

Dipartimento
di Economia e Finanza

Cattedra di Finanza Aziendale

Il private equity nelle offerte pubbliche iniziali: le IPO venture-backed

Relatore
Prof. Arturo Capasso

Correlatore
Prof.ssa Luana Zaccaria

Candidato
697701
Gianni Scolavino

Anno Accademico 2018-2019

INDICE

Introduzione	4
Capitolo 1.....	6
1.1) definizione di private equity e venture capital	6
1.2) Nascita ed evoluzione del mercato del private equity.....	8
1.3) Le tipologie d'investimento	11
1.4) Le tipologie di fondi: gli operatori di private equity	14
1.5) Il processo di investimento (<i>venture capital cycle</i>)	16
1.5.1) Fundraising: la raccolta fondi	17
1.5.2) Fase di investimento.....	19
1.5.3) Fase di gestione e monitoraggio dell'investimento.....	22
1.5.4) La fase di disinvestimento.....	23
Capitolo 2.....	26
2.1) Il mercato del <i>private equity</i> e <i>venture capital</i> in Europa.....	26
2.1.1) Raccolta.....	28
2.1.2) Investimenti.....	31
2.1.3) Disinvestimenti	35
2.2) Il mercato del <i>private equity</i> e <i>venture capital</i> in Italia	38
2.2.1) Gli operatori nel mercato italiano	40
2.2.2) Raccolta.....	42
2.2.3) Investimenti.....	45
2.2.4) Disinvestimenti	51
Capitolo 3	54
3.1) Le strategie di uscita.....	54
3.1.1) Trade sale	55
3.1.2) Secondary buy out.....	57
3.1.3) Buy back	58
3.1.4) Write off	59
3.1.5) Quotazione sul mercato regolamentato	59
3.1.6) Processo per eseguire una IPO	60
3.2.) Impatto dei fondi di <i>private equity</i> sulle offerte pubbliche iniziali	62
Capitolo 4.....	66
4.1) Panoramica del mercato azionario italiano.....	66
4.1.1) La borsa italiana	67
4.1.2) MTA.....	68

4.1.3) AIM.....	68
4.2) Le <i>venture backed</i> IPO's in Italia	69
4.3) Obiettivi e metodologia della ricerca	71
4.4) I risultati della ricerca	72
4.4.1) La performance operativa	72
4.4.2) La performance di mercato	76
4.5) I Risultati della ricerca differenziando per mercato di appartenenza.....	80
4.5.1) La performance operativa	80
4.5.2) La performance di mercato	83
Conclusioni	88
Riassunto	90
Bibliografia.....	103

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni, in particolare dopo la crisi del 2008 e la relativa contrazione dei finanziamenti alle imprese da parte delle banche, il bisogno delle piccole-medie imprese innovative di reperire capitali e risorse per attuare i loro progetti è andato via via crescendo.

Per questo tipo di aziende è molto difficile accedere in modo efficace e vantaggioso alle fonti di finanziamento tradizionali ed è divenuto sempre più importante utilizzare fonti alternative per reperire la liquidità che il sistema bancario non riesce a garantire.

Il ricorso ai fondi di *venture capital* o ai *business angels*, ovvero a soggetti specializzati nella valutazione delle imprese, o d'idee imprenditoriali, e nella formulazione di strategie di crescita, che mettono a disposizione delle imprese partecipate non solo fondi, ma anche competenze manageriali, conoscenze tecniche e relazioni tali da consentire una più rapida creazione di valore, ha assunto, pertanto, un'importanza crescente nel sistema economico, offrendo una valida e importante alternativa fonte di risorse per gli imprenditori.

I mercati dei capitali standard e dei prestiti bancari, inoltre, reputano troppo rischiosi gli investimenti in imprese che, per loro precipua tipologia, hanno sì il rischio di un'alta percentuale di fallimento (3 su 4), ma che, quando hanno successo, garantiscono agli investitori ritorni così alti da ripagare anche quanto perso nelle imprese fallite.

Anche in Italia una delle problematiche del sistema imprenditoriale è la difficoltà di reperimento delle risorse finanziarie poiché il 92% delle imprese è di piccola o media dimensione e la principale fonte di finanziamento delle attività economiche è rappresentata, appunto, dagli intermediari creditizi, che delineano una conformazione banco centrica del sistema finanziario italiano.

Il ricorso al *private equity* può, quindi, rappresentare la possibile risposta al problema, ma il mercato è ancora di piccole dimensioni se paragonato alle altre realtà internazionali, nonostante il processo di crescita e la maggior propensione delle imprese italiane a reperire fondi fuori dal sistema bancario, negli ultimi anni, sia in costante aumento.

Per meglio inquadrare il quadro di riferimento è utile soffermarsi in primo luogo su quella che è la principale differenza tra il finanziamento tramite un debito e quello tramite un fondo di *venture capital*: quest'ultimo apporta capitale di rischio in cambio di una quota di partecipazione al business e il ritorno del *venture capitalist*, giacché azionista, dipende dalla crescita e dalla redditività dell'azienda.

Per questo motivo i *venture capitalists* agiscono con l'obiettivo precipuo di far crescere e valorizzare l'impresa al fine di vendere le proprie partecipazioni a un altro proprietario e realizzare un *capital gain* elevato.

Le strategie di uscita dall'investimento sono molteplici e, spesso, quella prescelta è definita già nelle prime fasi di pianificazione. Una delle più importanti strategie di disinvestimento è rappresentata dalla quotazione dell'impresa partecipata sul mercato dei capitali tramite un'offerta pubblica iniziale, che permette all'impresa di incrementare il proprio capitale con l'ingresso di nuovi soci ed eventualmente di sfruttare un momento di *pricing* favorevole.

L'obiettivo di questa tesi è analizzare l'impatto dei *venture capitalists* nelle IPOs delle imprese partecipate e verificare se le aziende con investitori istituzionali nell'azionariato ottengono una performance migliore dopo la quotazione rispetto alle altre e le eventuali determinanti di un migliore o peggiore risultato.

Con riferimento alla strutturazione del presente lavoro, nel primo capitolo sono trattati aspetti generali e descrittivi relativi all'attività di *private equity* e del processo d'investimento, nell'intento di mettere ordine sulle molteplici definizioni che vi sono, non essendoci una nozione valevole a livello universale.

Nel corso della trattazione sono state esaminate le principali caratteristiche riguardanti il mercato delle *private equity* approfondendo le principali tipologie d'investimento e facendo una descrizione degli

operatori che operano all'interno del mercato, distinguendo questi ultimi essenzialmente sulla base delle loro modalità operative e del ciclo di vita dell'impresa partecipata.

In seguito sono state analizzate le più comuni formule organizzative societarie utilizzate per finanziare e condurre investimenti in *private equity*, distinguendo, in particolare, tra i due modelli di *Limited Partnership*, adoperato per lo più negli Stati Uniti e in Inghilterra, e di *Investment Company*, utilizzato in Italia.

Il primo capitolo termina con la descrizione del *venture capital cycle*, ovvero delle varie fasi in cui si articola l'investimento in *private equity*, soffermandosi, in particolare, sulle fasi di raccolta fondi, di investimento, di monitoraggio e gestione e, infine, sulla fase di disinvestimento.

In seguito è descritto l'ambiente nel quale operano i *venture capitalists*, analizzando nello specifico la situazione attuale del *private equity* nel mercato europeo e italiano, con riferimento ai diversi operatori, all'attività di raccolta, investimento e disinvestimento.

Il terzo capitolo si concentra, invece, sull'ultima fase del ciclo del *venture capital* e più nel dettaglio sulle varie tipologie possibili di uscita dall'investimento: *IPO*, *secondary buy out*, *trade sale*, *buy back* e *write off*.

Il focus è poi spostato sulle offerte pubbliche iniziali, sulle varie fasi del processo di quotazione e, in particolare, sull'impatto degli investitori istituzionali nel capitale delle cosiddette "matricole" di Borsa, spiegando il perché del grande interesse suscitato dal ruolo degli stessi nel mercato delle nuove quotazioni in borsa.

Nel quarto e ultimo capitolo del presente lavoro viene, infine, presentata l'analisi riguardante le performance operative e di mercato delle imprese quotate negli ultimi 5 anni sul mercato borsistico italiano, distinguendo tra imprese *venture-backed*, quindi partecipate da un operatore di *private equity* e imprese non *venture-backed*, per valutare le eventuali differenze e investigare sul valore apportato dagli investitori istituzionali in queste aziende. Nello specifico, è stata dapprima fatta una panoramica del mercato borsistico italiano e in seguito è stata realizzata l'analisi degli indici di redditività operativa e di mercato delle matricole di Borsa riguardanti gli ultimi cinque anni.

CAPITOLO 1

1.1) DEFINIZIONE DI PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

Il *private equity* sono un'attività di investimento effettuata da investitori istituzionali, in imprese non quotate ad alto potenziale di crescita, che ha come obiettivo principale la creazione di valore e la conseguente realizzazione di una significativa plusvalenza al momento della dismissione della partecipazione.

Per investitori istituzionali si intendono intermediari la cui attività caratteristica è quella di investire risorse finanziarie per conto di un soggetto, quindi operatori finanziari come banche d'affari, società di *private equity*, società finanziarie private, società finanziarie pubbliche, organismi d'investimento collettivo del risparmio (OICR), fondi comuni d'investimento mobiliari, immobiliari, speculativi, Sicav, fondi pensione o compagnie assicurative¹.

Questi soggetti operano al di fuori del mercato azionario e con un orizzonte temporale di medio - lungo periodo, solitamente 7-9 anni, con l'obiettivo di ottenere un guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla quotazione in borsa.

Questa modalità d'investimento, infatti, non comporta unicamente l'apporto di capitale di rischio, ma prevede il coinvolgimento attivo dello stesso investitore nella gestione dell'impresa beneficiaria o ricapitalizzata, tramite una serie di attività connesse e strumentali alla realizzazione dell'idea imprenditoriale. In questo modo l'investitore diventa socio a tutti gli effetti dell'impresa: partecipa alle decisioni strategiche, apporta le proprie conoscenze ed esperienze professionali e la sua immagine di prestigio nel contesto finanziario, permette all'impresa di acquisire notorietà e fiducia nel momento della sua eventuale futura quotazione.

Inoltre la possibilità di collaborare con manager esperti, che vantano generalmente un *importante track record* caratterizzato da numerose realtà imprenditoriali, può risultare fondamentale al management aziendale per il raggiungimento degli obiettivi dell'impresa.

Quest'approccio si definisce di "proprietà attiva" ed ha come obiettivo la creazione di valore nel medio - lungo periodo.

Dal punto di vista terminologico esistono diverse classificazioni o definizioni del *private equity*.

Negli Stati Uniti esso è definito nella sua globalità "attività di *private equity*" e si distingue tra *venture capital* e *buyout*, in base alla tipologia d'investitore che compie l'operazione di finanziamento (*venture capital funds* o *buyout funds*).

Al *venture capital* sono associate le operazioni di finanziamento nelle fasi iniziali del ciclo di vita dell'azienda, chiamate di *early stage financing*, e di finanziamento d'impresa già avviate per sostenerne lo sviluppo, cosiddette di *expansion financing*.

In Europa, d'altra parte, solitamente si parla di *venture capital* quando si fa riferimento a operazioni finalizzate a sostenere la nascita e le prime fasi di espansione delle imprese e di *private equity* per tutte le altre tipologie d'investimento nel capitale di rischio d'impresa non quotate, che riguardano stadi successivi a quello iniziale del ciclo di vita (*expansion, replacement, buy out, turnaround*).

Tra i due approcci, quello statunitense e quello europeo, si riscontrano differenze sostanziali. Mentre nel primo il sistema *private equity* include il *venture capital*, nell'approccio europeo il *venture capital* è complementare al *private equity* e si focalizza unicamente sulle fasi di avvio di un'impresa.

Tuttavia, come si evince dalle definizioni istituzionali riportate in seguito, è in corso un progressivo adattamento terminologico agli standard statunitensi.

¹ Borsa Italiana, glossario finanziario – *private equity*.

La European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) definisce l'attività di *private equity* in questo modo: “*Private equity provides equity capital to enterprises not quoted on a stock market. Private equity can be used to develop new products and technologies (also called venture capital), to expand working capital, to make acquisitions, or to strengthen a company's balance sheet. It can also resolve ownership and management issues. A succession in family-owned companies, or the buyout and buyin of a business by experienced managers may be achieved by using private equity funding.*”²

La definizione dell'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt è la seguente: “*l'attività d'investimento nel capitale di rischio d'impresе non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto d'investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio - lungo termine*”.³ In entrambe le definizioni di cui sopra il *venture capital* non costituisce una fattispecie differente dal *private equity*, bensì una tra le attività della complessiva attività di *private equity* anche se, solitamente, in Europa si parla di *venture capital* con riferimento all'investimento focalizzato nelle fasi iniziali e di *private equity* per quello incentrato sulle fasi avanzate del ciclo di vita di un'impresa⁴.

In realtà, sebbene sia possibile classificare il *venture capital* come sottocategoria del *private equity* in base alle suddette definizioni, le differenze tra queste due categorie di investimento sono molteplici e sostanziali. Esse sono legate soprattutto alla tipologia di aziende nelle quali s'investe e al relativo profilo di rischio.

Un fondo di *venture capital* opera diversamente da un fondo tradizionale di *private equity* perché investe aziende nelle prime fasi del proprio ciclo di vita, in settori altamente innovativi, sopportando rischi molto elevati e soprattutto investe in persone e idee imprenditoriali. I Settori come il biotech-farmaceutico e l'*hitech*, l'ICT e la robotica sono tra quelli su cui più si concentrano gli investimenti di *venture capital*⁵.

Un fondo di *private equity*, invece, investe maggiormente in aziende già mature, in settori tradizionali, in realtà consolidate e redditizie o in società che vanno male per ristrutturarle, sostenendo un rischio moderato e realizzando, quindi, un rendimento più basso.

Citando Mark Kachur, Chairman and CEO di CUNO Inc dal 1993 al 2003: “*I consider private equity and venture capital as opposites. In private equity, you start with the numbers, and then you try to fit everything into the numbers. In venture capital, you start with people, and then you try to figure out what numbers you can make*”.

L'investimento istituzionale nel capitale di rischio può avere, di fatto, diverse finalità, come lo sviluppo di nuove, idee, prodotti, tecnologie, il rafforzamento della struttura finanziaria dell'azienda, l'ampliamento del capitale circolante, la risoluzione di questioni connesse alla struttura proprietaria, il sostegno finanziario di operazioni di acquisizione di altre imprese, all'acquisizione di un'impresa da parte di un gruppo manageriale esterno e/o interno alla stessa.

Tutte queste operazioni costituiscono l'attività di *private equity* che è riconosciuta come un segmento del più ampio settore del *merchant banking*, ovvero l'insieme di servizi di consulenza, assistenza e finanziamento erogati da operatori finanziari a sostegno dell'attività ordinaria e straordinaria delle imprese⁶.

Più in generale uno degli elementi fondamentali per la crescita di un sistema finanziario nel suo complesso è la capacità di rispondere alle esigenze di risorse finanziarie delle imprese per assicurare un adeguato finanziamento per le loro attività, la cui mancanza può andare a inficiare il corretto funzionamento dell'intero sistema produttivo.

Attualmente, infatti, il grado di capitalizzazione rappresenta uno dei principali indicatori nella valutazione delle imprese.

² European Private Equity and Venture Capital Association, Glossario.

³ Delibera del Consiglio Direttivo AIFI del 22/07/2004.

⁴ Dell'Acqua & Previtero, 2006.

⁵ Cicchetti A. (a cura di), Ricerca scientifica e trasferimento tecnologico, FrancoAngeli, Milano, 2007.

⁶ A. Gervasoni, F. L. Sattin, Private equity e venture capital. Manuale d'investimento nel capitale di rischio, Guerini Studio, Milano, 2008.

Con riferimento alla situazione italiana occorre registrare una crescente difficoltà da parte delle PMI di recuperare risorse finanziarie sul mercato a costi ritenuti sostenibili e inoltre una situazione di sottocapitalizzazione, che rappresenta un rilevante problema di natura strutturale, che rende le nostre imprese molto vulnerabili e inadeguate a far fronte a situazioni esterne.

Per molti anni, infatti, le aziende italiane hanno utilizzato la leva del debito per evitare un'adeguata capitalizzazione, agevolate da un sistema bancario che erogava finanziamenti senza distinguere tra iniziative imprenditoriali meritevoli e non e che invece a seguito della recente crisi economica ha ridotto le possibilità di finanziamento, selezionando in modo più accurato l'erogazione del credito.

Il *private equity* permette alle imprese di trovare il cosiddetto capitale paziente e può rappresentare un'interessante opportunità da cogliere soprattutto in fase di avvio dell'attività imprenditoriale.

Nelle prime fasi del ciclo di vita è molto difficile l'accesso al mercato del capitale e del credito, a causa di diversi fattori sia relativi al livello dimensionale e quindi alla mancanza di asset da offrire alle banche, sia relativi a un probabile profilo di rischio di rendimento sfavorevole.

Un'impresa neonata, anche se con buone prospettive di crescita futura, incontra enormi difficoltà nel reperire capitale attraverso degli strumenti tradizionali, soprattutto perché nei primi anni il rischio d'impresa (di mercato, economico, finanziario) è tipicamente molto elevato.

Non avendo un *track record* dell'attività d'impresa sul quale basare le valutazioni per il futuro, i potenziali investitori, in particolare quelli con una bassa propensione al rischio, possono essere scoraggiati e il rischio che, nonostante l'esistenza di eccellenti idee e prospettive di crescita importanti, l'impresa non riesca a partire o a svilupparsi è molto elevato.

Anche l'accesso all'indebitamento bancario può essere terribilmente difficoltoso, poiché spesso precluso dalla scarsa dotazione di garanzie da poter offrire a fronte del debito e dall'alto profilo di rischio dell'attività imprenditoriale ovvero, anche nel caso in cui la banca fosse disponibile a concedere credito, le condizioni presumibilmente potrebbero non essere sostenibili dall'azienda, a causa di tassi d'interesse molto elevati.

In uno scenario come questo la presenza e la disponibilità a investire, da parte di operatori con una più elevata propensione al rischio, possono rappresentare l'unica possibilità per portare avanti un progetto.

1.2) NASCITA ED EVOLUZIONE DEL MERCATO DEL PRIVATE EQUITY

L'attività di *private equity* nasce negli Stati Uniti, dove già dal primo Novecento famiglie benestanti con eccedenza di capitale, chiamate *family offices*, finanziavano imprese con buoni progetti attendendosi un'alta remunerazione del capitale investito.

La prima vera società di *private equity* nasce nel 1946 ed è l'American Research and Development Corporation (ARDC), società voluta da un gruppo di finanziatori ed accademici tra cui il Presidente del Massachusetts Institute of Technology (MIT), Karl T. Compton, che forniva sostegno non solo finanziario alle imprese impegnate nella ricerca, per sfruttare le nuove tecnologie sviluppate durante la seconda guerra mondiale.

I primi successi delle imprese finanziate dall' ARDC incoraggiarono banche e istituti assicurativi a investire in aziende che operavano nel settore delle tecnologie. In quegli anni le società di *private equity* avevano la struttura del fondo chiuso e le quote erano sottoscritte quasi esclusivamente da persone fisiche⁷.

Fondamentale per l'evoluzione del mercato del *private equity* fu l'emanazione nel 1958 dello *Small Business Investment Act*: la cornice legislativa che disciplinava le attività delle *Small Business Investment Companies*, cioè le società che investivano nel capitale di rischio di aziende nelle fasi di avvio della loro attività. Questa legge era volta a ridurre il grande divario con il mercato dei capitali per i finanziamenti a lungo termine per

⁷ Anna Gervasoni, Fabio Sattin, "Private Equity e Venture Capital: manuale di investimento nel capitale di rischio", 2008.

le piccole imprese orientate alla crescita, con l'intento di favorire il progresso tecnologico e sfruttare le potenzialità delle piccole imprese pioneristiche presenti nel paese.

