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, attribuzione di un voto maggiorato, azioni a voto plurimo, capitale sociale minimo (ridotto a 50.000 euro) per le società per azioni e maggiorazione del diritto di voto<sup>88</sup>.

La Legge di Bilancio 2018 (l. 27 dicembre 2017, n. 205) ha concesso un credito d'imposta alle PMI che scelgono di quotarsi con una IPO (*Initial Public Offering*) su un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione: il credito di imposta riconosciuto è pari al 50% dei costi di consulenza sostenuti dalla PMI (al 31 dicembre 2020) fino ad un importo massimo di 500 mila euro. Si tratta di un *tax credit*, che può essere utilizzato, esclusivamente a compensazione, (ex art. 17 D.Lgs. n. 241/1997) a partire dal periodo fiscale successivo a quello in cui è stata ottenuta la quotazione. Inoltre, con il cosiddetto "Decreto Sviluppo" del 2012, il legislatore ha voluto incentivare il ricorso a strumenti obbligazionari quali l'emissione di *mini-bond*, titoli di credito che possono emettere anche imprese non quotate, di dimensioni piccole e medie, per raccogliere nuove risorse finanziarie e ridurre così i rischi collegati alla dipendenza dalle banche. Questi titoli, negoziabili sia sui mercati regolamentati che sugli MTF<sup>89</sup>, hanno ottenuto un notevole successo, registrando, nel 2017, una raccolta totale pari a 5,5 miliardi di euro (rispetto ai 3,5 miliardi del 2016), con 1,4 miliardi di euro raccolto proprio dalle PMI<sup>90</sup>.

Ancora più interessante ed efficace è stata l'iniziativa fiscale che il legislatore ha adottato in tema di Piani Individuali di Risparmio (PIR) dedicati alle PMI, introdotti in Italia con la Legge di Bilancio del 2017 (L. 232/2016)<sup>91</sup> sulla falsariga di analoghe

---

<sup>88</sup> Tra cui, il D.L. 91/2014, c.d. "Decreto Competitività" - che ha introdotto modifiche all'art. 120, c. 2, del TUF, all'art. 106, c. 1-ter e 3-quater, del TUF, all'art. 127-quinquies del TUF, all' art. 2351, c. 4, c.c., all'art. 2327 c.c., nonché le Leggi di bilancio 2017 e 2018

<sup>89</sup> I mini-bond sono stati introdotti nel nostro ordinamento con il c.d. "Decreto Sviluppo" del 2012 e successivamente sono state promosse modifiche e incentivi alla divulgazione di tali titoli sul mercato, rispettivamente, con il c.d. "Decreto Sviluppo bis" e il c.d. "Decreto Destinazione Italia".

<sup>90</sup> Dati contenuti nel Quarto Report italiano sui Mini-Bond del febbraio 2018 dell'Osservatorio Mini-Bond del Politecnico di Milano.

<sup>91</sup> L'obiettivo del provvedimento è canalizzare il risparmio delle famiglie verso investimenti produttivi di lungo termine, favorendo in questo modo la crescita del sistema imprenditoriale italiano.

esperienze di diversi Paesi europei ed in particolare di quella del Regno Unito<sup>92</sup>. Grazie ai PIR (che possono assumere la veste giuridica degli OICR, della gestione patrimoniale, del contratto di assicurazione o semplicemente del deposito titoli), i risparmiatori (persone fisiche) che investono le loro risorse negli strumenti finanziari di imprese italiane ed europee, purchè radicate nel territorio italiano, beneficiano dell'esenzione totale dalle imposte per i proventi che derivano da tali investimenti<sup>93</sup>. I PIR sono inoltre esentati dall'imposta di successione, in caso di trasferimento *mortis causa* degli strumenti detenuti nel piano di investimento<sup>94</sup>.

Per potere beneficiare di tale esenzione i risparmiatori devono rispettare alcuni vincoli di investimento: almeno il 70% del valore complessivo degli strumenti finanziari detenuti nel PIR deve essere investito in obbligazioni o azioni (quotati o non quotati nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione) emesse da imprese che risiedono in Italia, in Stati membri dell'UE o in Stati aderenti allo Spazio Economico Europeo (SEE) ma che abbiano stabile organizzazione in Italia<sup>95</sup>; è possibile investire il patrimonio del PIR in depositi, conti correnti o strumenti finanziari emessi dal medesimo emittente o da società appartenenti al medesimo gruppo, solo per una quota non superiore al 10% del suo valore complessivo; gli strumenti finanziari devono essere detenuti per almeno a 5 anni; il limite massimo di investimento annuale è di 30.000 euro, per un totale complessivo pluriennale di 150.000 euro<sup>96</sup>. Qualora non venga rispettato il limite dei 5 anni o

---

<sup>92</sup> Nel Regno Unito il Finance Act del 1995 ha previsto la costituzione di fondi aperti (Venture Capital Trust) che raccolgono risorse finanziarie da soggetti retail (risparmiatori) investendoli in imprese small cap quotate e non.

<sup>93</sup> Sono esclusi dall'agevolazione i redditi derivanti dal possesso di partecipazioni qualificate e, più in generale, quelli che concorrono a formare il reddito complessivo dell'investitore.

<sup>94</sup> I PIR devono rispettare dei vincoli di investimento che prevedono un investimento minimo del 70% in strumenti finanziari (azioni, obbligazioni di aziende italiane sia quotate che non quotate nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione) emessi da aziende italiane.

<sup>95</sup> Di questo 70% del valore complessivo degli strumenti finanziari almeno il 30% deve essere investito in strumenti finanziari emessi da imprese diverse da quelle inserite nell'indice FTSE MIB di Borsa italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati.

<sup>96</sup> Il mancato rispetto del limite temporale di possesso per 5 anni o dei limiti relativo alla diversificazione degli investimenti comporta il pagamento delle ordinarie imposte sui redditi medio tempore percepiti dall'investitore, aumentate degli interessi.

della diversificazione degli investimenti, l'investitore dovrà allo Stato le imposte ordinarie sui redditi medio tempore percepiti, aumentate degli interessi.

Tale iniziativa fiscale ha prodotto, per la prima volta in Italia, lo sviluppo di un mercato dei capitali alternativo e dedicato alle PMI, portando ad un incremento del numero e della dimensione media di IPO delle imprese a bassa capitalizzazione (*small caps*) e migliorando la liquidità e la performance delle società italiane quotate sull'AIM. Tali incentivi fiscali, pensati dal legislatore come strumento per creare spazio economico per modificare il costo del capitale per chi investe in capitale di rischio e, quindi, in grado di sostenere la relativa domanda di investimento, hanno aumentato nelle società italiane piccole e medie la propensione a valutare l'apertura ai capitali esterni.

Infatti, prima dell'introduzione dei PIR, il mercato AIM Italia era sostanzialmente rimasto fuori dal campo di azione degli investitori istituzionali; nel corso del 2017, invece, ben ventiquattro nuove IPO<sup>97</sup> hanno registrato un raddoppio della capitalizzazione totale<sup>98</sup>; questa tendenza si sta confermando anche nel corso del 2018, con 112 società quotate a fine novembre 2018 e con la capitalizzazione complessiva che ha superato 7 miliardi di euro.