Grazie ai benefici della legge summenzionata, negli anni '60 il *private equity* registrò una crescita molto importante, dai 585 istituti esistenti nel 1962 si passò a circa 700 in pochi anni.

Dopo l'espansione degli anni sessanta il *private equity* attraversò un periodo di assestamento per poi ritornare a crescere verso la fine degli anni '70 e l'inizio degli anni '80, periodo coincidente all'emanazione di un altro importante provvedimento legislativo: l'*Employee Retirement Income Security Act*, che generò notevole afflusso di capitale fresco e incentivò la nascita di fondi specializzati in investimenti in *private equity*, in particolare fondi costituiti come *limited partnership* per la gestione del capitale.

Questa legge, emanata nel 1979 dall'US Department of Labor, disciplinava la possibilità d'investimento nelle varie categorie di asset ad alto rischio da parte dei fondi pensione, permettendo di investire nel capitale di rischio d'imprese non quotate. Fino a quel momento, infatti, era precluso ai fondi pensione di investire le proprie risorse in attività caratterizzate da un elevato profilo di rischio, tra le quali rientravano anche *private equity* e *venture capital*.

In quegli anni imprese tecnologiche e innovative come Microsoft, Compaq, Cisco e Apple beneficiarono di questi finanziamenti e grazie agli ottimi risultati, ottenuti da questi investimenti, il fenomeno esplose.

Il mercato statunitense è il primo al mondo per capitali raccolti, favorito dai minori vincoli normativi presenti in confronto, per esempio, al mercato europeo e dalla lunga tradizione d'investimenti nel capitale di rischio delle imprese, basti pensare a investitori istituzionali come i fondi pensione, che sono molto più evoluti ed hanno più esperienza di quelli europei nel valutare al meglio un possibile investimento.

Gli investimenti in *private equity* registrarono, in America, il periodo di maggiore espansione negli anni a cavallo del nuovo millennio grazie all'avvento della bolla *Dot.com*⁸, conclusasi con il fallimento della maggior parte delle nuove società che non erano state in grado di innovarsi alla stessa velocità del mercato.

Lo scoppio della bolla della *New Economy* nei primi anni 2000 interruppe il trend ascendente del *venture capital*, trend ripreso negli anni successivi alla crisi finanziaria del 2007/2008, giacché si proponeva come valida alternativa a un credito bancario divenuto più selettivo.

Da alcune ricerche empiriche è stato constatato che il *private equity*, a differenza di altri segmenti del mercato finanziario, si avvantaggia dalle situazioni di crisi e una recente analisi proposta da Credit Suisse e Cambridge Associated conferma che le iniziative nate durante i periodi di recessione hanno avuto in media performance migliore.

L'esempio più emblematico è la bolla internet dell'inizio degli anni 2000: il tasso di rendimento medio degli investimenti fatti prima dello scoppio della bolla era del 10% mentre il tasso di rendimento medio degli investimenti effettuati dopo lo scoppio della bolla si attestò intorno al 30%.

Una ricerca proposta da Partners Group, Thomson Financial ed IMF conferma tale ipotesi. Partendo dall'analisi del rapporto tra i rendimenti dei fondi PE e il PIL degli Stati Uniti ha evidenziato che in un periodo di crescita del PIL molto bassa, come quello tra il 1994 e il 2000, la performance dei fondi è stata molto alta, mentre nei periodi di grande crescita economica, come quello che va dal 2000 al 2003, la performance degli stessi è stata inferiore⁹.

La spiegazione plausibile a questo fenomeno potrebbe essere che in periodi di recessione economica, cui segue un'inevitabile fase di *credit crunch* in cui le banche immettono nel sistema meno denaro e selezionano in modo più accurato i loro investimenti, il *private equity* assume un ruolo di rilevante importanza per sostenere la crescita, rappresentando una scelta al credito bancario.

⁸ Con *Dot.com* si definiscono tutte quelle società di servizi che sviluppano la maggior parte del proprio business attraverso un sito web ed Internet. Definizione di Wikipedia.

⁹ 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.

Se negli USA il *venture capital* ha origini molto lontane, in Europa questa tipologia di finanziamento si è diffusa solo recentemente, fatta eccezione del Regno Unito, che ancora a oggi raccoglie da solo circa la metà dei fondi destinati a questo settore e dove già nel 1945 la Bank of England fondava la 3i, Investing in Industry, società che fornisce capitale di rischio a imprese ad alte potenzialità di crescita e che opera tuttora egregiamente nel medesimo settore rimanendo una delle più importanti.

Nonostante la spinta del Regno Unito, il settore del PE è cresciuto molto più lentamente rispetto a quanto successo in America, affermandosi solo dopo il 1980 con la creazione del Venture Capital Liaison Office e dell'European Venture Capital Association (EVCA), associazioni volte a promuovere le attività d'investimento nel capitale di rischio delle imprese europee, ma non è riuscito ancora ad affermarsi in modo decisivo.

Solo negli ultimi anni la crescita è stata degna di nota non riuscendo, tuttavia, a seguire il passo degli Stati Uniti. Le tensioni, le preoccupazioni generate dalla *brexite* e la bassa crescita economica potevano rappresentare un freno importante per il *private equity* europeo, che al contrario sembra in buona salute.

Oggi, in una situazione generale di tassi di interesse bassi, il numero di fondi di *private equity* ha raggiunto un numero elevatissimo. Secondo un recente report di Boston Consulting Group, da gennaio 2018 è stato raggiunto un record di 2.296 fondi di *private equity* nel mercato globale, con un raccolto totale di 744 miliardi di dollari, il 25% in più dell'anno precedente¹⁰.

Allo stesso modo anche in Italia il trend di crescita del mercato *private equity* è molto positivo. Questo settore ha subito una profonda evoluzione strutturale negli anni. Basti pensare che trent'anni fa non solo non fosse regolamentato, ma neanche esisteva; il confronto con l'odierno volume di mercato e il suo rilievo nella crescita economica del Paese ci fanno capire quanto sia evoluto velocemente¹¹.

In Italia, la nascita di uno specifico mercato di operatori professionali specializzati nell'attività d'investimento nel capitale di rischio delle imprese risale convenzionalmente al 1986, anno in cui fu costituita l'AIFI34 (all'epoca Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento, oggi Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital) per volontà proprio delle prime società finanziarie specializzate in investimenti nel capitale di rischio in imprese non quotate (poiché all'epoca non era concesso alle aziende di credito l'investimento in capitale di rischio).

L'AIFI nasce con l'obiettivo di "sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano dell'investimento in capitale di rischio".¹² L'Associazione rappresenta fondi e società che investono nel capitale di rischio di aziende, prevalentemente, non quotate, con lo scopo finale di realizzare un piano di sviluppo nelle stesse.

I primi dieci anni furono di transizione, ma dal 1997 il settore registrò una rapida crescita che ha interessato anche il contesto normativo all'interno del quale gli operatori agiscono, con riferimento alla natura degli stessi e alle connesse possibilità d'investimento.

Fino al 1986 era vietato alle aziende di credito l'investimento diretto nel capitale di rischio delle imprese non finanziarie e non quotate e solo l'anno successivo, a seguito di un'apposita delibera del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio¹³, queste furono abilitate a svolgere questa tipologia d'investimento tramite il SIF (Società di Intermediazione Finanziaria), che poteva acquistare a titolo temporaneo azioni, obbligazioni e analoghi titoli delle imprese.

Nel 1993, l'emanazione del Testo Unico in materia bancaria e creditizia¹⁴ ha rappresentato una rivoluzione nell'ordinamento del sistema bancario italiano poiché ha introdotto il modello della banca universale.

¹⁰ Liberatore L., Fondi di private equity: mai così tanti attivi sul mercato, Articolo pubblicato su Wall Street Italia il 25 aprile 2018.

¹¹ Carlo Cattaneo: Venticinque anni di private equity in Italia: evoluzione e caratteristiche dall'origine ai giorni nostri.

¹² AIFI.

¹³ Delibera CICR 6.2.1987.

¹⁴ D.lgs. 385/93.

In questo nuovo quadro normativo, l'attività d'investimento nel capitale di rischio di società non quotate, svolta dalle SIF, subiva alcune limitazioni, tra cui un limite massimo di investimento in imprese non finanziarie e un limite di separatezza legato all'ammontare massimo della partecipazione nelle singole imprese, con l'obiettivo di contenere la rischiosità delle banche e di conservare in parte il principio di separazione banche-imprese¹⁵.

Altri eventi rilevanti dal punto di vista normativo sono stati l'istituzione, sempre nel 1993, dei fondi chiusi d'investimento mobiliare di diritto italiano, che negli anni seguenti sono divenuti il principale strumento per lo svolgimento delle attività di private equity e l'emanazione del TUF (Testo Unico della Finanza)¹⁶, che ha riformato la disciplina dell'intermediazione finanziaria e modernizzato la disciplina che riguarda i fondi mobiliari chiusi.

1.3) LE TIPOLOGIE D'INVESTIMENTO

La definizione di *private equity* include tutti gli investimenti in società non quotate sui mercati regolamentati raggruppando, quindi, un ampio spettro di operazioni diverse, sia in relazione sia alla fase del ciclo di vita che l'azienda target sta attraversando durante l'operazione, sia riguardo alla tecnica d'investimento utilizzata.

Il parametro di riferimento più importante per la classificazione delle diverse tipologie d'investimento è il ciclo di vita dell'impresa da finanziare.

La logica di base presuppone che a differenti stadi di sviluppo dell'impresa corrispondono differenti esigenze e problematiche delle imprese, che richiedono diversi modi d'intervento da parte dell'investitore istituzionale. Va detto che, tuttavia, una classificazione puntuale risulta piuttosto difficile da eseguire, data la crescente complessità degli stadi del moderno sviluppo aziendale, che non consente di delineare confini ben definiti tra essi.

Seguendo questa logica e partendo dalle fasi iniziali del ciclo di vita di un'impresa, s'identificano le seguenti categorie di operazioni:

- Operazioni di *early stage financing*: finalizzate al finanziamento nelle fasi di avvio o nascita dell'impresa. Queste si dividono a loro volta in operazioni di *seed financing* e di *start up financing*. Per *seed financing* s'intende l'investimento nella primissima fase di sperimentazione dell'idea d'impresa, in questa fase esistono solo le idee e le nuove imprese richiedono competenze tecniche, supporto burocratico e competenze scientifiche, per sviluppare il prodotto ed effettuare test di mercato. Lo *start up financing* è il finanziamento finalizzato alla costituzione e avvio di un'attività imprenditoriale, in questa fase il prodotto è pronto per essere lanciato nel mercato e le imprese hanno bisogno di risorse per l'avvio dell'attività produttiva.
- Operazioni di *expansion* o *growth financing*: investimenti effettuati nelle fasi di sviluppo dell'impresa, finalizzate a supportare e consolidare la crescita dimensionale e di valore dell'impresa. Le operazioni di *expansion financing* servono a supportare i piani di crescita delle imprese per linee interne, come ad esempio il lancio di una nuova linea di produzione, la penetrazione in nuovi mercati o per linee esterne, con acquisizioni, attraverso la sottoscrizione di un aumento di capitale o di un prestito obbligazionario convertibile, finalizzato ad acquisire generalmente una quota di minoranza della società¹⁷.
- Operazioni di *replacement capital*: interventi di riorganizzazione della compagine societaria di un'impresa con l'obiettivo di subentrare nella compagine societaria, prendendo il posto di uno o più

¹⁵ Cfr. A. Gervasoni, F. L. Sattin, op. cit.

¹⁶ D.lgs. 24 febbraio 1998 n.58..

¹⁷ Nuovissima Enciclopedia di Banca, Borsa e Finanza, Voce: Expansion financing, Assonebb, 2009.

soci non più interessati a proseguire l'attività imprenditoriale. I soci ancora coinvolti nel progetto possono così proseguire l'attività aziendale, evitando di sostenere esborsi finanziari legati alla liquidazione o all'acquisto delle quote dei soci uscenti e questi ultimi possono uscire dalla società, di cui non voglio più fare parte e monetizzare.

- Operazioni di *buyout*: acquisizione del pacchetto di maggioranza o della totalità di un'impresa target, finalizzate al ricambio totale della proprietà e spesso realizzate con metodologie d'investimento a elevato grado di complessità tecnica. L'acquisto dell'azienda o di una sua divisione viene fatto con la collaborazione del management interno o esterno alla società. Il cambio radicale di proprietà dell'impresa è un'esigenza che può nascere da diversi motivi, tra cui: volontà di liquidare un'attività aziendale o un suo ramo, una crisi nel passaggio generazionale, l'avvio di processi di privatizzazione, l'insoddisfazione legata a una gestione inefficiente o alla sottovalutazione borsistica del titolo. L'investitore, in questo caso, assume il ruolo di partner, assistendo e sostenendo finanziariamente i soggetti promotori.

Per questo tipo di operazioni si fa solitamente ricorso alla leva finanziaria come strumento per l'acquisizione poiché, solitamente, richiedono un ingente esborso di denaro per essere portate a termine, si parla in fatti di *leverage buy out*. Queste operazioni possono essere guidate dall'intento di revocare la società dalle negoziazioni di Borsa. Il soggetto interessato, mediante il lancio di un'OPA, acquisisce i titoli disponibili sul mercato in misura tale da consentirgli il *delisting* e utilizza le sue conoscenze e capacità al fine di migliorare l'azienda e prepararla alla susseguente cessione o a un nuovo approdo in Borsa¹⁸.

Con riferimento ai soggetti promotori si parla di management "*buy out*" nel caso in cui l'iniziativa è promossa dai manager della società stessa, di management "*buy in*" se si tratta di manager esterni alla società oggetto dell'acquisizione e di "*workers buy out*" quando gli acquirenti sono i dipendenti della società stessa.

- Operazioni di *turnaround*: finanziamento di un'impresa in difficoltà finanziarie, ristrutturazione di società in crisi;
- Operazioni di *bridge financing*: investimenti preparatori alla quotazione in borsa dell'impresa target.
- Operazioni di *cluster venture*: metodologia d'investimento che ha come oggetto il raggruppamento di società operative indipendenti, integrabili verticalmente o orizzontalmente e caratterizzate da considerevoli similitudini in termini di prodotti, mercati, tecnologie.

Tra le modalità operative utilizzate compare anche l'investimento in forma di debito mezzanino, che consiste in un tipo di debito molto simile a un finanziamento soci. Il rendimento è garantito da una parte con alti tassi d'interesse (in modo simile a un normale debito bancario) e dall'altra con una remunerazione legata alla redditività aziendale (caratteristica vicina all'apporto soci).

Anche se da un punto di vista classificatorio, le prime due tipologie di operazioni possono annoverarsi nella categoria del *venture capital*, mentre le altre rappresentano il *later stage private equity*, come già osservato in precedenza, i confini tra le diverse categorie di operazioni sono alquanto labili.

Ciò è dovuto alla crescente complessità degli stadi del moderno sviluppo aziendale, delle operazioni attuate dagli operatori, orientate a soddisfare sempre nuove esigenze, finanziarie e non, delle imprese, che richiedono risposte e soluzioni adeguate da parte degli operatori, con la conseguente continua nascita di strumenti sempre più ibridi e sofisticati.

In quest'ottica le tipologie d'investimento vengono spesso anche raggruppate in tre macro aree, cui corrispondono diversi tipi d'investitori che svolgono l'operazione:

- *Entrepreneurial seed* o finanziamento nelle fasi di avvio: è la fase in cui si finanziano le idee per la nascita della nuova impresa. Il team d'imprenditori ha bisogno di perfezionare l'idea, accrescere

¹⁸ Glossario di Borsa Italiana, voce Management buy out.

proprie competenze, sondare il mercato e gli eventuali competitor, compilare il *business plan* e soprattutto essere supportato nella fase amministrativa. In questo stadio del ciclo di vita la presenza di operatori di *private equity* è fondamentale poiché difficilmente gli istituti di credito concedono finanziamenti di capitale di debito. I principali investitori in questa fase sono i *business angels* (investitore informale, professionista nel settore, che offre capitale e conoscenze alle start up con buone prospettive di sviluppo) e gli incubatori (incubatore d'impresa è un'organizzazione che accelera e rende sistematico il processo di creazione di nuove imprese fornendo loro una vasta gamma di servizi di supporto integrati, che includono gli spazi fisici dell'incubatore, i servizi di supporto allo sviluppo del business e le opportunità d'integrazione e *networking*.¹⁹). In generale, in questa fase, si fa riferimento agli operatori di *venture capital*.

- *Entrepreneurial pullulating* o finanziamento nella fase di sviluppo: è la fase in cui l'impresa possiede già un mercato di riferimento, attraverso il quale commercializza i suoi prodotti/servizi ed è in periodo di sviluppo, durante il quale sta creando il network di relazioni con partner e acquirenti. Sono imprese di medie dimensioni in fase di crescita, che richiedono l'ausilio degli investitori per diversificare la produzione, fare acquisizioni e creare solidi rapporti di partnership, in vista di una futura quotazione in borsa.
- *Entrepreneurial complening* o finanziamento per il cambiamento: in questa fase l'impresa è matura e grande, ha finito il suo percorso di crescita e quindi richiede un cambiamento o di uno stimolo per continuare a essere competitiva. Questa spinta può derivare dal cambiamento dell'assetto proprietario con operazioni di *turnaround* o di *buyout*. I fondi di *private equity* supportano questa fase e quella di cui al precedente punto.

Il fatto che le imprese hanno esigenze sempre diverse e necessitano, quindi, di servizi completamente diversi fa sì che nel mercato del *private equity* operino diverse categorie di fondi, ognuna delle quali vanta la presenza di specialisti in grado di gestire al meglio particolari stadi della vita dell'azienda. Ci sono, ad esempio, fondi di minoranza che acquistano solo partecipazioni di minoranza, fondi di *venture capital* che investono in PMI, fondi *buyout* che acquistano la maggioranza dell'impresa, fondi di *turnaround* che intervengono in ristrutturazioni d'impresa in crisi oppure fondi di fondi, in altre parole fondi che investono a loro volta in fondi di *private equity*.

La classificazione fatta in precedenza, inoltre, risponde anche a quanto detto in riferimento al progressivo processo di omogeneizzazione terminologica tra Europa e Stati Uniti. Di seguito è riportata una tabella che schematizza l'iniziale differenza a livello terminologico tra Stati Uniti ed Europa.

Tabella 1

PRIVAYE EQUITY

EUROPA	PRIVAYE EQUITY		
	VENTURE CAPITAL	EXPANSION CAPITAL	BUYOUT
U.S.A.	VENTURE CAPITAL		BUYOUT

¹⁹ Definizione di incubatore della Commissione Europea, 7.5.2014.

1.4) LE TIPOLOGIE DI FONDI: GLI OPERATORI DI PRIVATE EQUITY

Le prime società di *private equity* istituzionalizzate risalgono al periodo compreso tra il 1992 e il 2002. La struttura più comune di organizzazione è quella del fondo d'investimento chiuso. La struttura di questi fondi è molto complessa e variabile da fondo a fondo, secondo le specifiche esigenze.

Ci sono diversi metodi di classificazione di un fondo, la prima è quella in funzione dell'azienda target oggetto di acquisizione, infatti, si può distinguere tra fondi che investono in tecnologia e *start up* (fondi di *venture capital*), fondi che investono in azioni di grandi aziende (*large buy out*), fondi che prediligono aziende sane e in crescita (*growth capital*), fondi che puntano a risanare aziende in crisi (*ristrutturazione aziendale*), ma anche fondi che investono primariamente in piccole medie imprese (*mid market buy out*).

Riguardo alla localizzazione geografica, s'individuano, ad esempio, fondi pan-europei e domestici, fino ad arrivare a fondi che hanno obiettivi d'investimento a supporto di specifiche aree regionali.

E ancora, se si guarda alla dimensione dell'attività d'investimento, ci sono i fondi locali, la cui attività è dedicata a imprese localizzate all'interno dei confini nazionali, che hanno dimensioni generalmente comprese tra i 50 e i 500 milioni di Euro e i fondi globali, la cui attività d'investimento è dedicata a imprese localizzate in qualsiasi mercato geografico, che toccano dimensioni fra i 2 miliardi e i 10 miliardi di Euro.

A prescindere da quali servizi il fondo offre all'azienda e dalla quantità di risorse che apporta, esso ha bisogno d'investitori che siano disposti a impegnare ingenti capitali in attività ad alto rischio, per periodi indeterminati, solitamente medio/lunghi.

I principali investitori in *private equity* sono:

- Banche e assicurazioni, che da sempre investono in questo settore;
- Fondi che investono in altri fondi: detti fondi di fondi.
- Fondi pensione o casse di previdenza, che gestiscono cospicui capitali da investire e hanno necessità di liquidità nel breve periodo e devono garantire un rendimento rilevante;
- Fondazioni: da quelle bancarie a quelle universitarie;
- Holding finanziarie;
- *Family office*, che investono i capitali delle famiglie facoltose o d'imprenditori.

La formula più utilizzata per finanziare e condurre gli investimenti in *private equity* è quella del fondo comune e le caratteristiche contrattuali e societarie di tali fondi possono cambiare secondo il contesto istituzionale di riferimento. I modelli frequentemente utilizzati sono quelli dell'*Investment Company*, il cui ruolo in Italia è affidato a una società di gestione del risparmio, e quello della *Limited Partnership*, molto adoperato in Inghilterra e negli USA.

La struttura dei fondi d'investimento in *private equity* presenta caratteristiche strutturali comuni a livello societario e contrattuale, nonostante i due modelli operativi siano sostanzialmente diversi. Tra gli aspetti comuni ritroviamo il ricorso ai medesimi sistemi d'incentivi utilizzati per stimolare le performance e allineare gli interessi di tutti gli attori coinvolti nel fondo, si tratta di principi che regolano il rapporto tra gli investitori e i gestori. Un esempio è rappresentato dalle clausole di privilegio nel ritorno del capitale investito e nel rendimento minimo garantito di cui godono gli investitori, oppure le commissioni di performance date ai gestori del fondo per stimolarli a scegliere tra le opportunità d'investimento quella più remunerativa.

Il modello di organizzazione più diffuso è la *Limited Partnership* (LP), queste nascono dall'iniziativa di persone fisiche che costituiscono una società di gestione, spesso sotto forma di s.r.l., detta "*Management Company*", raccogliendo capitale da un gruppo d'investitori. Generalmente in questa forma d'investimento le due categorie, investitori e gestori, sono legate da rapporto fiduciario molto stretto.

I gestori del fondo abitualmente sono chiamati *general partners*, mentre gli investitori sono definiti *limited partners*. Caratteristica comune ai fondi costituiti nella struttura della *Limited Partnership* è di far sì che i

managers del fondo investano anche solo una piccola percentuale dell'ammontare totale raccolto in modo da mostrare agli investitori anche un interesse personale alla buona riuscita degli investimenti essendo anche loro azionisti in prima persona²⁰.

Infatti, in questo modello, i tre ruoli di azionista, amministratore e gestore del fondo coincidono volutamente, per sottolineare con più forza il carattere personale e fiduciario del rapporto che lega i *general partners* al fondo.

Una volta che il fondo ha reso agli investitori il capitale originariamente investito, i profitti sono ripartiti in modo che 80% vada agli investitori e il 20% ai gestori, divisione dovuta alle commissioni di performance prelevate dal fondo a favore dei *general partners*, i cui guadagni sono costituiti, appunto, da commissioni di gestione periodiche e da altre commissioni come ad esempio quelle subordinate al raggiungimento di determinati obiettivi di redditività (*carried interest*).

L'incarico di individuare le aziende target in cui investire può essere affidato a una società creata ad hoc detta *Advisor Company*, dotata di un *Investment Manager*, il cui compito è di selezionare le aziende in cui investire, da un *Investment Committee*, cioè un organo consultivo formato da esperti che emettono un parere sugli investimenti proposti e da un Consiglio di Amministrazione che decide formalmente se effettuare l'investimento oppure no, ma più frequentemente è la stessa *Management Company* a ricercare le imprese obiettivo.

Spesso la forma della LP viene paragonata al modello di società per accomandita semplice che presenta la categoria dei soci accomandanti, a responsabilità limitata, molto simili ai *limited partners* e quella dei soci accomandatari, ovvero quelli a responsabilità illimitata, spesso accomunati ai *general partners*.

Il secondo modello, quello dell'*Investment Company*, fa riferimento allo schema dei fondi d'investimento chiusi (molto diffusi in Italia). Nel caso specifico il ruolo di *general partner* è svolto da una Società di Gestione del risparmio (SGR), che promuove e gestisce i fondi stessi. Ciascun fondo gestito avrà requisiti e caratteristiche diverse in termini di società target su cui investire e spetta agli investitori scegliere di aderire ad un fondo promosso da una SGR se in linea con le loro prospettive d'investimento e del loro profilo di rischio, sulla base di un prospetto informativo messo a disposizione prima della sottoscrizione che descrive le principali caratteristiche del fondo stesso.

Gli investitori che decidono di sottoscrivere quote del fondo non hanno alcun potere di gestione nei confronti del relativo patrimonio, ma hanno diritto di vedere investite le somme versate conformemente alle politiche d'investimento e agli scopi del fondo e in linea con il livello teorico di rendimento-rischio illustrati nel regolamento del fondo stesso²¹.

La SGR può, a sua volta, essere un investitore del fondo promosso, seppur non sia costretta a entrare nel capitale del fondo, cosa che invece è implicita nel primo modello, anche se la partecipazione potrebbe accrescere la credibilità degli obiettivi indicati nel prospetto informativo.

La sostanziale differenza tra i due modelli illustrati risiede nella netta separazione tra il capitale della società di gestione e quello dei fondi, quindi dei singoli investitori, che mentre nel primo caso aderiscono al fondo a titolo di soci a responsabilità limitata, nel modello di *Investment Company* la percentuale di appartenenza al fondo è determinata dal numero di quote sottoscritte e vi è una rigorosa separazione, formale e sostanziale, tra patrimonio del fondo, patrimonio della società di gestione e patrimonio del partecipante.

La LP è generalmente considerata la struttura organizzativa migliore per garantire agli investitori le più convenienti condizioni contrattuali, nello specifico sarebbe connessa a una tecnica di management pro-attiva, a differenza del modello di *Investment Company* che adotta molto spesso uno stile reattivo, analogo a quello dei gestori di fondi in generale.

²⁰ Talmor E., Vasvari F., *International private equity*, UK: John Wiley and Sons, 2011.

Negli anni, però, il mercato si è evoluto e oggi non sono più solo quelle sopra descritte le uniche strade esistenti per l'investimento nel capitale di rischio di società, non quotate e diverse nuove possibilità sono nate per rispondere alle molteplici e diverse esigenze degli investitori di creare portafogli in cui si incorra in profili di rischio differenti.

Il *private equity* nasce come investimento illiquido e per cercare di ridurre il peso di quest'aspetto, molte volte considerato negativo agli occhi degli investitori, è stato creato un mercato nel quale essi possano vendere le proprie quote di fondo d'investimento prima della scadenza e allo stesso tempo riacquistarle con una durata residua meno lunga rispetto a un fondo di nuova costituzione (mercato *over the counter*).

Per quanto riguarda gli operatori nel mercato del *private equity* quotato, tre sono le principali strade che il PE può percorrere per quotarsi sul mercato regolamentato²²:

- La quotazione di un fondo di fondi, che raccoglie capitale tra il pubblico per investire in fondi di *private equity* tradizionali e non quotati. Con questo strumento s'incorre, però, nello svantaggio del doppio livello di fees a carico degli investitori;
- La quotazione della società di gestione, intesa come il veicolo tramite il quale operano i *genera partners* in una situazione di responsabilità limitata;
- La quotazione del fondo di *private equity*, inteso come il veicolo che conterrà il denaro che sarà investito nelle società target, in modo che gli investitori individuali possono destinare anche solo una piccola somma di denaro al fondo e rivendere le azioni in ogni momento.

Un altro veicolo, nato di recente, sono le *Special Purpose Acquisition Company* (SPAC), che contengono esclusivamente cassa e che si costituiscono specificatamente per raccogliere capitale al fine di effettuare operazioni di fusione e/o acquisizione di aziende non quotate²³.

Infine è molto interessante citare lo studio di Weidig e Mathonet che, nel loro paper²⁴, rivelano come l'investimento in un fondo gestito riduca sensibilmente i rischi associati all'investimento diretto e che la riduzione del rischio è ancora più amplificata se si investe in un fondo di fondi.

Gli autori analizzano i dati forniti principalmente dal provider di dati VentureOne, concludendo che gli investimenti diretti sono molto rischiosi, poiché la probabilità di perdere tutto il capitale ammonta circa al 30% e che la distribuzione di probabilità dei singoli investimenti presenta code molto lunghe, innalzandone notevolmente la volatilità.

L'investimento in un fondo presenta una distribuzione dei rendimenti molto più concentrata intorno alla media, le probabilità di perdita totale calano notevolmente e con essa la probabilità di perdere il capitale investito in ogni singola impresa target. Ciò dipende principalmente dalla possibilità di poter attuare alcuni tipi di diversificazione strategica, riducendo il rischio totale e limitando il possibile effetto di cause macroeconomiche, che potrebbero condizionare le performance di aziende del medesimo settore o area geografica.

Infine l'investimento in fondo di fondi, nonostante il maggior costo, è la modalità d'investimento più attraente per investitori, istituzionali e non, i dati mostrano, infatti, che la distribuzione dei rendimenti è simmetrica, con code non troppo lunghe e totale assenza di probabilità di perdita dell'intero capitale, quasi paragonabile alle distribuzioni degli indici del mercato pubblico azionario.

1.5) IL PROCESSO DI INVESTIMENTO (*VENTURE CAPITAL CYCLE*)

²² Sarah Kumpf, Listed private equity, Investment strategies and returns, Diplomica Verlag GmbH, Amburgo 2013.

²³ <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/spac-163.htm> e Talmor, et Al., International private equity, Wiley, 2011.

²⁴ Tom Weidig e Pierre-Yves Mathonet, The risk profiles of private equity, paper, Gennaio 2004.

L'approccio generalmente adottato in letteratura per descrivere le operazioni di *private equity* e *venture capital* e quello che riesce meglio a rappresentare questo tipo di attività d'investimento, è quello suggerito da Gompers e Lerner nella loro opera "*Venture Capital Cycle*". In questo approccio si studia l'attività di *private equity* da un'ottica finanziaria, cioè si analizza come un processo d'investimento che inizia con la raccolta dei fondi da parte dei *venture capitalists* (cosiddetta *fundraising*), prosegue con la realizzazione degli investimenti nelle imprese target selezionate e il monitoraggio delle stesse e termina con la dismissione delle partecipazioni (*exit*) acquisite con l'investimento nel capitale di rischio delle imprese²⁵.

Esiste anche una diversa impostazione del processo d'investimento, utilizzata da un buon numero autori, che prende spunto dalla *agency theory*: l'investitore assume il ruolo di *principal* e il *venture capitalist* quello di *agent*. Senza entrare nello specifico, tale approccio evidenzia le differenti tipologie di rischio che si riferiscono all'attività di *private equity* e illustra le ragioni che conducono alla realizzazione degli investimenti da parte dei *venture capitalists* in base alla teoria dell'agenzia²⁶.

Tornando all'approccio proposto da Gompers e Lerner, il ciclo *venture capital* si articola in quattro fasi:

- *Fundraising*;
- Fase di investimento;
- Fase di gestione e monitoraggio dell'investimento;
- Fase di disinvestimento.

1.5.1) *FUNDRAISING*: LA RACCOLTA FONDI

Il primo *step* del ciclo di un fondo di *venture capital* è la raccolta fondi e consiste sostanzialmente nella ricerca di soggetti interessati a sostenere l'attività dei promotori del fondo e a investire le proprie risorse nel veicolo attraverso il quale i *venture capitalists* opereranno. Questa è una fase molto impegnativa dal punto di vista delle risorse e del tempo (dura circa un anno), inoltre è particolarmente delicata poiché la dimensione del fondo incide sulla possibilità e sulla qualità degli investimenti e sui ritorni economici potenzialmente ottenibili²⁷.

E' molto importante che in questa fase il *venture capitalist* abbia in mente una precisa strategia per la riuscita della raccolta, al fine di scongiurare il rischio di non riuscire a trovare i fondi necessari. I fattori decisivi per una buona riuscita della raccolta fondi sono, ad esempio, l'individuazione del settore o area geografica nella quale si vuole investire, i risultati precedenti ottenuti dal fondo, la notorietà e l'esperienza del *venture capitalist*²⁸.

Il processo di *fundraising* per la creazione di un veicolo di *private equity* si articola in diverse fasi, che sono a grandi linee le fasi che accomunano tutte le raccolte fondi:

- L'identificazione del mercato target;
- Pre-marketing;
- Strutturazione del fondo;
- Preparazione e distribuzione del materiale marketing;
- Incontri con i potenziali investitori;

²⁵ Gompers, Lerner, *Venture Capital Cycle*, Cambridge, 2004.

²⁶ Reid, Smith, Risk management in venture capital investor? investee relations, *The European Journal of Finance*, 1997; Reid, Smith, *Venture Capital and risk in high-technology enterprises*, *International Journal of Business and Economics*, 2003; Van Osnabrugge, A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: and agency – theory based analysis, *An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2000.

²⁷ Bloomfield, S., *Venture capital funding: a practical guide to raising finance*. Kogan Page Publishers, 2008.

²⁸ Gompers, P. A., & Lerner, J. What drives venture capital fundraising? (No. w6906). National bureau of economic research, 1999.

- Preparazione alla documentazione legale;
- *Closing*.

L'attività di *fundraising*, tuttavia, non si limita a una semplice raccolta di denaro poiché la ricerca degli investitori comporta l'instaurarsi di una buona relazione tra il *venture capitalist* e gli investitori stessi, necessariamente improntata alla trasparenza al fine di limitare e ridurre i rischi di *moral hazard*, che rappresenta la base per una futura riuscita delle operazioni.

La prima fase è dedicata all'individuazione dei mercati più appetibili per la raccolta dei fondi ed è fortemente legata alla reputazione e stima acquisita fino a quel momento nel mercato dei fondi di investimento.

La fase di pre-marketing consiste nello scegliere i primi potenziali investitori cui indirizzare l'offerta al fine di originare un circolo virtuoso²⁹ dove la presenza di investitori porta altri investitori all'interno del fondo. Molto importanti in questa fase sono i cosiddetti "*gatekeeper*", in altre parole soggetti di riferimento con consolidata esperienza, come consulenti, gestori di portafogli di fondi e managers di grandi investitori istituzionali, che si occupano di promuovere la raccolta fondi, fungendo quasi da "garanzia" agli occhi di quegli investitori dubbiosi e poco convinti a fare l'investimento. La presenza di tali soggetti fra gli investitori che partecipano all'iniziativa del *venture capitalist* contribuisce ad attrarre nuove risorse³⁰.

E' importante ancora evidenziare che principali soggetti finanziatori dell'attività di *private equity* e *venture capital* sono fondi pensione (in modo particolare nel mercato nordamericano e nel mercato britannico) e istituzioni bancarie/assicurative/finanziarie (soprattutto nel mercato europeo) da un lato impossibilitati per ragioni regolamentari e/o strategiche a svolgere direttamente o in misura rilevante tale attività, dall'altro comunque interessati ai ritorni economici nel medio - lungo periodo³¹.

La fase successiva impone agli operatori di PE la scelta del tipo di veicolo attraverso il quale il *fundraising* e i successivi investimenti saranno attuati. Questa è la fase più importante, in cui si disegna la strutturazione tecnica, legale e fiscale del fondo.

Durante queste prime fasi sono presenti asimmetrie informative tra i *venture capitalists* e i potenziali investitori, riferibili alla non totale disponibilità di informazioni utili alla valutazione della validità della proposta di investimento. Al fine di ridurre tali asimmetrie, nella quarta fase i promotori predispongono e divulgano un information memorandum (*placement memorandum*) nel quale esplicitano le modalità d'investimento, la durata minima degli investimenti, il mercato di riferimento, i costi gestionali, il *track record* manageriale, gli *internal rate of return* (IRR) ottenuti e ottenibili e tutte le informazioni utili agli operatori per esaminare la proposta sottoposta alla loro attenzione³².

E' fondamentale che siano determinate in anticipo le politiche di investimento per permettere al potenziale investitore, nella fase preliminare, di esaminare attentamente il profilo di rischio dell'investimento dell'iniziativa promossa. In particolare, gli elementi posti all'attenzione dei finanziatori sono: il paese nel quale operare, il mercato di riferimento, la disponibilità di dati e informazioni certe per la valutazione dell'impresa target e la fase del ciclo di vita dell'impresa target nella quale intervengono gli investimenti³³.

²⁹ Gervasoni, A., Sattin F. L., *Private Equity e Venture Capital*, Guerini Studio, 2008.

³⁰ Constraints on the Control Benefits of Brokerage: A Study of Placement Agents in U.S. Venture Capital Fundraising, *Administrative science quarterly*, 2009, pp. 575 e ss.; Trester, *Venture capital contracting under asymmetric information*, *Journal of Banking & Finance*, 1998, pp. 675 e ss..

³¹ EVCA, *Yearbook 2018, Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments by Private Equity and Venture Capital Firms in Europe*.

³² Becker, Hellmann, *The genesis of Venture Capital – lesson from the German experience*; Cumming, Jonah, *Information asymmetries, agency costs and venture capital exit outcomes*, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2008.

³³ De Maria, op. cit., pp. 128 e ss.; Caselli, op. cit., pp. 131 e ss.; Gervasoni, Sattin, op. cit., pp. 486.

Inoltre, per accrescere l'affidabilità dell'iniziativa proposta e permettere l'allineamento degli interessi delle parti coinvolte, l'operatore di *private equity* è solito sottoscrivere una quota del veicolo attraverso il quale gli investimenti saranno attuati.

Una volta definiti tali aspetti preliminari e ottenuta l'approvazione da parte delle autorità di controllo (se necessaria), la fase successiva, ultimo passaggio prima del *closing* finale, è costituita dall'incontro con potenziali investitori e dalla predisposizione della documentazione legale da sottoporre agli stessi per la sottoscrizione. Tale documentazione riguarda la regolamentazione del rapporto tra investitori e *venture capitalist*, con la predisposizione di norme volte a limitare l'opportunismo, il *moral hazard* e i conflitti d'interesse.

Queste ultime attività costituiscono la formalizzazione della contrattazione, effettuata in sostanza nelle precedenti fasi.

1.5.2) FASE DI INVESTIMENTO

Nella fase d'investimento l'operatore di venture capital individua le iniziative imprenditoriali da finanziare, struttura l'operazione d'investimento e, infine, ne implementa la strategia³⁴.

Prima di analizzare le diverse fasi del processo d'investimento è importante premettere che l'articolazione dello stesso può variare in modo significativo riguardo alle diverse tipologie di operazioni di PE che s'intendono portare a termine e delle finalità da conseguire. In tal senso, ad esempio, l'impostazione di un'operazione di *buy out* differisce sensibilmente da quella di un'operazione di *turnaround* o di *expansion*. È possibile, tuttavia, identificare alcune fasi comuni a tutte le varie operazioni d'investimento e che quindi caratterizzano l'attività di *private equity* nel suo complesso³⁵. Queste fasi sono:

- Ricerca e individuazione delle opportunità di investimento;
- Selezione e individuazione impresa target;
- Valutazione profilo imprenditoriale e analisi preliminare (sottoscrizione accordi di riservatezza);
- Valutazione approfondita e strutturazione operazione (firma lettera d'intenti);
- *Due diligence*;
- Trattativa e finalizzazione accordo;
- *Closing*;
- Monitoraggio.