A tale riguardo, va considerato che, nel corso degli ultimi quarant'anni, in Italia si erano registrati numerosi tentativi per fare decollare i mercati alternativi di capitale dedicati alle PMI: il Mercato Ristretto nel 1997<sup>99</sup>106, il Nuovo Mercato nel 1999<sup>107</sup>, il Mercato Expandi nel 2003<sup>108</sup>, il Mercato Alternativo dei Capitali (MAC) nel 2007<sup>109</sup> e l'Alternative Investment Market Italia (AIM Italia) nel 2008. Tutte esperienze senza successo, a causa di problematiche ricorrenti: scarsa liquidità, basso flottante, ridotta diversificazione di settori di titoli negoziati e numero limitato di società in essi quotate.

### *1.1. Il Progetto Elite di Borsa Italia e il Progetto PiùBorsa di Consob*

---

<sup>97</sup> Nel 2016 erano state undici e nel 2015 ventidue.

<sup>98</sup> ASSOGESTIONI, Mappa trimestrale del risparmio gestito – 4° trim. 2017, 22 febbraio 2018.

<sup>99</sup> Il Mercato Ristretto venne istituito con la legge n. 49 del 23 febbraio 1977, intitolata "Norme per la negoziazione dei titoli non ammessi alla quotazione ufficiale nelle borse valori", G.U. del 3 marzo 1977 n. 60 dalla Consob con Delibera n. 233 del 24 giugno 1977.

Nell'ambito delle attività nazionali finalizzate a stimolare la crescita delle PMI vanno menzionate anche due ulteriori iniziative: il "Progetto Elite" di Borsa Italiana S.p.a. e "PiùBorsa" di Consob.

Con il Progetto Elite del 2012, Borsa Italiana, con la collaborazione del Ministero dell'Economia e delle Finanze, Cassa Depositi e Prestiti, Confindustria, ABI, Università Bocconi e London Stock Exchange, ha dato vita ad una piattaforma di servizi integrati per supportare e promuovere lo sviluppo organizzativo e manageriale delle PMI e conoscere i mercati internazionali e gli investitori<sup>100</sup>. Dal 2014 il progetto è stato esportato anche al London Stock Exchange Group (società che controlla al 100% Borsa Italiana).

Il Progetto Elite prevede una iniziale attività di ricerca e selezione delle migliori imprese italiane potenzialmente quotabili; successivamente, vengono messe a loro disposizione competenze finanziarie, industriali ed organizzative per accedere con maggiore successo ai mercati internazionali ed alle molteplici fonti di finanziamento (sistema bancario, *private equity*, borsa, *private debt*, emissione di bond). Il percorso Elite ha una durata di due anni ed è strutturato in due fasi: una prima fase (di training) di allineamento dell'organizzazione societaria agli obiettivi di sviluppo e di valutazione di eventuali fonti di finanziamento; una seconda fase (di coaching) nel corso della quale l'impresa viene guidata nella messa a punto di tutti i cambiamenti necessari a sviluppare meglio il proprio progetto di crescita. Nel corso dell'accompagnamento alla quotazione viene simulata una IPO (un'offerta delle proprie azioni sul mercato) ed i conseguenti necessari impegni post-quotazione, grazie all'attività di tutoraggio offerta da una società già quotata.

Anche la Consob, in passato, si è fatta carico di promuovere un progetto quinquennale, denominato PiùBorsa; il programma, volto a definire un percorso per il finanziamento delle piccole e medie imprese, era focalizzato essenzialmente sulla

---

<sup>100</sup> I requisiti che la società potenzialmente interessata deve possedere sono: (i) fatturato superiore a 10 milioni di euro (oppure 5 milioni di euro e una crescita nell'ultimo esercizio maggiore al 5%); (ii) risultato operativo superiore al 5% del fatturato; (iii) ultimo bilancio regolarmente approvato in utile d'esercizio. L'eccezione a questi parametri è prevista solo nel caso in cui la società aspirante al progetto fosse partecipata da un fondo di private equity che abbia effettuato un investimento in capitale di sviluppo negli ultimi 18 mesi. In questa eventualità, Borsa Italiana potrà garantire l'accesso al servizio Elite pur in assenza dei requisiti economici sopra elencati.



loro crescita dimensionale e sugli strumenti utili per evitare il ricorso al tradizionale canale bancario a favore di un finanziamento da fondi di *private equity*. Il Progetto ha preso le mosse dalla sottoscrizione di un “Memorandum of Understanding” firmato il 25 marzo 2013 insieme ad importanti attori del mercato finanziario italiano: Borsa Italiana, Abi, Aifi, Assirevi, Assogestioni, Assosim, Confindustria, il Fondo Italiano d’Investimento e il Fondo Strategico Italiano.

L’idea è stata quella di sviluppare, a vantaggio di imprese di media dimensione<sup>101</sup>, una serie di attività (spesso collegate al progetto Elite) di ricerca e formazione, attraverso moduli didattici gestiti anche dalla Consob, di approntare servizi di consulenza ed assistenza durante il processo di listing, di predisporre linee guida per aiutare gli operatori nella redazione dei prospetti, nonché di prevedere, insieme a Borsa Italiana ed gli aderenti al programma, una guida operativa che rendesse di più immediata comprensione il panorama degli adempimenti post IPO e, infine, lo sviluppo dell’asset management dedicato alle PMI.

## 2. *AIM ITALIA/ MAC: il mercato di quotazione alternativo per le PMI*

---

<sup>101</sup> Si tratta delle seguenti aziende: società chiuse il cui fatturato risulti, nell’ultimo esercizio, compreso tra i 20 milioni e i 300 milioni di euro; società quotande o quotate, in un mercato regolamentato o in un MTF, la cui capitalizzazione, prevista o effettiva, sia inferiore ai 500 milioni di euro; per le società quotande è richiesta l’intenzione di realizzare un’offerta sul mercato primario sulla base di un’equa proporzione tra Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS) e Offerta Pubblica di Vendita (OPV), che preveda la forma di OPS almeno pari al 30% del totale collocato

AIM Italia è il mercato di Borsa Italiana rivolto alle piccole e medie imprese “ad alto potenziale di crescita”<sup>102</sup> nato il 1 marzo 2012 dall'accorpamento dei mercati AIM Italia e MAC, per razionalizzare l'offerta dei mercati dedicati alle PMI e proporre un mercato unico pensato per le imprese più dinamiche e competitive del nostro Paese. Esso segue la formula che fa leva sul *know how* raggiunto dall'AIM inglese in oltre quindici anni di esperienza e sulle specifiche esigenze del sistema imprenditoriale italiano<sup>103</sup>.

Trattandosi di un MTF (Multilateral Trading Facility o sistema multilaterale di negoziazione), AIM Italia non rientra nella definizione di “mercato regolamentato”, così come prevista dalla Direttiva MiFID; pertanto non è sottoposto alla relativa disciplina, ma viene assoggettato ai regolamenti emanati da Borsa Italiana, in particolare il Regolamento Emittenti ed il Regolamento Nomad<sup>104</sup>.