Il primo indispensabile passo per lo sviluppo dell'attività di investimento, chiamato anche fase pre-investimento, si sostanzia nell'individuazione delle opportunità e nella relativa scelta delle iniziative imprenditoriali da finanziare.

Al fine di individuare le opportunità d'investimento più redditizie, l'operatore deve necessariamente individuare e valutare un ampio spettro di opportunità, al fine di determinare quella che meglio si allinea con il programma d'investimenti che si vuole portare avanti.

In questo senso, l'attività d'investimento dovrebbe tendere ad avere un crescente deal flow, ovvero flusso potenziale delle opportunità d'investimento. La creazione di un costante deal flow, tuttavia, è un processo molto complesso e difficile da realizzare e influenzato notevolmente dalle capacità soggettive del *venture capitalist*. L'immagine, la notorietà, la reputazione, la considerazione di cui gode nel mercato di riferimento, l'esperienza maturata nello specifico mercato, nonché la capacità di creare valore nelle imprese in cui investe, sono tutte caratteristiche del cosiddetto *track record* dell'operatore, ovvero il bagaglio di esperienza

³⁴ Bartlett, J. W., *Fundamentals of venture capital*. Madison Books, 1999.

³⁵ A. Gervasoni, F. L. Sattin.

concernente la quantità, qualità e tipologia delle operazioni realizzate in passato, su cui si fonda la credibilità dello stesso nei confronti del mercato.

Oltre al *track record*, per creare un costante flusso d'investimenti, vanno prese in considerazione altre variabili, come per esempio le caratteristiche del mercato geografico nel quale s'intende operare, nonché degli operatori economici e imprenditori³⁶, al fine di creare un network di contatti sul territorio in cui s'intende operare con i vari soggetti coinvolti nell'attività economica.

Una volta conclusa la fase d'individuazione delle aziende target si passa alla valutazione delle opportunità che sono presentate e alla selezione di quella che appare più vantaggiosa, anche in considerazione delle politiche di investimento predeterminate e della tipologia di investimenti che s'intende porre in essere.

La scelta delle aziende è compito molto difficile a causa della difficoltà di reperire le informazioni riguardanti le imprese prese in considerazione. La fase preliminare di valutazione o *screening* prende in considerazione fattori connessi all'orientamento strategico degli investitori, come ad esempio il settore di riferimento dell'impresa, la localizzazione geografica o i prodotti offerti ed è utile fare sempre una prima scrematura, per selezionare, in seguito, le possibilità più interessanti. Queste ultime saranno esaminate più dettagliatamente, in base ai risultati economico/finanziari attesi e all'ammontare dei finanziamenti richiesti, attraverso il piano industriale o *business plan*, che rappresenta lo strumento principale di analisi delle opportunità d'investimento³⁷ e che consente al management e all'imprenditore di comparare le diverse possibilità e di dare forma ai propri programmi di sviluppo.

In generale, il processo di *screening* prende in considerazione quattro criteri³⁸:

- La grandezza dell'investimento e la politica degli investimenti del fondo;
- La tecnologia e il settore dell'impresa;
- Locazione geografica dell'impresa;
- Round di finanziamento.

Nel caso in cui le parti dimostrino la concreta intenzione di proseguire nella trattativa, si passa alla stipulazione di una lettera d'intenti, preliminare al contratto, che contiene il prezzo base per il valore di cessione della partecipazione e i criteri di valutazione adottati, il disegno dei patti parasociali che regoleranno il rapporto tra azionisti di maggioranza e di minoranza, i tempi di durata dell'investimento e le opzioni di uscita per l'investitore (*exit way*) e le garanzie sulle poste di bilancio critiche.

Una volta individuata l'impresa nella quale vuole potenzialmente investire, inizia il periodo di analisi e valutazione della stessa, cioè l'attribuzione ad essa di uno specifico valore, che rappresenta il punto di partenza della successiva trattativa tra acquirente e venditore, dalla quale conseguirà il prezzo di chiusura dell'affare.

Il primo elemento da considerare è il *business plan*, contenente la specificazione delle caratteristiche del prodotto/servizio, l'analisi del mercato di riferimento, l'indicazione degli obiettivi dell'azienda, il relativo profilo e le proprie caratteristiche, l'indicazione dei piani operativi e dei dati economico/finanziari, la specificazione della struttura finanziaria, la descrizione del management e della struttura operativa, che saranno valutati dal *venture capitalist* in base ai requisiti di sostenibilità finanziaria, coerenza, realizzabilità e attendibilità.

Parallelamente alla valutazione del *business plan*, sono attuate indagini volte acquisire informazioni sull'impresa per ridurre le asimmetrie informative e verificare quanto affermato dall'imprenditore. In questa fase detta *due diligence*, si analizzano nello specifico gli aspetti economico/finanziari, legali, fiscali e

³⁶ Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments, *Journal of Business Venturing*, 1992, pp. 347 e ss.

³⁷ Hall, Hofer, Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation, *Journal of Business Venturing*, 1993; Mason, Stark, What do investors Look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels, *International Small Business Journal*, 2004, pp. 227 e ss..

³⁸ Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V., A model of venture capitalist investment activity. *Management science*, 1984,30(9), 1051-1066

operativi dell'impresa target, e gli aspetti relativi alla struttura del profilo imprenditoriale e manageriale dell'impresa, al potenziale e alla possibile crescita del valore, al fine di decidere se e a quali condizioni realizzare l'operazione.

Le analisi di *due diligence* sono finalizzate alla realizzazione o meno dell'investimento e alla determinazione del prezzo che i *venture capitalists* sono disposti a pagare. La definizione del prezzo che faccia incontrare le diverse esigenze dell'investitore e del venditore è, infatti, uno dei momenti più delicati delle trattative e, la definizione del prezzo "esatto", compito ritenuto sempre molto arduo e impegnativo, presuppone la messa in relazione del valore attuale e prospettico dell'impresa.

La teoria di valutazione delle aziende³⁹, infatti, ha reso evidente il fatto che valore di un'azienda e il prezzo al quale è negoziata, molto spesso non sono coincidenti poiché influenzati da fattori differenti.

In estrema sintesi, il *fair value* dovrebbe rappresentare una sorta di valore intrinseco e tendenzialmente oggettivo dell'azienda, svincolato da considerazioni soggettive o legate al meccanismo di domanda offerta, ovvero calcolato in condizioni normali di mercato, trascurando la natura delle parti, la loro forza contrattuale, gli specifici interessi ed eventuali negoziazioni⁴⁰. Il prezzo, invece, è condizionato evidentemente da una serie di elementi di natura negoziale e soggettiva, che caratterizzano le parti interessate e la trattativa ed espressione di variabili di mercato. Pertanto molto spesso il valore di un'impresa e il prezzo che un investitore è intenzionato a pagare non coincidono.

Alla luce delle considerazioni di cui sopra, i metodi di valutazione e, quindi, di determinazione del prezzo generalmente utilizzati nella prassi delle operazioni di *private equity* sono:

- Il metodo dei flussi di cassa attualizzati;
- Il metodo dei multipli;
- Il *venture capital method*.

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati consiste nell'utilizzo, quale parametro di determinazione del valore dell'impresa, dei flussi di cassa generabili dall'impresa in un determinato arco temporale, attualizzati ad un determinato tasso di sconto. In questo senso, la creazione di valore deriva dalla capacità dell'impresa di generare flussi di cassa prospettici, che remunerino adeguatamente i capitali investiti.

Questo metodo è considerato il più valido a livello teorico, anche se poco utilizzato, nell'ambito delle operazioni di PE, a causa della difficoltà o impossibilità di utilizzare dati storici per determinare l'andamento prospettico dei flussi di cassa.

Il metodo dei multipli di mercato è basato sul prezzo di attività comparabili (società quotate appartenenti allo stesso settore), applicato ai dati di bilancio quali fatturato, margine operativo lordo (*EBITDA*), risultato operativo lordo (*EBIT*), utile netto, patrimonio netto, posizione finanziaria netta e *cash flow*⁴¹. In questo modo è possibile determinare il valore di un'impresa senza di calcolare direttamente il valore dei flussi di cassa aziendali, ma basandosi sul valore di altre aziende o di altri investimenti comparabili che ci si aspetta, genereranno flussi di cassa simili nel futuro, ad esempio imprese appartenenti allo stesso settore.

È importante rilevare come in tale approccio sia implicito l'affidamento al mercato riguardo alla stima delle prospettive di crescita dei flussi di cassa e del profilo di rischio, supposti implicitamente uguali tra le *comparables* e l'azienda valutata⁴².

Infine, il metodo di *venture capital* è uno strumento di valutazione di imprese che si trovano nelle fasi iniziali del proprio ciclo di vita, molto utilizzato nella prassi delle operazioni di *venture capital* e in alcune di *private equity* (investimenti ad alto rischio)⁴³. Consiste nel determinare preliminarmente un valore finale atteso al

³⁹ Koller, Goedhart, Wessel, *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*, USA, 2010; Beaton, *Valuing early stage and venture backed companies*, UK, 2010.

⁴⁰ M. Carlotti (a cura di), *Tecniche di private equity*, Egea, Milano, 2006.

⁴¹ Glossario Borsa Italiana: metodo dei multipli di mercato.

⁴² M. Massari L. Zanetti.

⁴³ Lerner, *Venture Capital & Private Equity, A Casebook*, USA, 2012.

momento in cui si prevede la realizzazione del disinvestimento (*exit value*), applicando multipli di mercato ai dati economici attesi, in conformità a un piano opportunamente analizzato e validato, da scontare successivamente a un tasso di attualizzazione corrispondente al rendimento richiesto dall'investitore, in funzione del rischio associato alla specifica iniziativa. Il valore finale attualizzato dell'impresa è il riferimento per calcolare la quota percentuale di partecipazione da attribuire all'investitore, considerato l'ammontare del suo apporto di capitale previsto a vantaggio dell'iniziativa; il rendimento richiesto è solitamente molto alto per tener conto dell'elevato livello di rischio connesso al particolare investimento (tipicamente fra il 20% e il 70% anche in considerazione dell'orizzonte temporale di riferimento).

1.5.3) FASE DI GESTIONE E MONITORAGGIO DELL'INVESTIMENTO

Ultimati tutti i controlli e determinato il prezzo, nel caso in cui si sia trovato un accordo tra le parti (sul prezzo di cessione della partecipazione, sugli obiettivi di sviluppo da perseguire, sul regolamento del rapporto tra gli azionisti) e che in fase di *due diligence* non siano emerse situazioni ostative, l'operazione potrà perfezionarsi e inizierà la fase di monitoraggio dell'investimento.

La fase di monitoraggio dell'operazione è influenzata dall'orientamento degli investitori istituzionali, che in base al coinvolgimento nell'attività dell'impresa in cui si è investito, possono essere classificati in⁴⁴:

- Investitori *hands on*, ovvero investitori attivi che oltre all'apporto di risorse e competenze finanziarie mettono a disposizione dell'azienda finanziata un insieme di servizi, che hanno l'obiettivo di far crescere l'impresa target;
- Investitori *hands off*, ovvero investitori che si limitano a fornire il capitale azionario richiesto e a eseguire controlli periodici sull'andamento del loro investimento.

Se nell'analisi precedente gli investitori sono valutati in base all'atteggiamento nei confronti dell'attività dell'azienda finanziata, da un'altra analisi⁴⁵, invece, emerge che il coinvolgimento più o meno intenso nella gestione dell'attività dell'impresa finanziata dipende dal tipo di progetto finanziato. Negli investimenti in imprese nelle primissime fasi del ciclo di vita (*seed financing, start up financing*) la partecipazione dell'investitore risulta più attiva e funzionale allo sviluppo dell'idea imprenditoriale e alla creazione di valore, mentre in investimenti in imprese mature e già consolidate, l'investitore tende a svolgere il ruolo di investitore *hands off* e quindi a limitarsi all'effettuazione di controlli periodici.

Il ruolo e il monitoraggio effettuato dall'investitore, inoltre, dipendono anche dalla quota di partecipazione acquistata. L'acquisizione di una partecipazione di maggioranza, ad esempio, impone un ruolo gestionale più forte rispetto al caso in cui l'investitore acquisti una partecipazione di minoranza.

I principali fattori che incidono sul corretto monitoraggio sono la distanza geografica⁴⁶, poiché minore è e maggiori saranno gli incontri con il management team e migliore sarà il controllo e l'esperienza dell'investitore, poiché un esperto ha bisogno di meno incontri e di meno tempo per capire le aree in cui sono presenti possibili lacune e indirizzare l'attività dell'impresa alla creazione di valore⁴⁷.

Soprattutto, infine, il buon esito dell'attività di monitoraggio dipende dalla trasparenza e dalla fiducia che s'instaurano tra il *venture capitalist* e il soggetto partecipato nel momento dell'acquisizione della partecipazione. Infatti, alla base della necessità di controllare in modo attento l'andamento dell'impresa e di conseguenza l'investimento non vi sono unicamente ragioni di natura economica, ma veri e propri rischi di

⁴⁴ MacMillan, Kulow, Khoynlian, Venture capitalists' involvement in their investments: extent and performance, Journal of Business Venturing, 1988, pp. 27 e ss.

⁴⁵ Gorman, Sahlman, What do venture capitalists do?, Journal of Business Venturing, 1989, pp. 231 e ss.

⁴⁶ Bengtsson, O., & Ravid, S. A., The importance of geographical location and distance on venture capital contracts, 2009.

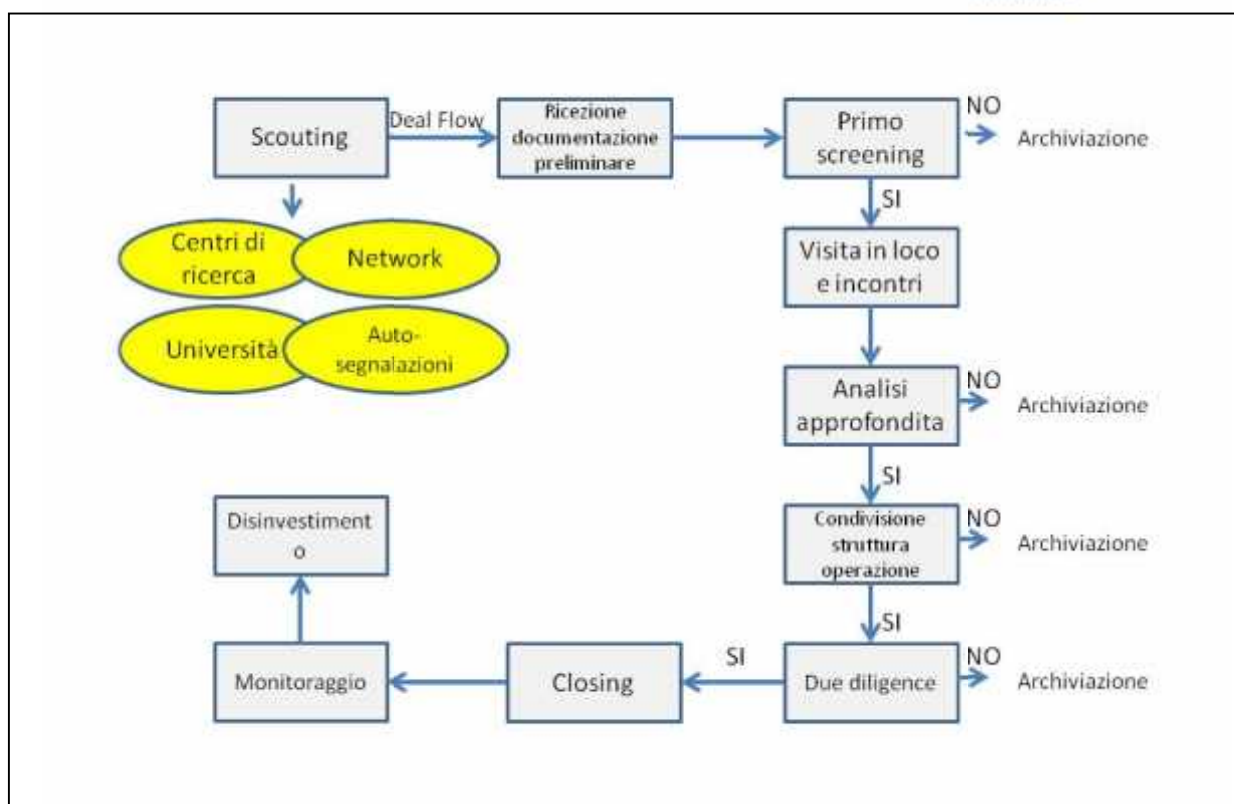
⁴⁷ H. J., Manigart, S., & Vermeir, W., Venture capitalist governance and value added in four countries. Journal of Business Venturing, 1996, 11(6), 439-469.

comportamenti opportunistici, sia da parte dei “soci imprenditori”, i quali beneficiano di una maggiore conoscenza del business, che del management e/o degli amministratori.

La redazione e condivisione di efficaci strumenti di monitoraggio e le soluzioni per i problemi di asimmetrie informative sono predisposti, in sede d’investimento, attraverso la sottoscrizione di accordi parasociali che sfuggono alle classificazioni e che dipendono dai casi concreti e dalla prassi diffusa. Questi accordi mirano a disciplinare i rapporti tra investitore e “soci imprenditori” e servono a regolare i relativi aspetti, come ad esempio la dismissione dell’investimento da parte dell’investitore istituzionale o le politiche di divulgazione delle informazioni tra le parti o la nomina degli organi societari e i diritti di veto riservati all’investitore.

Il rapporto tra investitore e socio investitore rappresenta uno degli aspetti più delicati dell’investimento in *venture capital*, poiché se da un lato l’imprenditore vuole mantenere un certo grado di autonomia nello sviluppo della sua idea di business, dall’altro lato, l’investitore richiede di avere voce all’interno dell’azienda, di indirizzarne lo sviluppo e controllare che l’attività dell’imprenditore sia in linea con i piani d’azione concordati al fine di massimizzare l’investimento effettuato.

Grafico 1 - Venture Capital Cycle: Fasi del processo di investimento



1.5.4) LA FASE DI DISINVESTIMENTO

Quarta e ultima fase del ciclo *venture capital* è rappresentata dall'*exit*, giacché l’attività del *venture capitalist* si sostanzia, per definizione, nell’acquisizione di partecipazioni, di maggioranza o di minoranza in nuove iniziative imprenditoriali, con la finalità di supportarne la crescita di valore e di cedere (dopo un periodo medio - lungo) la relativa quota di partecipazione, una volta che il valore dell’impresa oggetto dell’investimento sia incrementato, ottenendo un profitto pari alla differenza tra la somma investita e il ricavo della cessione.

La fase di uscita⁴⁸ è una fase molto delicata, perché solo a seguito della buona riuscita del disinvestimento, il *venture capitalist* può ottenere il guadagno, che altro non è che il fine ultimo dell'investitore istituzionale nel capitale di rischio.

Come detto, infatti, il *venture capitalist*, proprio in considerazione della sua struttura giuridica (spesso un fondo) e dell'attività che svolge, non rimane e non può rimanere vincolato per troppo tempo alle imprese finanziate, egli non è altro che un partner temporaneo il cui obiettivo è di realizzare profitto nel medio - lungo periodo, sostenendo la crescita e lo sviluppo dell'impresa finanziata.

Tra gli aspetti più delicati, che devono essere presi in considerazione, per una buona riuscita del disinvestimento si annoverano il timing dell'operazione e la modalità di *exit*. Seppur apparentemente sciolti fra loro, è chiaro che queste due variabili sono legate e dipendono l'una dall'altra e sono in grado di condizionarsi reciprocamente, perché ogni modalità di disinvestimento ha le sue tempistiche. Ad esempio, una forma di disinvestimento particolarmente proficua in una determinata circostanza, può non essere pienamente coincidente con il *timing* del disinvestimento e, pertanto, non potrà essere colta o sfruttata adeguatamente.

Tendenzialmente investitore e imprenditore concordano, già nel momento sin dalla fase di perfezionamento dell'investimento, il *timing* e le varie modalità attraverso cui dismettere l'investimento, mediante, ad esempio, previsioni contenute nei patti parasociali e/o nello statuto.

Tuttavia, le stesse misure concordate *ex ante* andranno poi rinegoziate e/o adattate alla situazione in cui l'impresa si trova nel momento in cui matura la decisione dell'investitore di uscire dall'impresa finanziata. Infatti, l'uscita da questo tipo di investimento non è mai totalmente programmabile con un grado di certezza assoluta, ma deve sempre lasciare un certo grado di flessibilità funzionale alla rinegoziazione dei parametri contrattuali⁴⁹.

Timing e modalità di disinvestimento dipenderanno dai risultati dell'impresa e, quindi, dalla validità dell'apporto non solo economico fornito dal *venture capitalist* all'impresa, dalla capacità di far crescere l'impresa stessa e dalla capacità dell'investitore e dell'imprenditore di collaborare e cercare di trovare una linea di pensiero comune per garantire il miglior futuro all'impresa.

In sostanza, la possibilità che l'*exit* sia proficua per l'investitore dipende, in misura più o meno considerevole, dalla bravura dello stesso di saper far maturare l'impresa, anche in armonia con la vision del socio imprenditore, che ha per primo maturato l'idea di business alla base dell'impresa finanziata.

Per quanto riguarda la tempistica del disinvestimento, è necessario innanzitutto che il disinvestimento da parte dell'operatore di *private equity* possa essere attivato all'interno di un arco temporale, che è concordato, attraverso i patti parasociali, tra l'investitore e il socio imprenditore sin dall'inizio e all'atto dell'investimento. Così facendo, l'investitore, da un lato segnala sin da subito all'imprenditore il carattere temporaneo del suo investimento e dall'altro la limitatezza temporale dell'investimento funge da stimolo all'imprenditore per il raggiungimento di risultati in termini di crescita e performance aziendali in tempo utile, prima che lo stesso si ritrovi senza l'investitore a suo fianco, a seguito dell'uscita dalla società di quest'ultimo.

Nel seguito, dopo uno sguardo più propriamente statistico e quantitativo del fenomeno, saranno analizzate, più in concreto, le principali modalità di cessione della partecipazione dell'investitore, rappresentate da:

⁴⁸ Sulla fase di disinvestimento si vedano i contributi di: Cumming, Contracts and exits in venture capital finance, *The Review of Financial Studies*, 2008, pp. 21 e ss.; Smith, The exit structure of venture capital, *UCLA Law Review*, 2005, pp. 315-356.; Schwenbacher, Innovation and Venture Capital Exits, *The Economic Journal*, 2008, pp. 1888 e ss.; Cumming, Fleming, Schwenbacher, Legality and venture capital exits, *Journal of Corporate Finance*, 2006, pp. 214 e ss.; Cumming, MacIntosh, A cross-country comparison of full and partial venture capital exits, *Journal of Banking and Finance*, 2003, pp. 511 e ss.;

⁴⁹ Cumming, Johan, Preplanned exit strategies in venture capital, *European Economic Review*, 2008, pp. 1209 e ss..

- la cessione delle azioni al pubblico dei risparmiatori, sia nell'ambito di una IPO (*initial public offering*), sia posta in essere quando l'impresa è già quotata e quando sia trascorso un periodo minimo dalla quotazione (comunemente chiamato *lock-up period*);
- il trasferimento della partecipazione ad un operatore industriale (c.d. *trade sale*);
- il c.d. *secondary buy-out*, ossia la cessione ad un operatore di *private equity* (se l'impresa ha superato con successo le prime fasi del proprio ciclo di business, o di *venture capital* (qualora l'impresa si trovi ancora nelle fasi iniziali del proprio ciclo di business);
- il riacquisto della partecipazione da parte del socio imprenditore, rimasto con quote di minoranza, nella compagine azionaria per tutta la durata dell'operazione (c.d. *buy back*);
- La svalutazione, parziale o totale, della partecipazione (*write off*).

CAPITOLO 2

2.1) IL MERCATO DEL *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL* IN EUROPA

Il rapporto annuale pubblicato da Invest Europe⁵⁰, prima denominata European Venture & Venture Capital Association (EVCA) che con dati su oltre 1.400 società europee di *private equity* copre l'89% dei 688 miliardi di euro di capitale gestito in Europa, ci da informazioni esaustive sull'evoluzione del mercato europeo del *private equity*.

In Europa gli investimenti in *private equity* e *venture capital* sono cresciuti notevolmente negli ultimi anni, raggiungendo quota 80,6 miliardi di euro nel 2018, con un aumento del 7% rispetto all'anno precedente, che rappresenta il massimo mai registrato in un anno.

Gli investimenti sono andati in favore di n.7.800 società (+7% sul 2017) di cui l'86% sono piccole e medie imprese. Degli 80,6 miliardi totali, 8,2 mld (+13% sul 2017) sono stati investiti da fondi di *venture capital* in un totale di circa n. 4.400 società *venture backed*, con un aumento del 12% rispetto all'anno precedente.

Il settore che ha maggiormente attratto gli investimenti di *venture capital* (47% del totale) è stato quello delle tecnologie dell'informazione e delle comunicazione (ICT), seguito dal *biotech* e *healthcare* (con il 28%) e dai beni e servizi di consumo (9%).

L'attività di raccolta ha raggiunto i 97.3 miliardi di euro superando anche se di poco i 96,6 del 2017, dato secondo soltanto al picco dei 112 miliardi raccolti nel 2006. Il numero di fondi per la raccolta di nuovi capitali è diminuito del 5% a 581, ma è rimasto ancora del 13% superiore alla media annuale dei cinque anni precedenti. Gli investitori istituzionali extraeuropei hanno contribuito per il 46% al totale raccolta fondi, guidata da *limited partnerships* del Nord America (25%) e dell'Asia (15%).

Le principali fonti sono state i fondi pensione, 31% del totale, seguiti da fondi di fondi e altri soggetti finanziari con il 18%, investitori individuali e *family office* con l'11%, assicurazioni 11% e fondi sovrani 9%.

La maggior parte della raccolta nel 2018 in termini di volumi è andata a fondi di *buyout* con circa 66,5 miliardi, facendo registrare una quota percentuale ridotta rispetto al 2017 (72,7 miliardi). I fondi di *venture capital* hanno invece incrementato la raccolta a 11,4 miliardi rispetto ai 10,3 del 2017⁵¹. La raccolta di fondi per la crescita è aumentata del 5% a € 7,8 miliardi, raggiungendo il livello più alto finora registrato.

Per quanto riguarda i disinvestimenti, 3.750 aziende europee sono state lasciate nel 2018, una diminuzione del 3% rispetto al 2017. L'importo del *buyout* è diminuito del 34% nel 2018 a € 22,4 miliardi e il 12% per numero di aziende a 863, calo causato dalla preferenza degli operatori per vie di uscita quali: *trade sale*, vendita a un'altra società di *private equity* e offerta pubblica iniziale.

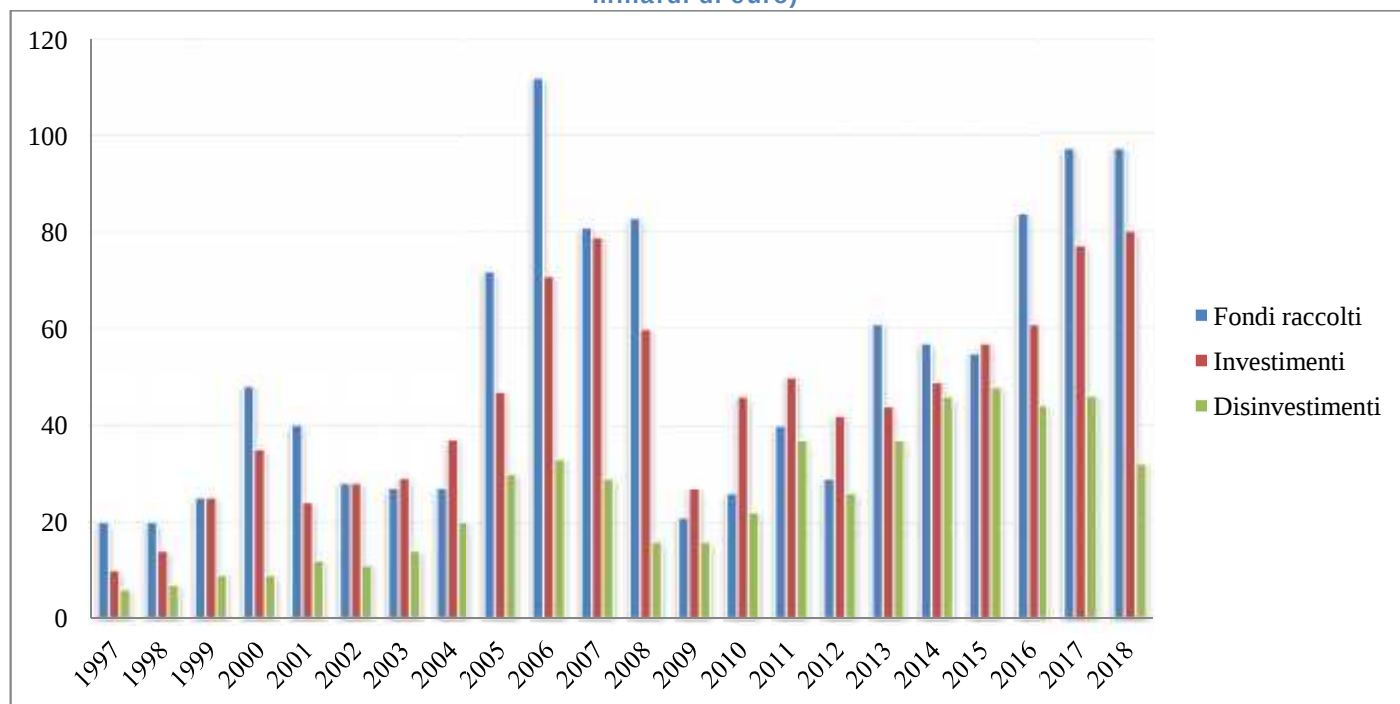
I *buyout disinvestments* rappresentavano il 70% dell'importo e il 23% per numero di uscite aziendali nel 2018. Le offerte pubbliche hanno raggiunto un 22% quota dell'importo del disinvestimento, un massimo di dieci anni, in seguito una crescita su base annua di oltre il 39%. Tuttavia il *trade sale* rimane la via di uscita preferita dagli operatori.

Il grafico 2 mostra l'evoluzione dei fondi in Europa espressa in miliardi di Euro, in relazione a fondi raccolti, investimenti e disinvestimenti.

⁵⁰ Invest Europe è un'associazione commerciale che rappresenta i settori del *private equity*, del capitale di rischio e delle infrastrutture in Europa, nonché i loro investitori.

⁵¹ La European Data Cooperative (EDC) è un'iniziativa congiunta sviluppata da Invest Europe e dalla sua associazione nazionale partner per raccogliere attività nel settore europeo su raccolta fondi, investimenti e disinvestimenti.

Grafico 2-Overview-All Private Equity-Fundraising, Investments & Disinvestments dal 1997 al 2018 (dati in miliardi di euro)⁵²



Andando più nello specifico rispetto alle tre categorie, possiamo, in primo luogo, evidenziare una importante evoluzione del valore dei fondi raccolti dal 1997 ad oggi. Fino al 2004 l'ammontare medio annuale della raccolta era 29 miliardi con dei picchi di 48 e 40 raggiunti negli anni 2000 e 2001. Nel 2005 si è passati da 27 miliardi a 72, quasi il triplo dei fondi raccolti nel 2004 (aumento percentuale del 167%) fino a raggiungere livello massimo nel 2006 : 112 miliardi, ancora con un aumento percentuale rispetto all'anno precedente del 56%.

Nel biennio 2007-2008, nonostante il calo rispetto all'anno precedente, la raccolta ha raggiunto un ammontare medio di 83 miliardi, ben oltre la media complessiva. Nel 2009, anno segnato inevitabilmente dalla nota crisi economica globale, il capitale raccolto è sceso drasticamente a 20 miliardi con una diminuzione del 75%.

Gli anni seguenti alla crisi hanno avuto un andamento altalenante fatta eccezione per l'anno 2013 in cui sono stati raccolti 61 miliardi di euro. Questa tendenza si è invertita nel 2016, anno in cui il trend è tornato positivo, tanto da arrivare a 74 miliardi di capitali raccolti.

Per quanto riguarda l'andamento degli investimenti, fino al 2004 si registra una media di 25 miliardi, poi dal 2005 inizia un trend positivo che porta al massimo di 79 miliardi raccolti nel 2007, interrotto dalla drastica discesa iniziata nel 2008 e culminata nel 2009, arrivando a 21 miliardi (- 122% rispetto al 2007).

Gli investimenti, però, hanno ripreso a crescere più velocemente rispetto ai fondi raccolti negli anni post crisi, infatti, già nel 2010 raggiungono 46 miliardi, ammontare rimasto all'incirca costante fino al 2015, anno in cui ha ripreso a crescere stabilmente fino ad arrivare al massimo storico di 80,6 miliardi registrato nel 2018.

Analizzando il trend temporale dei disinvestimenti, possiamo rilevare un andamento simile alle altre categorie summenzionate, infatti, sono cresciuti dal '97 al 2007 passando da 6 a 29 miliardi, per poi ridursi drasticamente di quasi il 50% nel biennio 2008-2009, dato che conferma ancora una volta gli effetti negativi su tutto il settore della crisi finanziaria di quegli anni.

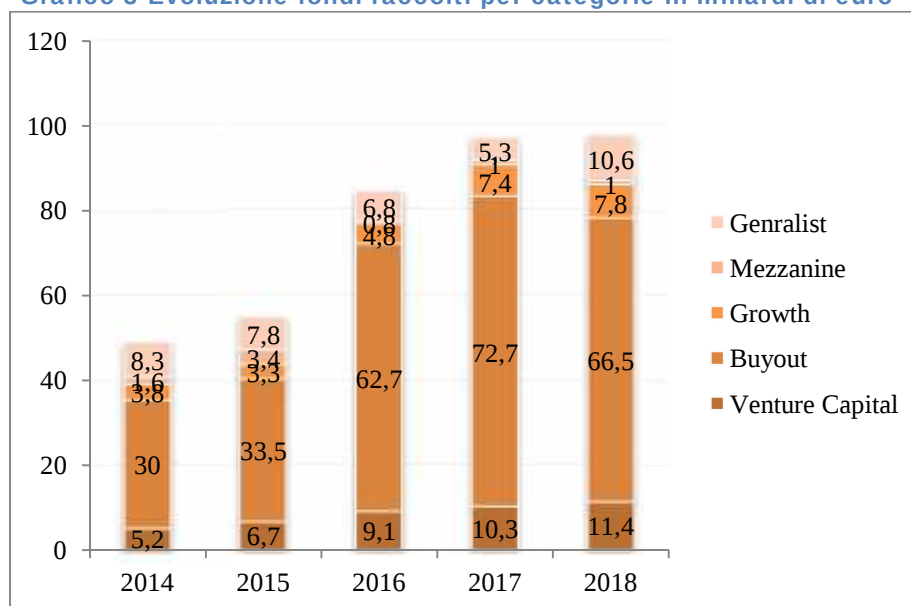
Il trend è tornato ad essere positivo dal 2010 in poi, raggiungendo addirittura i 48 miliardi nel 2015, risultato mai toccato prima e che dimostra l'importanza sempre maggiore data al disinvestimento, anche se

⁵² Fonte: Invest Europe, EVCA 2018, Rielaborazione propria.

successivamente si è registrato un calo degli stessi durante il 2018, con una riduzione di circa 30 punti percentuali.

2.1.1) RACCOLTA

Grafico 3-Evoluzione fondi raccolti per categorie in miliardi di euro⁵³



L'attività di raccolta costituisce il fondamento sul quale poter sviluppare successivamente l'attività di investimento; nessun operatore potrebbe, infatti, investire non avendo sufficienti fondi a disposizione. Analizzare l'attività di raccolta è fondamentale per comprendere quali sono le potenzialità d'investimento degli investitori e di conseguenza quali le prospettive attuali, ma soprattutto future del mercato nel suo complesso. Inoltre la raccolta rappresenta un indicatore significativo del *sentiment* degli investitori nei confronti del mercato del capitale di rischio.

Il grafico 3 mostra nel dettaglio l'andamento della raccolta sulla base della tipologia di fonte apportatrice di capitali, quindi con riferimento alla destinazione prevista per i capitali raccolti.

I *buyout funds* sono gli operatori che raccolgono più capitali nel mercato del *private equity*, anche se la raccolta di fondi di acquisizione è diminuita dell'8% rispetto al 2017, attestandosi a € 66,5 miliardi di euro. Nonostante questo piccolo calo, la raccolta fondi di *buyout* rappresenta la percentuale maggiore del totale dei fondi raccolti, quasi il 70%.

La raccolta dei *growth funds* è aumentata del 5% a € 7,8 miliardi, raggiungendo il livello più alto mai registrato. Si tratta di fondi che realizzano investimenti (spesso di minoranza) in società relativamente mature che cercano capitale primario per espandere e migliorare le loro operazioni o per entrare in nuovi mercati, quindi per accelerare la crescita del business. Le strategie di questi fondi vanno dall'acquisizione di partecipazioni di minoranza in PMI mature al perseguimento di politiche di sviluppo regionale con il sostegno di banche o istituzioni pubbliche.

I fondi generalisti, che investono in tutti gli stadi del *private equity*, attraverso operazioni di *buyout*, *growth financing* o *early stage financing*, hanno raccolto € 10,6 miliardi nel 2018, il loro livello più alto dal 2007, consolidando il processo di crescita continua riscontrato negli ultimi anni.

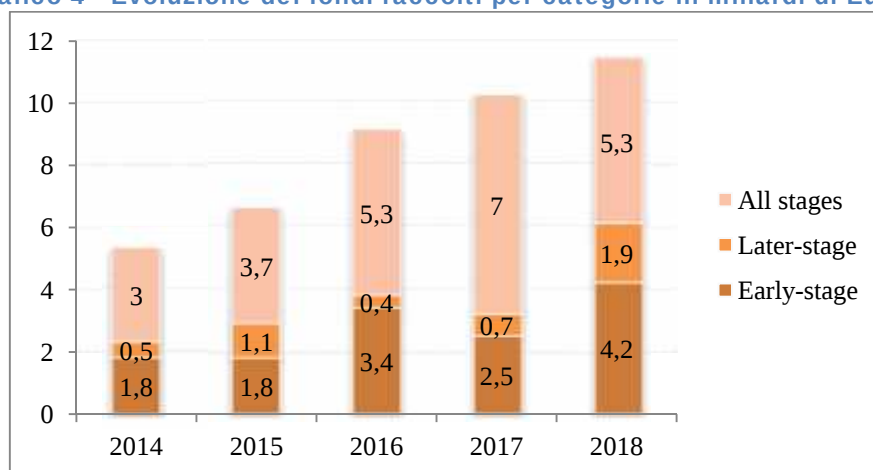
⁵³ Fonte: Invest Europe, EVCA 2018, Rielaborazione propria.

I fondi di *mezzanine*, che utilizzano un ibrido di debito e finanziamento azionario, comprendenti opzioni basate su azioni (come i *warrant*) e debito subordinato, hanno raccolto 1 miliardo di euro nel 2018, stesso dato dell'anno precedente.

La raccolta fondi di *venture capital* appare in costante crescita, nel 2018 è aumentata dell'11% rispetto al livello rideterminato del 2017, raggiungendo un record di € 11,4 miliardi. Questa categoria comprende tre tipologie di raccolta:

- Quella effettuata dagli *early-stage funds*: che, come detto in precedenza, sono focalizzati nell'investimento in aziende nelle prime fasi del ciclo di vita;
- Quella effettuata dai *later stage funds*: che forniscono fondi ad aziende già operanti, quindi in fasi avanzate del ciclo di vita;
- Quella effettuata dai *venture capital funds* che investono in entrambe le categorie citate.