In estrema sintesi, le principali semplificazioni sono rappresentate da:

- rapidità del processo di quotazione;
- procedure di accesso semplificate e ridotta documentazione richiesta. In fase di ammissione, infatti, non è richiesta la pubblicazione di un prospetto informativo ai sensi della “direttiva prospetti”, ma, esclusivamente, del “documento di ammissione” (di dimensioni e complessità assai minori) e, anche in seguito, non è obbligatoria la pubblicazione dei resoconti trimestrali di gestione. Non è nemmeno richiesta l'esistenza della società da un determinato numero di anni né una capitalizzazione minima; viene invece richiesto un flottante minimo del 10%.
- i bilanci di esercizio annuali possono essere predisposti utilizzando i principi contabili italiani, a differenza di quanto avviene sul mercato principale dove è richiesto l'utilizzo dei principi IAS/IFRS.

---

<sup>102</sup> Righini A., Tambalo M., “AIM Italia”, *il mercato borsistico per le PMI*, Il Commercialista veneto, n. 231, maggio/giugno 2016

<sup>103</sup> Borsa Italiana, *Il mercato per fare impresa. AIM – Mercato Alternativo del Capitale*, Settembre 2012

<sup>104</sup> Il Nomad è il consulente che accompagna la tua società durante la fase di ammissione e per tutta la permanenza sul mercato. Il ruolo del Nomad è supportare la società negli adempimenti derivanti dallo status di società quotata, garantire la trasparenza informativa nei confronti degli investitori e mantenere la reputazione del mercato, a beneficio delle stesse società quotate.

- non è obbligatoria, anche se fortemente consigliata, l'adozione di particolari requisiti inerenti alla governance societaria.

Tra i principali vantaggi derivanti dalla quotazione, si possono individuare, a titolo meramente esemplificativo:

- opportunità di trovare nuovi capitali per la crescita e lo sviluppo dell'emittente;
- ampliamento e diversificazione della compagine azionaria;
- minore dipendenza dal sistema creditizio;
- crescita della credibilità della società emittente per la presenza, nella compagine sociale, di investitori qualificati;
- possibilità di usufruire della disciplina del "Super ACE", estesa dal D.L. 91/2014 anche a soggetti che si quotano su sistemi multilaterali di negoziazione come l'AIM (agevolazione in attesa di approvazione a livello europeo)
- migliore visibilità sul mercato e rafforzamento della credibilità nei confronti degli *stakeholders* aziendali, anche a livello internazionale;
- la possibilità di adottare sistemi di governance ed assetti organizzativi meglio strutturati, che garantiscono una maggiore efficienza dell'intera struttura societaria;
- adozione di programmi di incentivazione per manager e dipendenti;
- offrire agli azionisti esistenti una via di uscita dal capitale e la possibilità di realizzare i loro investimenti, facilitando così anche i passaggi generazionali;
- favorire il ricorso a sistemi di reporting e previsione dei risultati economico-finanziari;
- garantire alla società una valutazione oggettiva del mercato.

## **Capitolo quarto L'effetto della quotazione in borsa: Analisi dell'andamento finanziario pre e post quotazione**

### *4.1 I benefici della quotazione*

La quotazione, data la sua complessità, è destinata ad essere una delle decisioni più importanti nella vita di un'impresa e perciò va attentamente ponderata in quanto le eventuali insidie sono molte e la posta in gioco molto alta. Nel decidere di attivare un percorso di quotazione, bisogna quindi stimarne accuratamente i benefici e i probabili svantaggi, tenendo in considerazione gli scopi personali dell'industriale e quelli dell'impresa stessa.

Al di là dei tecnicismi finanziari, individuare la fattibilità di una IPO indica, in breve, dedicarsi ad un'attenta e approfondita disamina dei seguenti aspetti della propria azienda:

- modello di business e capacità gestionali;
- potenziale di crescita e dimensione del mercato;
- track record economico –finanziario;
- stima dell'impresa;
- scopi degli azionisti;
- stadio del ciclo di vita dell'impresa;
- prospettive e posizionamento nell'ambito del mercato di riferimento.

Solo se l'imprenditore possiederà la capacità di considerare in autonomia e da un punto di vista critico tali aspetti, la quotazione potrà riscuotere successo e avere un forte impatto sulla capacità competitiva della propria impresa, aprendo nuovi orizzonti di crescita e visibilità.

È necessario del tempo affinché un'impresa trovi il suo equilibrio sui mercati: partendo da un solido business l'investimento punta ad una crescita di lungo termine.

Numerose ricerche si sono interessate di rapportare aziende simili per settore e dimensione, relativamente agli andamenti economico-finanziari delle imprese quotate e delle società non quotate arrivando a deduzioni non sempre univoche<sup>105</sup>. Ad ogni modo, tutti gli studi condotti hanno rilevato differenze significative tra società quotate e non quotate e specificatamente un maggior indebitamento nel breve periodo per le imprese non quotate<sup>106</sup>. Secondo lo studio di Pagano, Panetta e Zingales le aziende quotate hanno in media un Return on Investment più alto rispetto alle aziende non quotate negli anni che precedono la quotazione, ma non al momento della quotazione o negli anni immediatamente successivi. Ripercorrendo lo studio condotto su un considerevole database di aziende italiane gli autori sostengono poi anche una minore crescita del fatturato delle imprese quotate dopo l'ingresso in borsa rispetto a quelle non quotate, un più elevato livello di tasse pagato dalle aziende quotate, una diminuzione del costo del credito bancario ed un incremento dell'interesse degli istituti di credito al fine di finanziare l'impresa non quotata. Inoltre, ulteriori dati evidenziano come la maggior frequenza di mutamenti negli assetti di controllo proprietari nelle imprese quotate rispetto a quelle non quotate e il ricorso a risorse raccolte soprattutto per la riduzione del debito e l'acquisizione di quote di capitale in altre imprese o comunque l'effettuazione di investimenti di tipo finanziario<sup>107</sup>.

Nel corso del 2018 su Wall Street le IPO sono state 231 raggiungendo più di 60 miliardi di dollari: di tali quotazioni in Borsa 55 fanno riferimento ad imprese riguardanti il settore tecnologico.

Nel 2019.unicorni, come nel linguaggio di borsa vengono chiamate le società che partendo da startup hanno superato un valore in borsa di un miliardo di euro o di dollari di capitalizzazione, cioè di valore complessivo dell'impresa, come Uber, Lyft

---

<sup>105</sup> Si veda: Mayer C. P., Alexander I., Stock markets and corporate performance: a comparison of quoted and unquoted companies, in CEPR Discussion Paper, vol. 51, August 1991; Belcredi M., Gualtieri P., Gli effetti della quotazione. Un'indagine empirica sulle società entrate in borsa nel periodo 1985-1990, in Banche e Banchieri, vol. 22, n. 2, 1995, pp. 145-160

<sup>106</sup> Romano G., Strategie aziendali e quotazione in borsa, Giuffrè Editore, Milano, 2012, pp. 74-75

<sup>107</sup> Pagano M., Panetta F., Zingales L., The stock market as a source of capital: Some Lessons from Initial Public Offerings in Italy, in European Economic Review, Vol. 40, Issues 3-5, April 1996, pp. 1057-1069

e Pinterest hanno già lanciato le rispettive IPO, ma vi sono stati alcuni altri ingressi interessanti come:

- Airbnb
- Beyond Meat Inc. (BYND)
- Chewy (CHWY)
- CrowdStrike Holdings (CRWD)
- Fiverr International Ltd. (FVRR)
- Lyft (LYFT)
- Peloton
- Pinterest (PINS)
- Postmates
- Robinhood
- Slack (WORK)
- The RealReal (REAL)
- The We Company (aka WeWork)
- Uber (UBER)
- Zoom (ZM)<sup>108</sup>.

Nel mercato Aim di Borsa Italiana si assiste all'ingresso di tante piccole e medie imprese che sono state immesse nel listino nel 2019: su un totale pari a 25 IPO 23 hanno avuto per protagoniste le PMI. Tra queste:

- Nexi, società leader nell'emissione di carte di credito e nella gestione dei pagamenti digitali che, dopo aver raccolto oltre due miliardi oggi ha raggiunto una capitalizzazione azionaria superiore ai 5 miliardi di euro.
- Cyberoo, PMI emiliana specializzata nella cybersecurity, tema diventato di basilare rilevanza per tante imprese che operano online. Per la richiesta di titoli l'azienda, rispetto ai 7 milioni preventivati alla vigilia dalla società, ha raggiunto oggi i 40 milioni,

---

<sup>108</sup> <https://www.ambroker.com/en/analysis/blog/initial-public-offering-ipo/>, consultato il 07 02 2019 alle ore 07 10

- Il gruppo Ferretti, operante nel settore della cantieristica e soprattutto nella produzione degli yacht di lusso, che nel 2019 è tra le imprese di maggiori dimensioni a essere stata inserita nella lista delle trenta nuove società quotate in Borsa. L'entrata del gruppo, avvenuta ad ottobre, in base alle prime stime degli esperti, a fronte di una raccolta di importo pari a 100 milioni di euro, in seguito ad un'iniezione di capitale di circa 250 milioni, dovrebbe raggiungere una capitalizzazione azionaria pari a un miliardo,
- La società navale Sanlorenzo presenta diverse analogie con il gruppo Ferretti, essendo entrambe punti di riferimento a livello globale nella costruzione di yacht di lusso. La presentazione della domanda di Sanlorenzo risale all'ultima settimana di settembre ed entro fine anno ci si aspetta che entri ufficialmente a listino per il segmento Star. Sanlorenzo ha inoltre reso noto che a seguito della quotazione nella Borsa Italiana dovrebbe avere una struttura finanziaria priva di debiti<sup>109</sup>.

#### *4.2 L'attuale situazione del mercato borsistico italiano: un raffronto tra aziende quotate e non quotate*

In Italia il tema della misura dell'apertura delle imprese italiane al mercato finanziario è dibattuto da almeno trenta anni. Negli anni sono stati realizzati differenti interventi al fine di avvicinare le imprese al mercato dei capitali, ma i risultati spesso sono apparsi insoddisfacenti. In particolare, sono le piccole e medie imprese, parte fondamentale della struttura economica italiana, a mantenere le distanze dal mercato finanziario. Tale fenomeno, presente anche in altri Paesi, nel caso italiano assume proporzioni molto più importanti. Gli studi effettuati fino ad oggi su costi e benefici della quotazione in Italia<sup>9</sup> sono stati condotti soprattutto interpellando in proposito le aziende quotate, data la maggiore facilità di contatto con le stesse, di seguito invece si farà riferimento ai risultati dello studio realizzato da Astrid e ResPublica<sup>110</sup> in collaborazione con le aziende, le Associazioni di categoria,

---

<sup>109</sup> Lanari C., Le nuove 4 società quotate in Borsa nel 2019: il successo delle PMI, Investire Oggi, 8 ottobre 2019

<sup>110</sup> Atrid, Respublica, Time for growth: favorire la quotazione in borsa, Milano, 10 dicembre 2012

gli intermediari finanziari italiani ed esteri, gli studi legali, Consob e Borsa Italiana che è stato compiuto tramite l'invio di un questionario alle aziende italiane sia quelle quotate che quelle che, pur presentando le potenzialità, non sono quotate in Borsa e spesso non vogliono esserlo.

Il questionario è stato indirizzato a 1.000 imprese, selezionate in base a criteri dimensionali minimi e parametri di redditività ipotizzati adeguati per permettere un eventuale accesso al mercato. Le risposte pervenute sono state 95, da cui un tasso di risposta del 9,5%<sup>10</sup>. Il campione delle imprese rispondenti è composto da 80 imprese non quotate e 15 quotate.

Le aziende del primo gruppo, ossia quelle non quotate, potevano poi auto-selezionare la propria appartenenza ad uno specifico sottogruppo tra: aziende non quotate e non interessate alla quotazione, 53; aziende non quotate ma interessate alla quotazione, 11; e aziende delistate, 3.

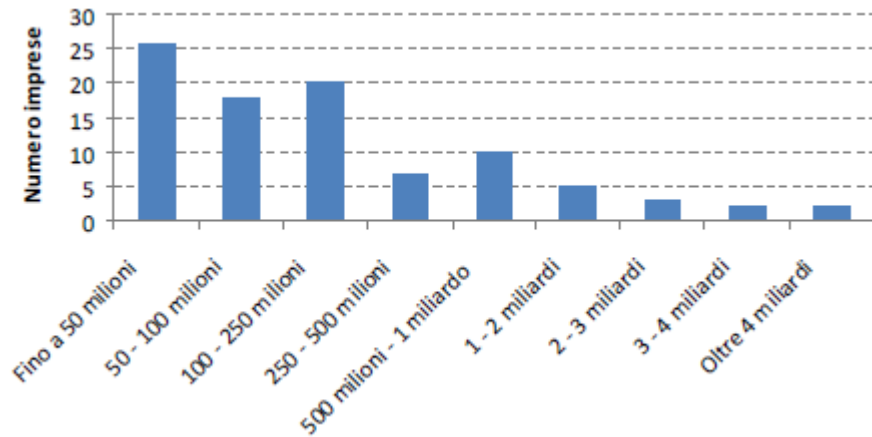
Le aziende rispondenti, relativamente all'aspetto dimensionale, presentano valori di fatturato (Fig. 10) e di occupati (Fig. 11) alquanto complessi, e ciò suffraga la validità dei risultati raccolti poiché va a rappresentare l'ampio universo aziendale italiano dove complessivamente prevalgono le aziende di dimensione medio-piccola: le aziende aventi un fatturato fino a 250 milioni rappresentano infatti il 69% del campione. Allo stesso modo le aziende con un numero di dipendenti inferiore a 500 raffigurano il 65% del totale e anche questi dati rispettano l'intento conoscitivo dell'analisi, che punta soprattutto alla comprensione della condotta delle aziende non quotate, che in Italia sono principalmente quelle di piccola e media dimensione<sup>111</sup>.