Grafico 4 - Evoluzione dei fondi raccolti per categorie in miliardi di Euro⁵⁴



Il grafico 4 evidenzia nel dettaglio l'andamento delle categorie *early stage*, *later stage* e *venture capital* negli ultimi 5 anni. La raccolta degli *early stage funds* risulta essere in trend crescente negli ultimi 5 anni, fatta eccezione per il 2017, ed ha raggiunto un picco di 4,2 miliardi di euro nel 2018. Questo dato ci fa presupporre una rinnovata fiducia da parte degli operatori nelle aziende appena nate o comunque in fase di avviamento.

La raccolta effettuata dai *later stage funds* si è mantenuta piuttosto stabile fino al 2017, seppur con un andamento altalenante, fino ad aumentare notevolmente nel 2018, crescendo più del doppio rispetto all'anno precedente, raggiungendo 1,9 miliardi di euro.

Per quanto riguarda la raccolta dei fondi di *venture capital* generalizzati, essa risulta essere in discesa nell'ultimo anno. Infatti, sebbene fosse cresciuta in maniera costante negli anni precedenti, nel 2018 ha registrato una caduta da 7 miliardi a 5,3 miliardi.

⁵⁴ Fonte: Invest Europe, EVCA 2018, Rielaborazione propria.

Grafico 5 - Evoluzione dell'ammontare dei fondi raccolti geograficamente in miliardi di euro⁵⁵.

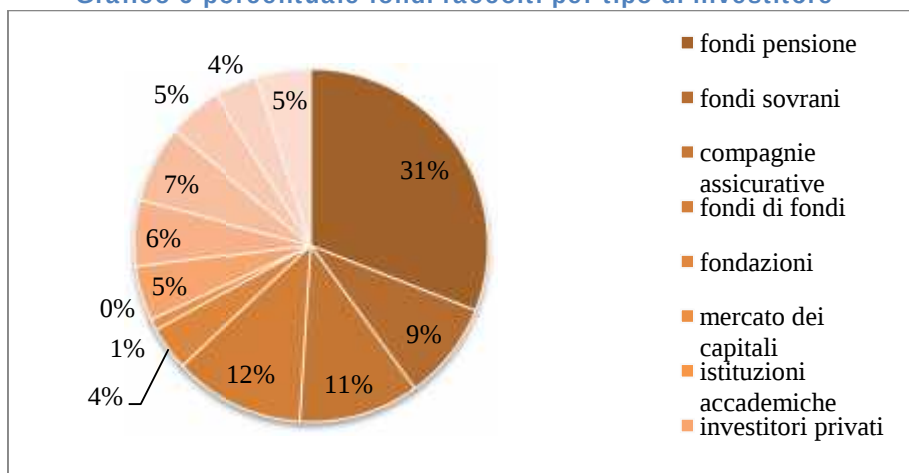


Il grafico 5 mostra l'origine geografica dei fondi raccolti, espressi in miliardi di euro. La maggior parte della raccolta proviene dal Regno Unito e dall'Irlanda che già nel 2014 con 26,9 miliardi raccoglievano il 47% dei capitali totali. Tali capitali hanno subito un leggero calo nel 2015 toccando i 24,4 miliardi (28,5 % del totale), per poi riprendere il trend crescente nel triennio successivo, in cui la media del raccolto è stata di 48,4 miliardi di euro. Nel 2018 rappresenta la metà del totale raccolto in Europa (50,7%), a dimostrazione della rilevanza di questa zona geografica.

La seconda regione per apporto di capitale raccolto è quella rappresentata da Francia, Belgio e Lussemburgo con 21,2 miliardi di euro raccolto, circa il 21% del totale. Da sottolineare la crescita riscontrata nei paesi scandinavi, dove la raccolta è passata da 6,2 miliardi all'inizio del quinquennio a 13,5 miliardi nel 2018, anno in cui contribuiscono a circa il 14% del totale europeo.

Tutti gli altri paesi risultano avere un trend crescente dal 2014 al 2018, a testimonianza della crescita del fenomeno del *private equity* a livello europeo.

Grafico 6-percentuale fondi raccolti per tipo di investitore⁵⁶



Il grafico 6 da informazioni circa la suddivisione della raccolta operata da tutti gli operatori di *private equity* europei nel 2018, quando sul mercato c'erano 581 operatori e 374 imprese.

Come emerge dal grafico, i fondi pensione hanno contribuito alla maggior parte del capitale raccolto, 31% del totale, seguiti da fondi di fondi e altri gestori patrimoniali (18%), dai *family office* e privati con il 11%,

⁵⁵ Fonte: Invest Europe, EVCA 2018, Rielaborazione propria.

⁵⁶ Fonte: Invest Europe, EVCA 2018, Rielaborazione propria.

dalle compagnie assicurative (11%) e dai fondi sovrani (9%). Completano le fondazioni e i *corporate investors* che raggiungono il 4% ciascuno e i fondi derivanti dalle banche e dalle agenzie governative, rispettivamente 5% e 7% dell'ammontare.

2.1.2) INVESTIMENTI

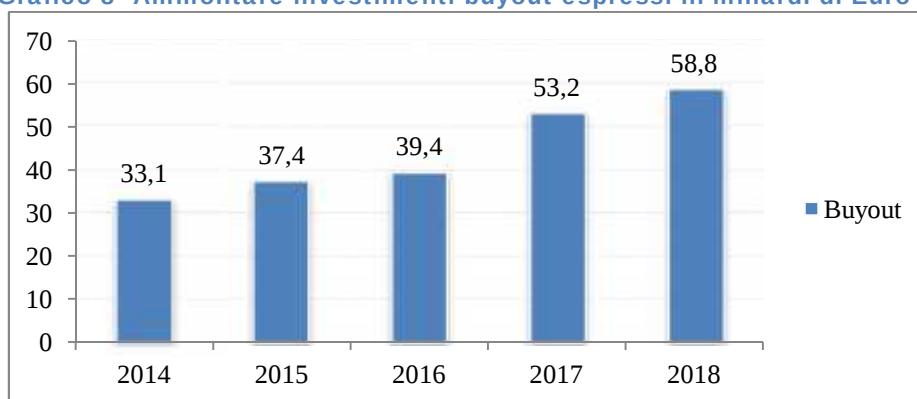
L'attività d'investimento è la seconda fondamentale categoria di attività che caratterizza l'investimento in *private equity*. L'importo complessivo del capitale investito in società europee è aumentato del 7% su base annua fino ad arrivare a 80,6 miliardi di euro nel 2018, il livello più alto finora registrato. Il numero di aziende che ricevono gli investimenti ha anche raggiunto un nuovo record, aumentando del 7% a oltre 7.800, di cui l'86% PMI.

Gli investimenti sono stati caratterizzati, in termini di ammontare, da un costante e indicativo trend di crescita come possiamo vedere dal grafico 7, che rappresenta l'evoluzione dell'ammontare degli investimenti espressi in miliardi di euro.

Grafico 7- Ammontare degli investimenti espressi in miliardi di Euro⁵⁷.



Grafico 8- Ammontare investimenti buyout espressi in miliardi di Euro⁵⁸.



Gli investimenti in *buyout* sono aumentati del 10% su base annua, toccando il record di 58,8 miliardi di euro nel 2018. Le transazioni di importo superiore a oltre 150 milioni di euro del patrimonio netto hanno superato l'anno precedente del 14% , arrivando a € 31,4 miliardi, quota del 53% del mercato del *buyout* nel 2018. Per settore, i prodotti e i servizi aziendali hanno ricevuto il 26% del buyout totale investimenti, seguiti da beni di

⁵⁷ Fonte: Invest Europe, EVCA 2018, Rielaborazione propria.

⁵⁸ Fonte: Invest Europe, EVCA 2018, Rielaborazione propria.

consumo e servizi (20%), TIC (15%) e biotecnologie e assistenza sanitaria (14%). Il settore del *buyout* richiede ingenti investimenti e quindi è normale aspettarsi che, per esempio, se confrontato con il *venture capital*, esso raccolga, e di conseguenza distribuisca, un ammontare di capitali molto maggiore.

Gli investimenti in *venture capital* hanno superato il record del 2017 del 13%, raggiungendo un nuovo massimo di € 8,2 miliardi in 2018. Gli investimenti in *start-up* sono aumentati del 29% a € 4,9 miliardi, con 2.475 aziende supportate, con un incremento del 6%. Gli investimenti in fase *seed* sono diminuiti del 7% a 721 milioni di euro, ma per numero di società sono aumentati del 22% a 1.350.

I *later-stage investments* sono diminuiti del 3% a 2,6 miliardi di euro, ma sono aumentati dell'8% per numero di società 758. L'ICT è stato il più grande settore di investimenti in *venture capital*, ricevendo il 47% del totale, seguite da biotecnologia e sanità (28%) e beni di consumo e servizi (9%).

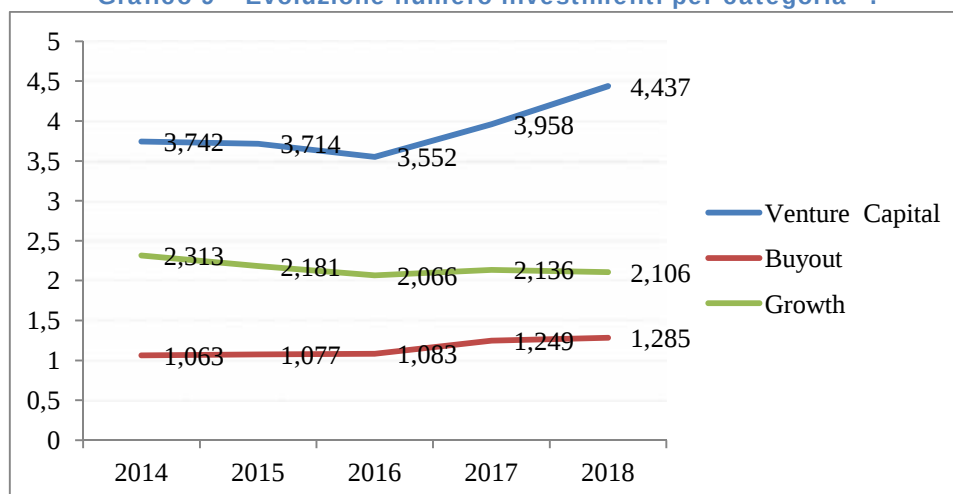
Gli investimenti in *growth* sono rimasti a un livello record di € 11,9 miliardi, con 2.106 società finanziate. Le società *venture-backed* hanno utilizzato circa il 18% dell'investimento in crescita per l'ampliamento delle proprie attività. Aziende europee operanti nel settore ICT hanno ricevuto un terzo dell'importo dell'investimento, seguite da beni e servizi di consumo (21%), prodotti e servizi per le imprese (18%) e biotecnologia e sanità (9%).

Il settore *replacement* e *turnaround* calano entrambi, il primo da 2,3 miliardi di euro a 1,4 e il secondo da 0,7 a 0,3 miliardi.

Il grafico 8 illustra il numero di imprese destinatarie degli investimenti per categoria. Possiamo notare che il sebbene *venture capital* a livello di raccolta di capitale ammontare impiegato stia in secondo piano rispetto al *private equity*, questo non vale quando si parla di numerosità di investimenti, di imprese target e di fondi d'investimento, essi, infatti, sono più del doppio di quelli di *private equity* anche se le cifre investite per singolo investimento sono molto meno ingenti. A livello europeo, infatti, sono prediletti gli investimenti in medie imprese piuttosto che in grandi imprese.

Gli investimenti in *venture capital* sono i più numerosi e il numero di imprese finanziate è aumentato del 12% arrivando a 4437, confermando il trend crescente degli ultimi anni. Andando più nello specifico in questa categoria, gli investimenti in fase *seed* sono 1.350, aumento del 22%, quelli in *start-up* sono 2475, più 6% rispetto al 2017, mentre il numero di quelli nelle fasi più avanzate è aumentato dell'8% nell'ultimo anno. Anche il numero di aziende supportate da investimenti di *buyout* è aumentato del 3% a 1, per la maggior parte grandi imprese, mentre gli investimenti della categoria *growth* nel 2018 hanno finanziato 2016 imprese, numero leggermente minore rispetto all'anno precedente.

Grafico 9 – Evoluzione numero investimenti per categoria⁵⁹.

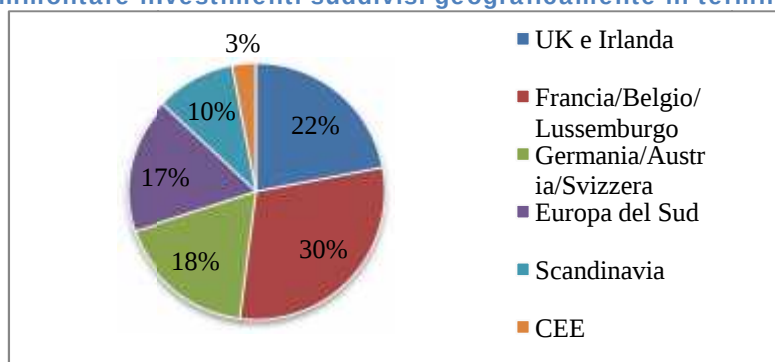


Il grafico 10 illustra la provenienza geografica degli investimenti in termini percentuali.

⁵⁹ Fonte: Invest Europe, EVCA 2018, Rielaborazione propria.

Il maggior apporto in termini di ammontare proviene da Francia, Lussemburgo e Belgio con il 30% del totale. Seguono in ordine decrescente i finanziamenti provenienti UK e Irlanda (22%), da Germania, Austria e Svizzera (18%) e da Europa del Sud (17%). La restante percentuale proviene dalla Scandinavia (10%) e in piccola percentuale dalla CEE (3%).

Grafico 10 – Ammontare investimenti suddivisi geograficamente in termini percentuali⁶⁰.



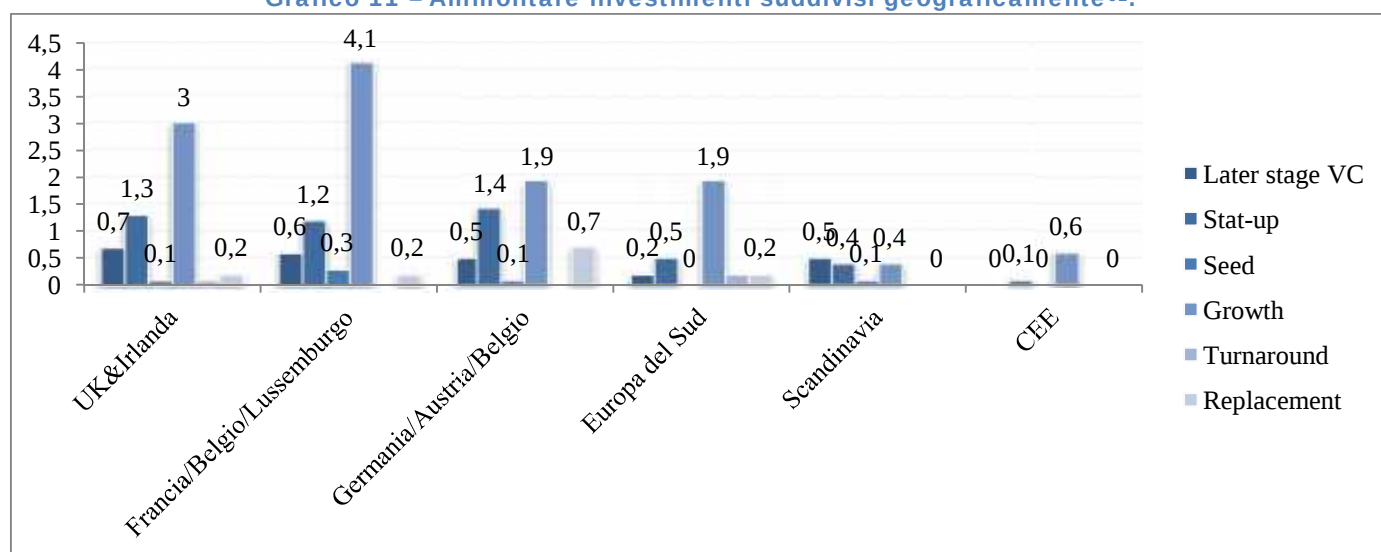
Per quanto l'ammontare di investimenti nel 2018 divisi per macro regioni, la quota maggiore, pari a 24,3 miliardi di euro proviene da Francia, Lussemburgo e Belgio. Questa è composta da 2,2 miliardi nella categoria del *venture capital* (di cui 0,6 nella *later stage*, 1,2 nella fase di *start-up* e 0,3 nella fase *seed*), 4,1 miliardi in *growth*, 0,2 in *replacement*, e ben 17,8 miliardi in operazioni di *buyout*.

Seguono UK e Irlanda in cui 17,2 miliardi di investimento sono divisi in 11,2 miliardi in *buyout*, 2,1 in *venture capital*, 3 in *growth* e 300 milioni in operazioni di *turnaround* e *replacement*.

Con quattordici, cinque miliardi investiti nell'attività di *private equity* Germania, Austria e Svizzera, si pongono al terzo posto, seguite dai paesi dell'Europa del Sud con 13,6 miliardi impiegati, di cui 10,6 in *buyout* e il restante diviso in ordine decrescente in operazioni di *growth* (1,9), *venture capital* (0,7) e *ristrutturazione aziendale* e *replacement* (0,2).

I paesi Scandinavi, infine, apportano 8,2 miliardi al settore, per la maggior parte investiti in *venture capital*, mentre rimane relativamente piccolo l'ammontare di investimenti CEE⁶¹ che si attestano intorno ai 2,7 miliardi di euro.

Grafico 11 – Ammontare investimenti suddivisi geograficamente⁶².

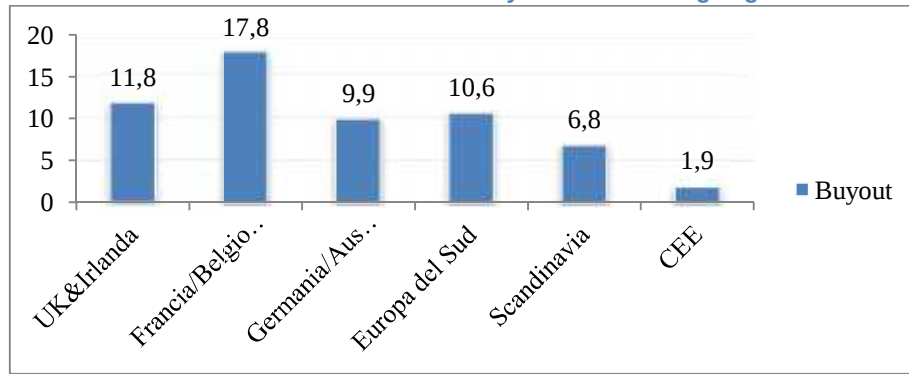


⁶⁰ Fonte: Invest Europe, EVCA 2018, Rielaborazione propria.

⁶¹ Central Eastern Europe.

⁶² Fonte: Invest Europe, EVCA 2018, Rielaborazione propria.

Grafico 12 – Ammontare investimenti buyout suddivisi geograficamente⁶³.



Per quanto riguarda il numero degli investimenti, il grafico 13 ne evidenzia la diversa provenienza geografica rispetto alle macro aree europee.

È evidente che, se in termini di ammontare il *buyout* risulta il settore che primeggia indisturbato, a livello numerico le operazioni di *venture capital* sono di gran lunga maggiori.