### **Fig. 10 Ripartizione dimensionale del campione per classi di fatturato**

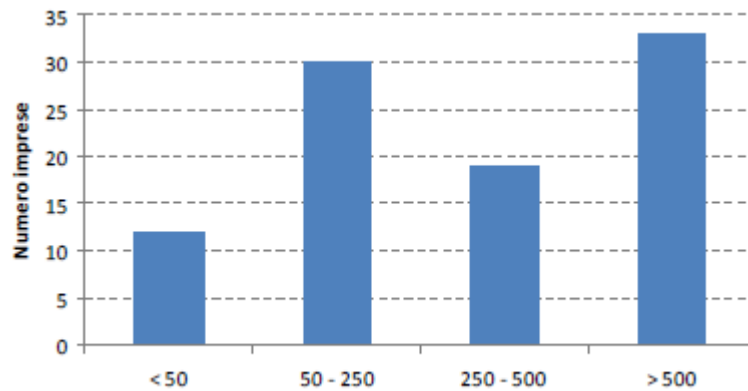
---

<sup>111</sup> Ivi, p. 11





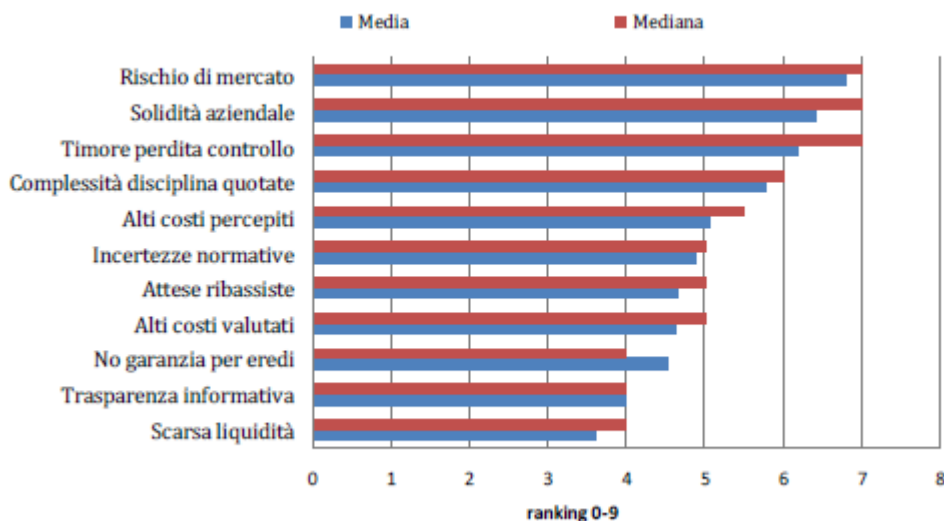
**Fig. 11 Ripartizione dimensionale del campione per numero di dipendenti**



Dopo aver brevemente chiarito la tipologia delle imprese oggetto dell'indagine si presenteranno di seguito le risposte delle diverse categorie di imprese sulla base dell'auto-classificazione adottata dalle medesime in imprese non quotate e non interessate alla quotazione, imprese non quotate ma interessate alla quotazione, imprese quotate e imprese delistate.

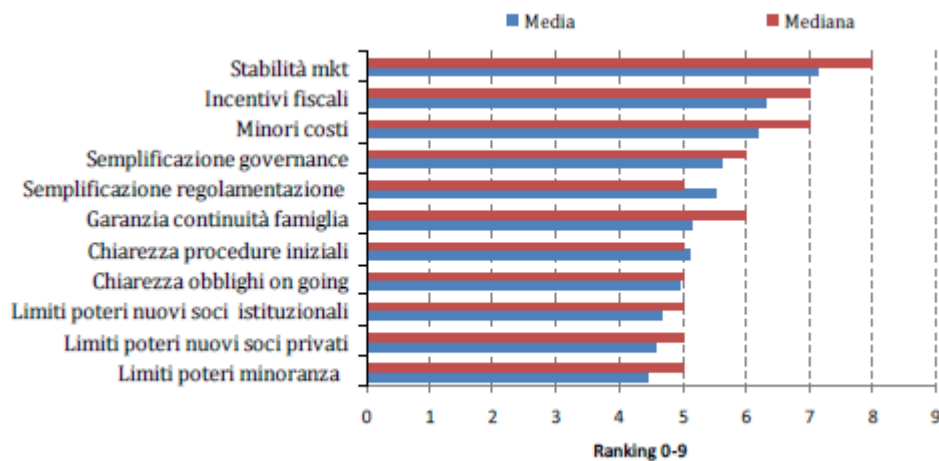
53 imprese, rappresentanti più della metà delle imprese rispondenti, prevalenti soprattutto nel settore del commercio all'ingrosso, si sono dichiarate non quotate e non interessate ad esserlo. Tra le motivazioni più rilevanti ( Fig. 12) appaiono il rischio di mercato, la già acquisita solidità aziendale, la paura della perdita del controllo societario e, pur se con un ranking minore, la complessità della disciplina delle aziende quotate e la percezione di costi di quotazione alti.

**Fig. 12 Motivazioni addotte dalle imprese non interessate alla quotazione in borsa**



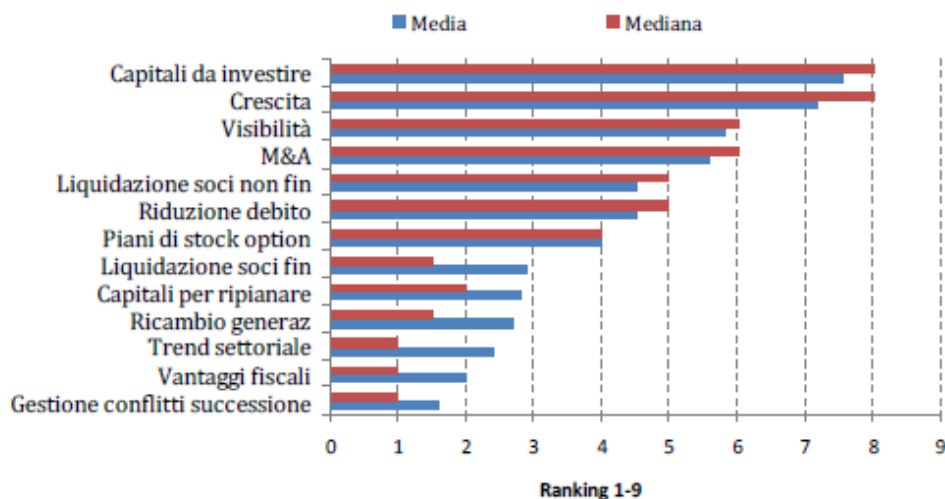
Guardando all'utilità percepita dalle aziende (Fig. 13) non interessate alla quotazione relativamente ad eventuali provvedimenti indirizzati all'agevolazione all'ingresso sul mercato delle imprese italiane l'elemento considerato più importante è la stabilità del mercato, cui fanno seguito incentivi fiscali e minori costi.

**Fig. 13 Utilità percepita dalle aziende non quotate rispetto ai provvedimenti di incentivazione alla quotazione**



Il 12% del campione delle imprese rispondenti, ossia undici imprese che vanno dalle industrie manifatturiere, alle imprese operanti in campo alimentare o tessile, interessate alla fabbricazione di prodotti metallici o apparecchiature elettriche, si sono identificate come non quotate ma interessate alla quotazione.<sup>112</sup> Tra i motivi che spingono le imprese a scegliere la quotazione in borsa (fig. 14) figurano il bisogno di raccogliere capitali per nuovi investimenti e l'opportunità di sostenere la crescita dell'azienda.

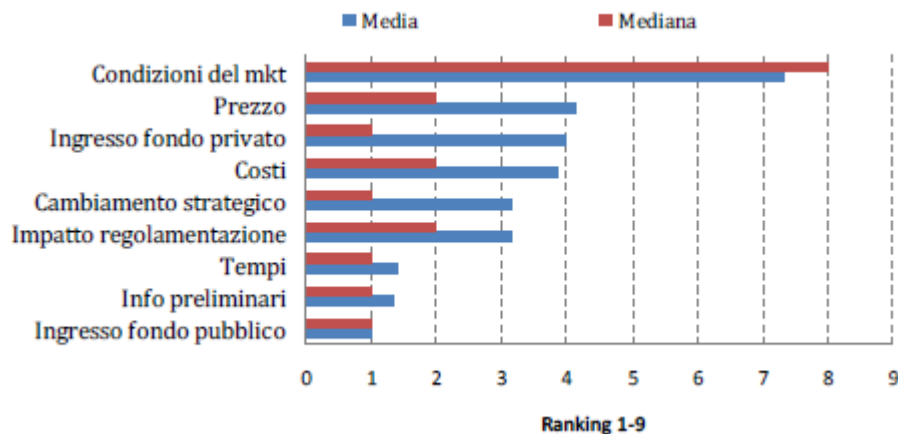
**Fig. 14 Motivazioni che hanno portato la società a scegliere di quotarsi**



<sup>112</sup> Ivi, p. 21

Il principale ostacolo (Fig. 15) che ha influito sul mancato perfezionamento della quotazione nelle fasi di preparazione “interna all’impresa”, dalla raccolta delle informazioni alla decisione in Cda, viene univocamente identificato nelle avverse condizioni di mercato.

**Fig. 15 Ostacoli alla scelta di quotarsi**



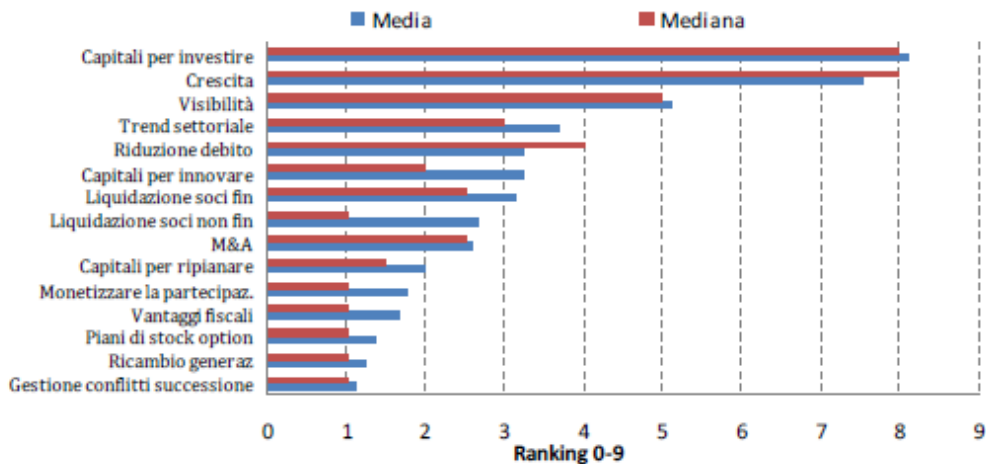
Le società quotate rispondenti al questionario sono 15, di cui 3 quotate su mercati esteri, 1 sull’AIM e le restanti sull’MTA, di cui 5 nel segmento STAR<sup>113</sup>. L’esperienza media di quotazione è di circa 11 anni: l’80% delle rispondenti si è quotato dal 1999 ad oggi. Le quotate sui mercati esteri giustificano la propria scelta in funzione della capogruppo, già quotata all’estero, e per la forma della quotazione. Le imprese quotate in termini dimensionali appaiono più grandi, data soprattutto la maggiore presenza di aziende con fatturato superiore ai 500 milioni rispetto alle non quotate, anche se vi sono anche casi di aziende quotate che hanno un fatturato non superiore ai 50 milioni di euro.

Il tasso di crescita medio del fatturato, corrispondente al 31%, è superiore a quello delle non quotate, 17%. Rispetto ai dipendenti, il 67% delle aziende quotate ha più di 500 dipendenti, con un tasso di crescita dell’8%, rispetto al 34% delle non quotate. Il fatturato estero rappresenta in media oltre il 52% del totale, con un contributo rilevante delle esportazioni verso paesi non europei.

<sup>113</sup> Ivi, p. 25

Le motivazioni principali che portato alla scelta da parte delle imprese di entrare nel mercato borsistico (Fig. 16) sono rinvenibili nella raccolta di capitali per nuovi investimenti, nel supporto alla crescita aziendale ed nell'incremento della visibilità.

Fig. 16 Motivi che hanno spinto a scegliere la quotazione



Rispetto all'efficacia della strategia di quotazione (Fig. 17) riporta un grado medio di soddisfazione pari a 7 (su una scala di 9). Nondimeno, in media accanto ad alcune aziende pienamente soddisfatte dell'IPO (9 su 9) ve ne sono altre il cui giudizio di efficacia è decisamente critico (ossia inferiore a 5 su 9). Le aziende insoddisfatte sostengono come tra i principali problemi (Fig. 18) vi siano i costi della quotazione, l'instabilità dei mercati, le poche opportunità emerse a seguito dell'IPO, la complessità della disciplina, i prezzi bassi, la mancata coerenza tra management e la visione della famiglia controllante.

Fig. 17 Efficacia della quotazione

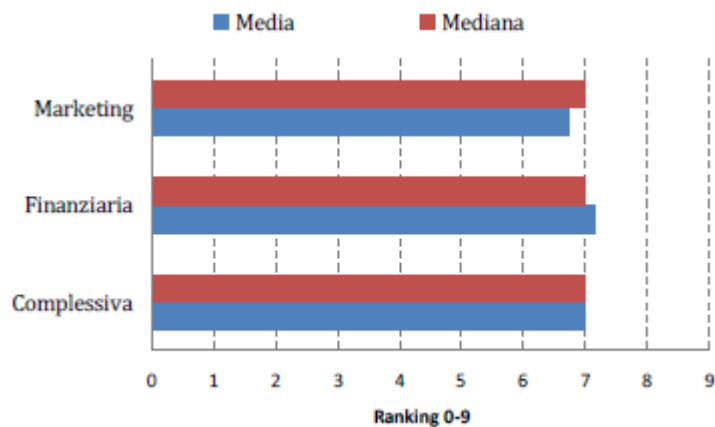
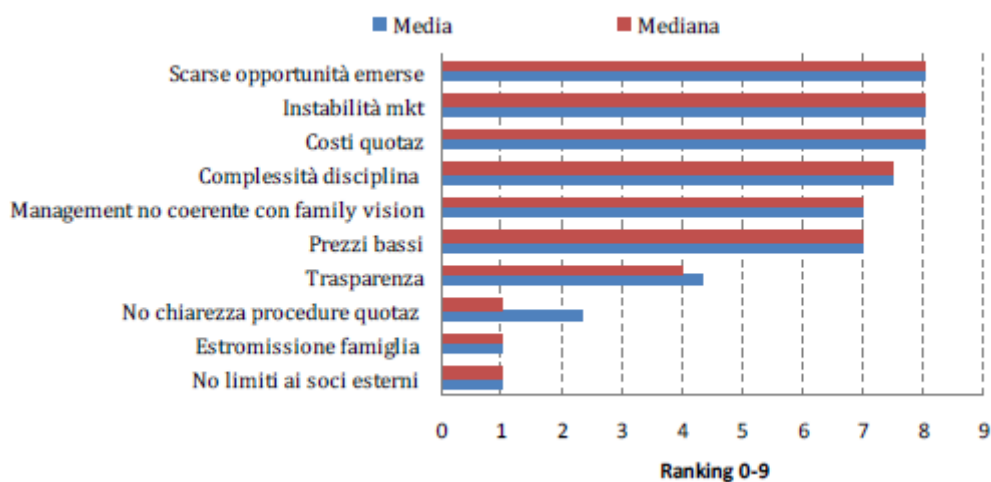


Fig. 18 principali criticità individuate dalle società quotate



Tre imprese uscite volontariamente dal mercato italiano tramite delisting hanno risposto al questionario. Una prima società si è delistata nel 1996 dal listino principale, su iniziativa degli stessi soci controllanti che hanno di fatto ricomprato la società. Le altre due aziende si sono delistate nel 2008 dal segmento Star, dove erano approdate rispettivamente nel 2005 e nel 2006, a seguito dell'iniziativa di fondi di private equity che successivamente al delisting hanno assunto il controllo delle imprese.