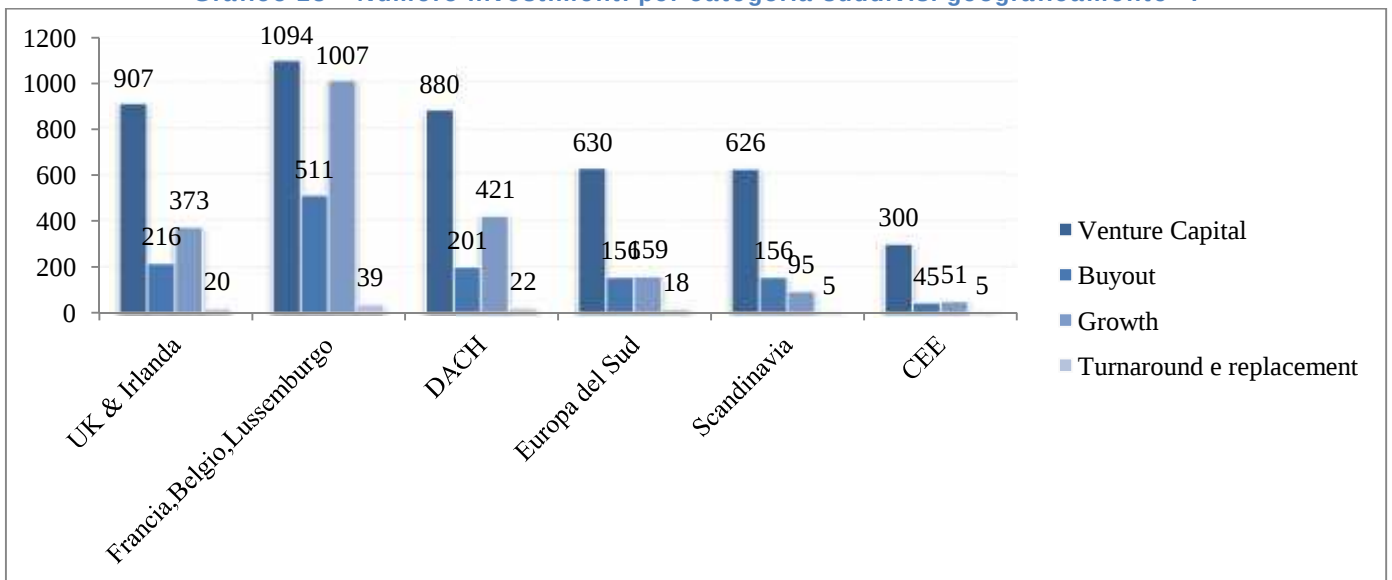
Il numero maggiore deriva da attività svolte in Francia, Belgio e Lussemburgo, con una quota di *growth capital* pari a 1007 operazioni e un numero addirittura maggiore di operazioni di *venture capital* (1094), suddivise, come sempre, in 210 *later stage investments*, 600 in *stat-up* e 316 in fase *seed*.

Seguono UK e Irlanda che realizzano in totale 1516 operazioni e i paesi in lingua tedesca con un volume di attività pari a 1524 operazioni. Da notare, però, il calo del Regno Unito, dovuto alla *brexit*, che ha portato diverse compagnie a spostarsi in Stati quali la Germania o il Lussemburgo.

I paesi dell'Europa del Sud realizzano in totale 963 operazioni di *private equity*, di cui 630 nel settore del *venture capital*, numero simile al volume di attività dei paesi scandinavi (882), ed entrambe le regioni hanno realizzato 156 operazioni di *buyout* nel 2018.

Fanalino di coda i paesi CEE con 401 operazioni.

Grafico 13 – Numero investimenti per categoria suddivisi geograficamente⁶⁴.

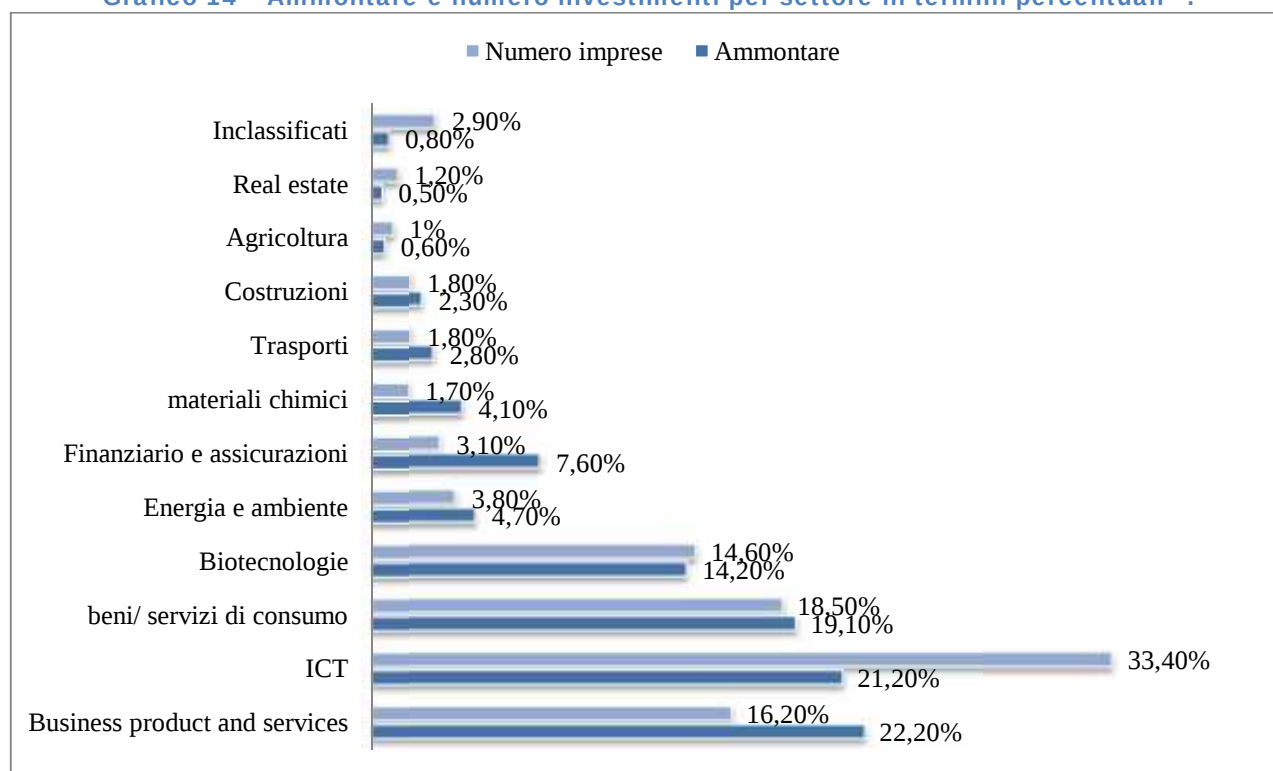


Infine, è molto interessante andare a vedere i settori in cui si investe a livello europeo. Il grafico 12 mostra l'ammontare e il numero di investimenti divisi per settore nel 2018.

⁶³ Fonte: Invest Europe, EVCA 2018, Rielaborazione propria.

⁶⁴ Fonte: Invest Europe, EVCA 2018, Rielaborazione propria.

Grafico 14 – Ammontare e numero investimenti per settore in termini percentuali⁶⁵.



I settori dei beni di consumo, dell'ICT, dei prodotti/ servizi aziendali e delle biotechologie sono i 4 settori dominanti, che attraggono circa l'80% degli investimenti, sia in termini di ammontare sia in termini di numero di finanziamenti. Il settore ICT richiama il 33,4% degli investimenti in *private equity*, risultando il preferito dagli operatori che destinano sempre più risorse a questo tipo di aziende.

Un ruolo minore è svolto dal settore energia e ambiente, in linea con il 2017, e da quello finanziario e delle assicurazioni.

Completano il tutto, con percentuali marginali, il settore dei materiali chimici, delle costruzioni, dei trasporti, di *real estate* e dell'agricoltura.

2.1.3) DISINVESTIMENTI

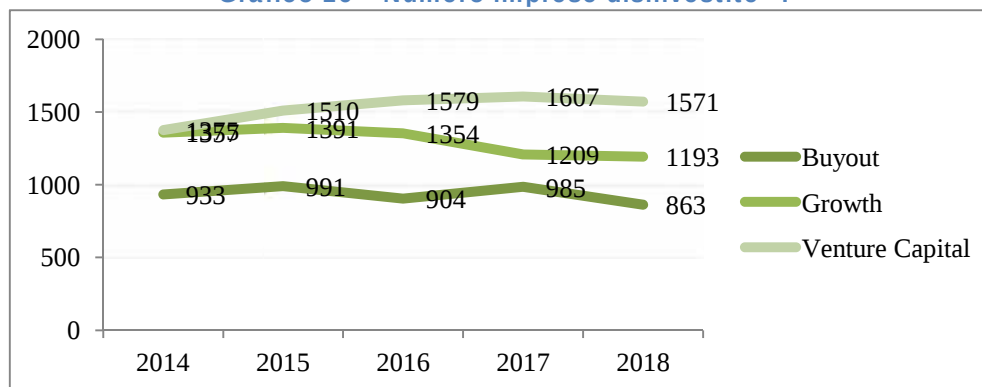
Nel 2018 i disinvestimenti in *private equity* hanno interessato 3.750 aziende europee, con una diminuzione del 3% rispetto all'anno precedente, rappresentative di investimenti azionari precedenti (dismissione al costo), di ammontare totale di 32 miliardi di euro, con una diminuzione su base annua del 28%. Le vie di uscita più importanti per importo al costo sono state il *trade sale* (32%), la vendita a un'altra società di *private equity* (31%) e l'offerta pubblica iniziale (10%). Per numero di società queste tre vie di uscita hanno rappresentato oltre un terzo di tutte le cessioni.

⁶⁵ Fonte: Invest Europe, EVCA 2018, Rielaborazione propria.

Grafico 15 – Ammontare disinvestimenti per categoria⁶⁶.



Grafico 16 – Numero imprese disinvestite⁶⁷.



I grafici 15 e 16 rappresentano, rispettivamente, i disinvestimenti per ammontare e numero di società per le tre categorie di analisi: *venture capital*, *buyout* e *growth*.

I disinvestimenti *buyout* sono stati per il 70% in base all'importo al costo e il 23% in base al numero di aziende. Sono diminuiti del 34% per importo di € 22,4 miliardi e del 12% per numero di aziende a 863. Il calo è dovuto alla preferenza degli operatori per *exit strategies* quali: *trade sale*, vendita a un'altra società di private equity e IPO. La maggior parte delle aziende operava nel settore dei prodotti e dei servizi alle imprese, seguito dai beni e servizi di consumo e dalle ICT.

I disinvestimenti *venture capital* sono rappresentati per il 6% in base all'importo al costo e il 32% in base al numero di società. Sono diminuiti del 5% in quantità al costo arrivando € 2 miliardi e per numero di aziende (1.193), con un calo dell'1%.

La *trade sale* è stata la *exit strategy* più importante, pari al 35% per importo al costo, nonostante un 8% di riduzione su base annua. Le offerte pubbliche iniziali sono aumentate del 39%, rappresentando una quota del 22% di importo al costo. La maggior parte delle aziende uscite operava nel settore ICT, seguita da biotecnologie e assistenza sanitaria e prodotti e servizi aziendali.

I disinvestimenti in *growth* hanno rappresentato il 18% di tutte le uscite per importo al costo (ammontare di capitale) e il 42% per numero di aziende. Sono diminuiti del 15% per un importo di € 5,8 miliardi e del 2% per numero di aziende a 1.571.

La maggior parte delle aziende oggetto di uscita operava nel settore dei prodotti e dei servizi alle imprese, seguito da beni di consumo e servizi e ICT.

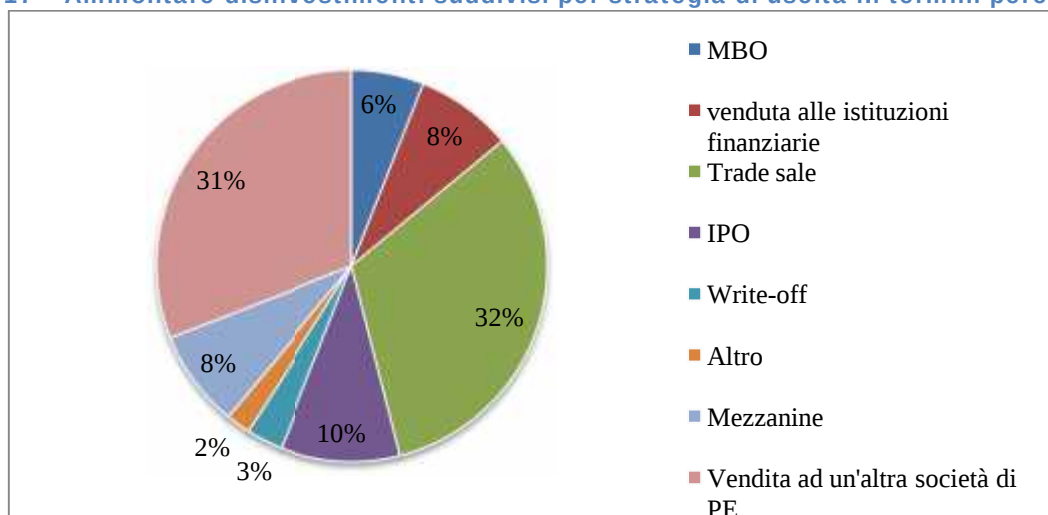
Le write-offs⁶⁸ hanno registrato il loro livello più basso in dieci anni per importo e numero di società cedute.

⁶⁶ Fonte: Invest Europe, EVCA 2018, Rielaborazione propria.

⁶⁷ Fonte: Invest Europe, EVCA 2018, Rielaborazione propria.

⁶⁸ Cancellazione di un credito dall'attivo di stato patrimoniale di un'impresa, in quanto non più esigibile a fronte della manifesta inadempienza del creditore di onorare il proprio debito nei confronti della stessa. Dizionario di Economie e Finanza Treccani. liquidazione del fondo.

Grafico 17 – Ammontare disinvestimenti suddivisi per strategia di uscita in termini percentuali⁶⁹.

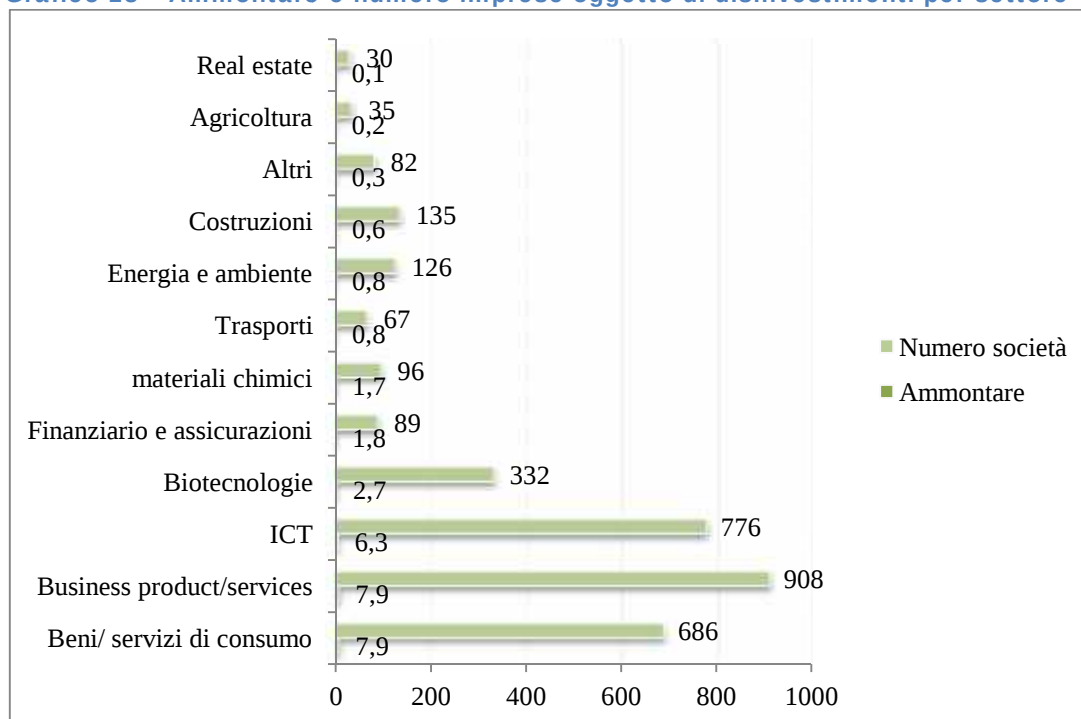


Il grafico 17 mostra l'ammontare dei disinvestimenti di *private equity* avvenuti nell'anno 2018 rispetto alle diverse *exit strategies* possibili. Il *trade sale* è stato la strategia di uscita più utilizzata con il 32%, immediatamente seguita dalla vendita a un'altra società di *private equity* (detto anche *replacement*) con il 31%, e dalle offerte pubbliche iniziali con il 10%. Il 73% dei disinvestimenti è stato fatto attraverso queste tre tipologie di *edita*.

In ordine decrescente, con percentuali minori, troviamo i disinvestimenti tramite mezzanino e tramite vendita a un'istituzione finanziaria (entrambi con l'8%), e la vendita al management team che rappresenta il 6% dell'ammontare totale.

Completano i *write-off* e gli "*other means*" che rappresentano rispettivamente il 3% e il 2% del totale.

Grafico 18 – Ammontare e numero imprese oggetto di disinvestimenti per settore⁷⁰.



⁶⁹ Fonte: Invest Europe, EVCA 2018, Rielaborazione propria.

⁷⁰ Fonte: Invest Europe, EVCA 2018, Rielaborazione propria.

Risulta importante andare ad analizzare l'ammontare e il numero dei disinvestimenti rispetto alle aziende in cui sono stati effettuati.

Il settore dei beni e servizi aziendali è primo sia per ammontare delle dismissioni, a pari merito con la categoria dei beni e servizi di consumo (7,9 miliardi di euro), sia per numero di operazioni effettuate, che ammontano a 908. Al terzo posto per ammontare totale dei disinvestimenti troviamo lo scomparto ICT, che, tuttavia, supera quello dei beni e servizi di consumo in relazione al numero di operazioni, 776 contro 686.

Rilevante è il settore delle biotecnologie che conta un numero di operazioni pari a 332 per un ammontare complessivo di 2,7 miliardi di euro.

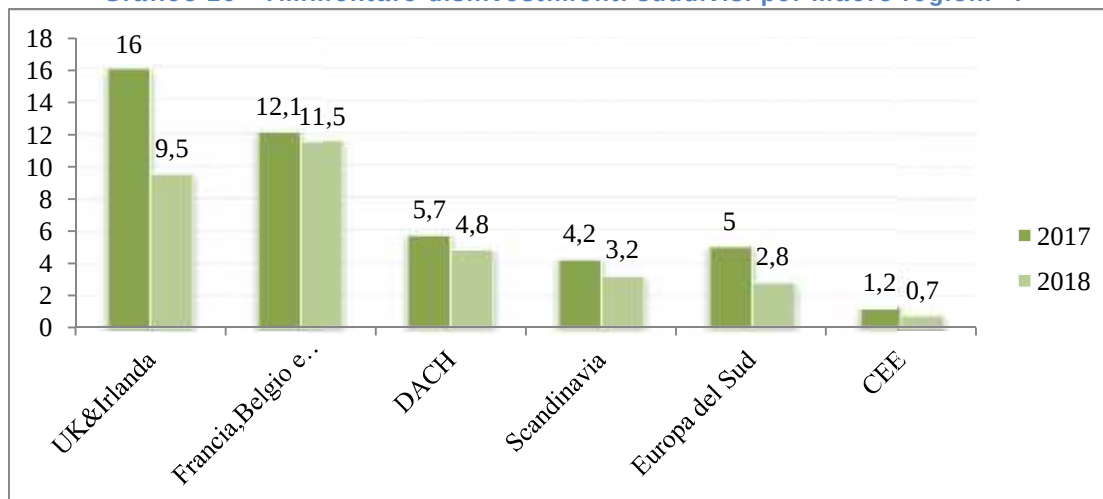
Seguono gli altri settori che costituiscono una piccola percentuale dei disinvestimenti totali.