## *Conclusioni*

Concludendo, i vantaggi più facilmente individuabili sono certamente quantitativi, sebbene lo status di società quotata preveda anche vantaggi qualitativi, così definiti poiché influenzano in via indiretta la struttura economica e finanziario-patrimoniale. Si tratta di un insieme di benefici non monetizzabili all'istante; le loro peculiarità li rendono meno evidenti agli occhi dei piccoli e medi imprenditori, ma non per questo sono meno rilevanti. La quotazione in un mercato borsistico per una società rappresenta una fonte di grande prestigio: il suo brand viene diffuso dai mass-media e la sua immagine viene considerevolmente rafforzata dalla maggiore popolarità sopraggiunta. Com'è evidente, il tutto, si traduce in una forma di pubblicità nei riguardi di tutti gli interlocutori dell'azienda. Nel momento in cui l'impresa dimostra di oltrepassare i vari sistemi di analisi e di valutazione finanziaria, filtri d'ingresso al mercato regolamentato, rimanda nel mondo economico un segnale importantissimo sul suo valore e sulle sue potenzialità. Gli aspetti qualitativi incidono soprattutto sulle piccole e medie imprese, mentre nella grande società molto spesso sono presenti all'infuori dalla quotazione. Una grande azienda infatti gode già dei benefici connessi agli effetti "prestigio", "ingrandimento della struttura di proprietà", "competenza del management", "procedure di controllo gestionale". I benefici quantitativi riguardano invece più strettamente i connotati finanziari ed economici dell'azienda. Tramite il ricorso al mercato borsistico l'azienda ha l'effettiva possibilità di finanziare alti tassi di sviluppo poiché il mercato azionario permette volumi di raccolta che prevedono una moltiplicazione degli utili. La quotazione rappresenta dunque di per sé una diversificazione delle fonti di finanziamento, accresce il vantaggio delle fonti, ingrandisce i margini di manovra della gestione rendendola più flessibile.



## *Bibliografia*

Astrid, *Respubblica*, Time for growth: favorire la quotazione in borsa, Milano, 10 dicembre 2012

Balda F., et. al., *Rapporto Cerved PMI 2017, The Big Fusion*, Roma, 2017

BeBeez, *Venture Capital. Report 2017*, EdiBeez, Milano, 2017

BeBeez, *Venture Capital. Report 2018*, EdiBeez, Milano, 2018

Berta G., *L'Italia delle fabbriche. La parabola dell'industrialismo nel Novecento*, Il Mulino, Bologna, 2013

Borsa Italiana, *Il mercato per fare impresa. AIM – Mercato Alternativo del Capitale*, Settembre 2012

Campanella G., Ricciotti W., *L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence*, AIFI, Milano, 2019

Crafts N., Magnani M., *L'età dell'Oro e la seconda globalizzazione*, in Toniolo (a cura di), *L'Italia e l'economia mondiale. Dall'Unità ad oggi*, Marsilio, Venezia, 2014

Cucchiurato G., *Gli impatti della Legge di bilancio sul FinTech e i possibili sviluppi futuri*, in *Agenda Digitale*, 26 marzo 2019

DeSana R. E., *L'impresa fra tradizione e innovazione*, Giappichelli Editore, Torino, 2018

Di Simone L., *Il rischio di default nel mercato azionario italiano: Profili e tendenze empiriche*, Universitas Studiorum, 2014

Floreani J., Polato M., *Quotazione in borsa e negoziazione a contante di strumenti finanziari azionari – profili operativi e regolamentari*, Giappichelli Editore, Torino, 2012

Giordano L., Guagliano C., The Impact of Financial Architecture on Technical Innovation, in Applied Economics and Finance Journal, Vol. 3, No. 3, agosto 2016

Giordano L., Modena M., Earnings Management and Financial Constraints for Listed and Not-listed Firms. Is There Any Rationality for Not Going Public?, Consob, Discussion paper n. 7, 2017

Giordano L., Modena M., Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane, Consob, Discussion paper n. 7, settembre 2017

Hall B.H. "The Financing of Research and Development", NBER W.P., n. 8773, 2002

Iosio C., Ipo per le PMI italiane. Guida pratica e consigli utili per quotarsi in Borsa con successo, Ipsoa Editore, Assago, 2011

Ippolito R., Cagnoni D., Germani A., D'Ugo A., Private equity e private debt per le PMI italiane. Aspetti operativi, civilistici e fiscali, Il Sole 24 Ore, Milano, 2017

Lanari C., Le nuove 4 società quotate in Borsa nel 2019: il successo delle PMI, Investire Oggi, 8 ottobre 2019

Meles A., Private equity e sviluppo dell'impresa. Analisi teorica e indagini empiriche, FrancoAngeli, Milano, 2013

Mumuseci M., Reito F., Imprese innovative, venture capital e network, in Rivista economica del Mezzogiorno, 1-2, marzo-giugno 2014

Mussari G., The limited weight of the Italian equity markets: towards an action plan, in Bancaria, n. 2, 2011

Oriani M., Zanaboni B., Trattato di Private Banking e Wealth Management. Vol. 2, Hoepli Editore, Milano, 2016

Pagano M., Panetta F., Zingales L., Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis, in Journal of Finance, vol. LIII, n. 1, 1998.

Perrone A., Informazione al mercato e tutele dell'investitore, FrancoAngeli, Milano, 2003

Petrella G. "Sistemi Finanziari e Finanziamento delle Imprese Innovative: Profili Teorici ed Evidenze Empiriche Dall'Europa" Quaderni REF, n. 4, 2001

Righini A., Tambalo M., “AIM Italia”, il mercato borsistico per le PMI, Il Commercialista veneto, n. 231, maggio/giugno 2016

Romano G., Strategie aziendali e quotazione in borsa, Giuffré Editore, Milano, 2012

Rija M., Il ruolo del venture capital e del private equity nel capitale di rischio delle imprese. Dall'analisi teorica ai risultati di una ricerca empirica, FrancoAngeli, Milano, 2012

Rus G., Le grandi imprese motore delle startup: investimenti per mezzo miliardo di euro, Il Sole 24Ore, 28 ottobre 2019

Sau L., Gli Effetti del Venture Capital sulle Gerarchie di Finanziamento delle Imprese Innovative, Working Paper preparato per il convegno: Innovare per competere. Come finanziare l'innovazione?, Novara, 22-23 maggio 2003

Stanley M., Teorema di un'asset class strategica: i titoli infrastrutturali quotati nei listini globali, in Investement Focus, gennaio 2016

## *Ringraziamenti*

Con questa tesi giunge al termine il primo step del mio percorso universitari. Mi è doveroso dedicare questo spazio del mio elaborato alle persone che mi hanno accompagnata verso il raggiungimento di questo importante traguardo. Sono stati in molti a dare in questi anni universitari il proprio apporto alla mia carriera chi con una continua collaborazione, chi con costanti parole di incoraggiamento credendo in me e assecondando tutte le mie scelte anche le più folli.

Colgo innanzitutto l'occasione per manifestare la mia profonda gratitudine al Professore Arturo Capasso, relatore di questa tesi, senza la cui sapiente guida questo elaborato non sarebbe esistito. Ringrazio il professore per l'interesse mostrato verso il mio lavoro, nonché per i suoi indispensabili consigli con i quali sono stata costantemente indirizzata durante la scrittura di questa tesi, per la cortesia avuta nei miei confronti e per le nozioni trasmesse durante tutto il percorso di stesura dell'elaborato. Grazie a lui ho avuto modo di superare me stessa, acquisendo un prezioso bagaglio di conoscenze che mi aiuteranno durante gli anni della magistrale e nel lavoro.

Un ringraziamento speciale va alla mia Famiglia, a mia madre e mio padre, per il loro amore, per la stima e l'ammirazione che hanno dimostrato di avere nei miei confronti. Grazie per avermi donato le cose più importanti nella mia vita, il vostro tempo, le vostre attenzioni e il vostro amore. Vi ringrazio per avermi fatto commettere degli errori e riuscire a trarre insegnamento da questi, oggi mi sento più forte di prima anche grazie a voi. Sono del parere che se un genitore ti fa sentire speciale sin da bambina, alla fine credi anche tu di essere speciale e diversa a modo tuo. Io vi ringrazio perché ad oggi, insieme a voi, ho capito cosa voglio dalla mia vita e che tipo di persona desidero diventare sia sulla sfera lavorativa che su quella affettiva e sentimentale. A mio padre, l'uomo che ha sempre creduto in me, il mio punto di riferimento, il mio "migliore amico" e il mio "peggior nemico". Essendo semplicemente se stesso mi ha mostrato il modo migliore di essere donna. Credendo nei miei sogni mi ha reso orgogliosa di me. Grazie a mia mamma che tutte le volte che pensavo di mollare riusciva a darmi la forza e il coraggio di andare avanti.

Ringrazio i mie due “fratellini” che in fondo non sono più così “ini”, ormai sono due uomini che ancora devono scoprire cosa ha in serbo il futuro per loro, però sono sicura che faranno delle grandi cose nella loro vita. Vincenzo e Giuseppe non sono solo dei fratelli, sono il tutto. L’ammirazione per il mio essere totalmente indipendente ed intraprendente e nello stesso tempo il senso di protezione che hanno nei mie riguardi mi hanno, sempre, fatto sentire al sicuro e a casa. Giuseppe, il fratello più piccolo tra i tre ma nello stesso tempo il più maturo e acuto, è la persona con cui riesco ad avere un confronto costante e costruttivo, è una macchina “di sapere” e lo ringrazio perché mi spinge a migliorare e dare, in ogni circostanza, il meglio di me. Vincenzo, lui è il fratello diligente e premuroso, con la sua dolcezza e con le sue attenzioni amorevoli riesce a farmi sentire costantemente amata e coccolata .

Ringrazio la mia amica Elga. Lei è una persona fuori dalle righe, ha un modo speciale di guardare il mondo ed è anche grazie a lei che oggi anch’io vedo con occhi diversi tutto ciò che mi circonda. Lei è parte della mia vita, la mia spalla destra pronta a sorreggermi e sostenermi ad ogni mio passo. La ringrazio per esserci sempre stata, con la sua semplicità e allegria è riuscita ad alleggerire i periodi bui che ho attraversato. E’ sempre riuscita a darmi una parola giusta nel momento giusto, senza mai giudicare e con la sua sfacciata ironia ha cercato di farmi credere in me stessa e farmi sentire all’altezza delle mie aspettative. La ringrazio perché lei è una di quelle persone che tutti dovremmo avere al fianco perché dà il cuore e l’anima per le sue amiche senza aspettarsi nulla in cambio. Lei è una delle poche persone che meriterebbe di essere chiamata amica con la “A”.

Ringrazio Alessia, la mia amica che è stata presente ad ogni mio traguardo dalla licenza di terza media sino ad oggi, dal primo bacio alla prima delusione d’amore. Lei è sempre accanto a me, anche se alcune circostanze ci hanno tenute distanti fisicamente, so che c’è sempre stata con la mente e con il cuore. Lei è la sorella che non ho mai avuto, e anche se distanti, ogni volta che ci ritroviamo è come se non fosse cambiato nulla. L’affetto e la stima reciproca ci legherà per sempre, siamo cresciute insieme con convinzioni e prospettive diverse ma con la stessa voglia di

spaccare il mondo. La ringrazio con tutto il cuore perché so che lei è una persona su cui posso contare e rifugiarmi nei momenti di sconforto, e con cui potere gioire nei momenti di vittoria.

Un ringraziamento particolare lo rivolgo ad Alessandro. Lui è entrato nella mia vita piano piano senza chiedere il “permesso” ed oggi rappresenta il mio incastro perfetto. Lui è la persona che più di tutte è stata capace di capirmi e di sostenermi nei momenti più difficili. Grazie ad Ale ho avuto il coraggio di sperimentare nuove idee, di mettermi in gioco e capire che, in fondo, gli ostacoli esistono per essere superati. Lui più di ogni altro sa cosa rappresenta per me questo giorno e quanto ho faticato per raggiungere questo obiettivo. Lui è riuscito a spronarmi e farmi sentire unica. Insieme abbiamo combattuto una “guerra” che sembrava persa sin dall’inizio e insieme ne siamo usciti vincitori. Dedico questo giorno anche lui che con il suo amore e la sua adorazione, percepibile da ogni sguardo che mi rivolge, mi ha fatto sentire forte e in grado di superare tutti gli scogli si presenteranno durante la mia vita. Oggi la mia laurea la condivido con te, che ne sei artefice “spirituale” almeno quanto me perché senza di te non avrei avuto l’entusiasmo e l’energia che mi hanno portato a raggiungere la laurea.

Infine dedico questo giorno a me stessa, alla mia determinazione e ai miei sogni. Ho capito che ogni giorno ci svegliamo e abbiamo una seconda possibilità, per essere chiunque noi vogliamo, per poter ricominciare, l’unica cosa che ci può fermare siamo noi stessi. Io sono fortunata perché ho avuto una seconda possibilità e questo fantastico giorno ne rappresenta l’incoronazione. Pertanto dedico questo giorno a me stessa, sono riuscita a sfidare i miei limiti e le mie debolezze. Ho capito che bisogna scegliere obiettivi che siano ben oltre la nostra portata, bisogna tentare l’impossibile e possiamo solo pensare di riuscire, prima o poi, a raggiungere quegli obiettivi, dimostrandoci all’altezza della sfida.

*Martina.*