Infine, analizziamo tramite il grafico 19 l'ammontare dei disinvestimenti in Europa suddivisi tra le macro regioni.

UK e Irlanda, che nel 2017 rappresentavano l'ammontare maggiore, nel 2018 risultano quasi dimezzati, ammontano a 9,5 miliardi, dato in calo di circa il 45% rispetto all'anno precedente. In generale si riscontra un trend decrescente dell'ammontare dei disinvestimenti a livello europeo in tutte le macro regioni, l'ammontare delle dismissioni è sceso in Francia, Belgio e Lussemburgo da 12,5 a 11,5 miliardi, nei paesi di lingua tedesca da 5,7 a 4,8 miliardi, e anche in Scandinavia ed Europa del Sud.

È pressoché inalterata la situazione nei paesi CEE, con appena 0,7 miliardi di disinvestimenti.

Grafico 19 – Ammontare disinvestimenti suddivisi per macro regioni⁷¹.



2.2) IL MERCATO DEL *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL* IN ITALIA

Dopo aver analizzato il mercato del *private equity* in Europa, passiamo ora alla descrizione del contesto italiano.

Come detto il *private equity* è un importante strumento per sostenere la nascita di nuove imprese e la crescita di quelle già esistenti, specialmente se esse operano in settori legati a nuove tecnologie, come ICT o biotecnologie, nei quali vi è una forte presenza di asimmetrie informative.

In Italia questo strumento può consentire alle imprese, in particolare quelle piccole, di trovare il giusto slancio per colmare il gap rispetto ai sistemi di altri Paesi e rispondere all'intero sistema globale⁷², e in

⁷¹ Fonte: Invest Europe, EVCA 2018, Rielaborazione propria.

⁷² Gervasoni A. et al., AIFI. Il private equity come motore di sviluppo, Egea, Milano 2012.

questo senso il *private equity* è uno degli strumenti principali per riuscire a far competere le medie e grandi aziende italiane a livello globale.

Tuttavia nel nostro paese l'avvio delle attività di *private equity* è avvenuto con notevole ritardo rispetto agli altri Paesi europei e stenta ancora a decollare a causa di alcune tipicità del sistema italiano tra cui: la scarsa propensione all'investimento in capitale di rischio, per cui si preferisce l'acquisto di titoli di Stato o il deposito bancario e postale, con interessi bassi e un'elevata sicurezza, ma, soprattutto, la mancata cultura del *private equity* dipende dalla composizione del tessuto imprenditoriale italiano, caratterizzato da un elevato numero di piccole e medie imprese, spesso a conduzione familiare, incapaci di avanzare progetti innovativi e, quindi, di attrarre questo tipo di investimenti, pur potendone trarre benefici.

La struttura parentale che contraddistingue la gran parte delle nostre aziende comporta, in questo senso, diversi problemi tra cui, in primo luogo, l'indole tradizionalista dei proprietari di imprese italiane, molto radicati nelle tradizioni e rispetto alle proprie origini, poco elastici, con scarsa propensione allo sviluppo internazionale e diffidenti rispetto al ricorso a supporto da parte di operatori di *private equity* e in secondo luogo, particolari situazioni di carattere generazionale che fanno riferimento alla circostanza per cui chi eredita una azienda può non possedere la medesima spinta innovativa di chi l'ha fondata.

Un'ulteriore criticità consiste nella difficoltà di raccogliere capitale per il sostentamento dei fondi che vengono creati, che deriva da un limitato apporto d'investimenti da parte dei fondi statali italiani tra cui fondazioni bancarie, fondi previdenziali e assicurativi, che ritengono il nostro mercato molto rischioso e che scelgono nella maggior parte dei casi di finalizzare i loro investimenti verso imprese estere, per una maggiore sicurezza di investimento, sia in conseguenza di consulenze fornite da *advisor* di solito esteri, che per la mancanza di un *track record* importante per gli investimenti condotti in Italia.

L'ostacolo principale allo sviluppo di questo mercato nel nostro paese, tuttavia, è sostanzialmente di carattere culturale con riguardo alla mentalità delle aziende italiane e alla percezione del mercato del *private equity* stesso, generalmente non ancora considerato come una forma di supporto strategico e affidabile dalle società.

Il numero di operazioni realizzate in Italia nel corso degli anni è rimasto pressappoco costante: circa 284 operazioni annue, sebbene la convinzione comune sia che, nonostante i punti critici individuati, l'Italia rappresenti un Paese con ottimo potenziale e un terreno fertile per lo sviluppo di una cultura finanziaria del *Private Equity*, perché dotato di un *know-how* produttivo e industriale che ha dato vita a molteplici eccellenze, che attirano l'attenzione di operatori esteri e non.

L'analisi sviluppata fa riferimento ai dati pubblicati annualmente dal database European Data Cooperative, piattaforma creata congiuntamente da AIFI, ASCRI (Spagna), BVCA (Regno Unito), BVK (Germania), France Invest (Francia), NVP (Olanda), SVCA (Svezia) e Invest Europe (Europa), al fine di consentire ai soggetti internazionali presenti in più Paesi di avere un unico punto di accesso per l'inserimento dei propri dati, permettendo al tempo stesso alle singole Associazioni di continuare a raccogliere le informazioni ed elaborare le proprie statistiche nazionali, nonché di avere informazioni omogenee e confrontabili sul *private equity* e *venture capital* dei diversi Paesi.⁷³ Nel 2018 il mercato del *private equity* e *venture capital* in Italia ha registrato il record assoluto di quasi 10 miliardi di euro investiti, quasi il doppio rispetto all'anno precedente e valore più alto di sempre, a testimonianza della enorme, sebbene lenta crescita, del mercato nel nostro Paese. L'anno è stato caratterizzato da alcune operazioni di significativa dimensione effettuate nel settore delle infrastrutture e dei *buy out*, che stanno acquisendo grande rilevanza negli ultimi anni. Anche al netto di *large* e *mega deal*, tuttavia, il mercato ha registrato un'ottima crescita sull'anno precedente (+16%), passando da 3.340 milioni a 3.863 milioni di euro.

Per *large* e *mega deal* si intende operazioni con *equity* versato supero a 150 milioni di euro, che sono state 13 nell'anno analizzato.

⁷³ Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI).

Il settore del *venture capital*, in particolare, ha fatto registrare un importante incremento in termini di numero di operazioni effettuate, ma anche in termini di capitali investiti, segnale di un paese in forte fermento innovativo.

Anche l'attività di raccolta è cresciuta nel 2018 ed è da rilevare che i fondi pensione e le casse di previdenza hanno rappresentato la prima fonte per ammontare. *“Questo è un segnale che si aspettava da tempo e che può rappresentare un primo vero passo verso un allineamento con gli investitori internazionali. Il sistema previdenziale è il principale investitore nei fondi di private capital in tutti i Paesi, infatti, come detto, garantisce rendimenti maggiori per chi può investire in tempi relativamente più lunghi. In questo modo il sistema previdenziale investe anche in se stesso poiché promuove l'attività economica italiana e il lavoro, che è la sola fonte di finanziamento della previdenza”* afferma Innocenzo Cipolletta, presidente AIFI.

Si registra un rallentamento per quanto riguarda le operazioni di disinvestimento.

Nelle prossime pagine sarà analizzata più nello specifico la situazione italiana, con riferimento agli operatori presenti nel nostro Paese e alle attività di raccolta, investimento e disinvestimento effettuate nell'anno 2018, anno scelto poiché l'anno più recente di cui al momento sono disponibili informazioni complete.

2.2.1) GLI OPERATORI NEL MERCATO ITALIANO

Il database EDC (European Data Cooperative) monitora complessivamente oltre 3000 operatori attivi in Europa. Il database include tutti gli operatori attivi nel territorio italiano che sono gli associati AIFI, gli investitori o le istituzioni finanziarie italiane che non fanno dell'AIFI, nonché i soggetti internazionali non soci AIFI che hanno compiuto operazioni nel nostro nel nostro Paese.

Nel 2018 gli operatori che hanno svolto almeno una delle tre attività sopracitate, ovvero di raccolta di capitali, investimento o disinvestimento, sono stati 149, il 6% in più rispetto ai 140 dell'anno precedente.

Con riferimento all'attività di raccolta, gli operatori che nel 2018 hanno svolto attività di *fundraising* sul mercato sono stati 32 (28 privati), a fronte dei 21 dell'anno precedente.

123 è il numero di operatori hanno realizzato un investimento, in aumento del 17 % rispetto al numero registrato nel 2017. Di questi il 49% è rappresentato da investitori internazionali (60, di cui 39 senza ufficio in Italia).

Per completare, sono stati 62 i soggetti che hanno svolto attività di disinvestimento, dato in leggera contrazione del 13% rispetto alla precedente rilevazione (nel 2017 erano stati settantuno) .

Il grafico 20 riassume quanto detto riguardo agli operatori di *private equity* attivi nel mercato italiano nel 2017 e nel 2018.

Grafico 20- Evoluzione degli operatori attivi nelle diverse fasi di attività⁷⁴.



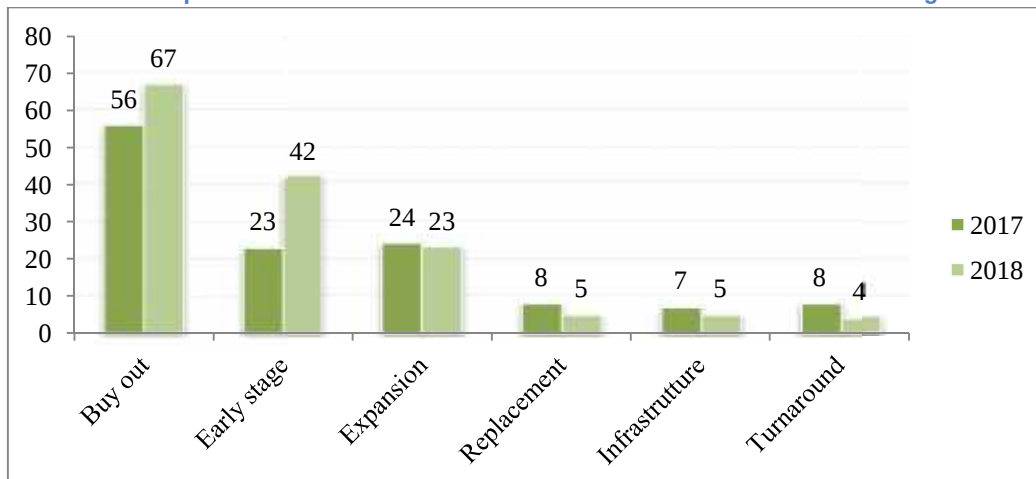
Andando nello specifico dell'attività d'investimento, il *buy out* è stato il segmento per il quale è stato rilevato il numero più elevato di operatori attivi, sono 67 gli investitori totali, di cui 33 internazionali, in

⁷⁴ AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

aumento rispetto ai 56 dell'anno precedente (+ 19%), seguito dal segmento *early stage* con 42 operatori, in aumento dell'82% rispetto al 2017 e da quello di *expansion* con 23 operatori attivi sul mercato, dato in leggero calo.

Se per quanto riguarda i segmenti del *buy out* ma soprattutto dell'*early stage financing* si è registrata una significativa crescita nell'anno in analisi, lo stesso non si può dire per i restanti segmenti del *turnaround*, delle infrastrutture e del *replacement* che rappresentano poco meno del 15% degli operatori attivi sul mercato, che hanno registrato una diminuzione, se pur minima, in termini di ammontare rispetto al 2017.

Grafico 21- Operatori che hanno effettuato investimenti nei diversi segmenti⁷⁵.

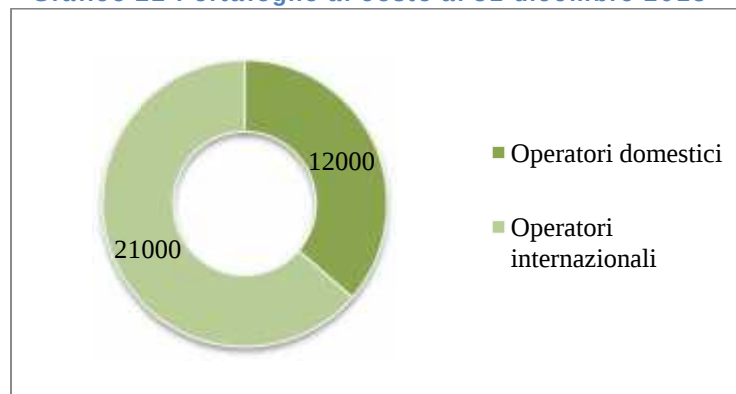


Al 31 dicembre 2018, nel portafoglio complessivo degli operatori monitorati nel mercato italiano, era presente un numero di società pari a 1200, per un controvalore, al costo storico d'acquisto, di circa 33 miliardi di Euro (con un aumento di 1.6 miliardi rispetto al 2017), di cui circa il 63% provenienti da soggetti internazionali, mentre il rimanente 37% da operatori residenti nel territorio italiano, come mostrato dal Grafico 22.

Alla stessa data il *commitment* disponibile stimato per gli investimenti, al netto delle disponibilità degli operatori internazionali, ammontava a circa 10.3 miliardi di euro (in diminuzione del 18% rispetto al *commitment* del 2017) .

Prendendo a riferimento sempre il 31 dicembre 2018, possiamo notare come 1188 di queste società siano situate in Italia (95%) e solo 66 abbiano la loro sede all'estero e che il 71% delle imprese target è stato oggetto di investimenti realizzati da operatori di matrice privata. Grafico 23) .

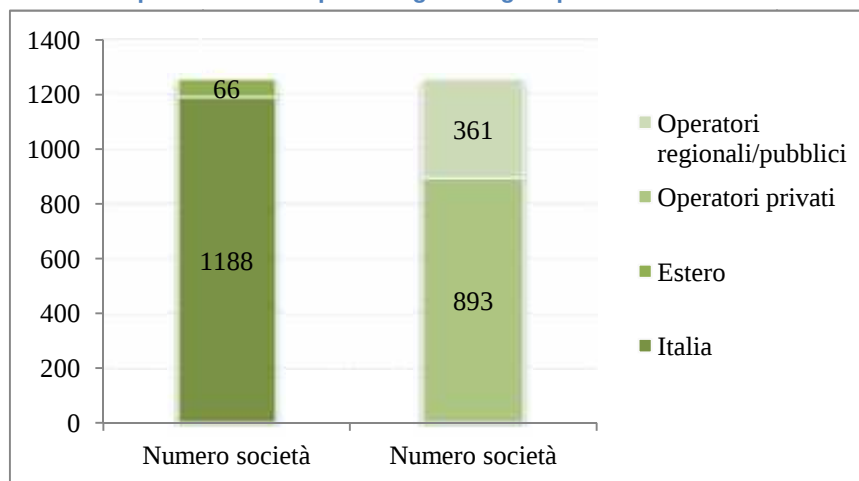
Grafico 22-Portafoglio al costo al 31 dicembre 2018⁷⁶



⁷⁵ AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

⁷⁶ AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

Grafico 23- Composizione del portafoglio degli operatori al 31 dicembre 2018⁷⁷



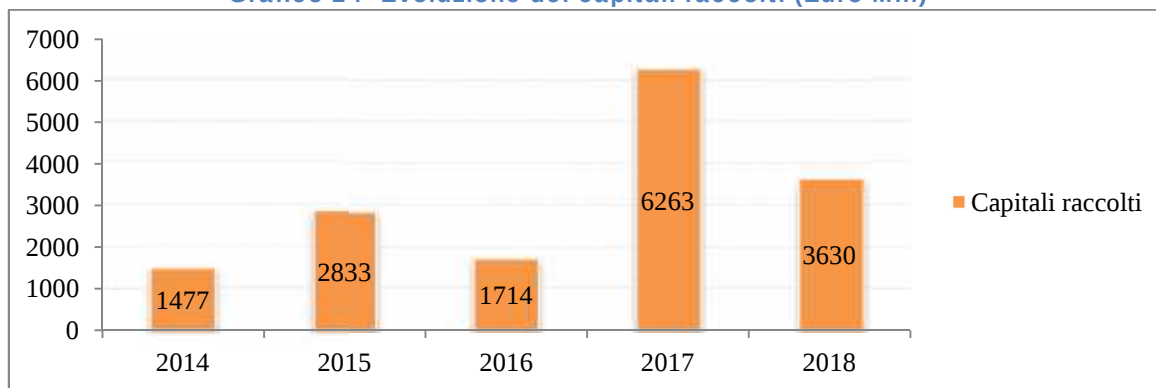
2.2.2) RACCOLTA

Con riferimento alla raccolta di capitali, corso del 2018 le risorse complessivamente raccolte sono state pari a 3.630 milioni di Euro, in forte calo rispetto ai 6.263 milioni dell'anno precedente, valore del 2017, però, risultato fortemente condizionato dall'attività di alcuni soggetti istituzionali, che nello stesso anno avevano effettuato *closing* di significative dimensioni.

Gli operatori che hanno effettuato attività di raccolta nel 2018 sono stati 34 (di cui 6 regionali/pubblici/istituzionali), contro i 21 dell'anno precedente.

Nel dettaglio, si segnala che, per metodologia internazionale, i dati della raccolta non considerano le risorse riconducibili agli operatori internazionali con base stabile nel nostro Paese, sottostimando, dunque, il valore complessivo delle risorse disponibili sul mercato⁷⁸.

Grafico 24- Evoluzione dei capitali raccolti (Euro Mln)⁷⁹



Il trend dei capitali raccolti è, comunque, in ascesa rispetto all'anno precedente se non si considerano i già citati *closing* effettuati nel 2017 dagli operatori regionali/pubblici/istituzionali.

Attraverso il Grafico 25 si può facilmente vedere che escludendo i soggetti regionali/pubblici/istituzionali, il reperimento di capitali sul mercato finanziario italiano e internazionale da parte di operatori indipendenti di

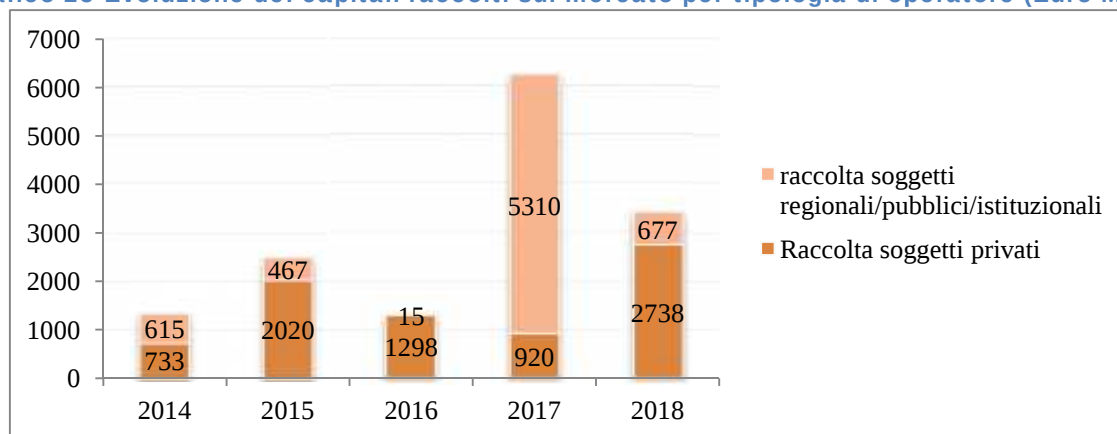
⁷⁷ AIFI, 2016. Rielaborazione propria.

⁷⁸ Sono inclusi, invece, gli operatori internazionali che hanno raccolto capitali dal Fondo Italiano di Investimento, destinando all'Italia, oltre a questa componente, anche parte della propria raccolta indipendente. Sono inclusi altresì i veicoli promossi (e le relative risorse raccolte a livello complessivo) da soggetti esteri destinatari di risorse provenienti dalla piattaforma ITAtech.

⁷⁹ AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

matrice privata si è attestato a 2.738 milioni di Euro, risultando quasi il triplo rispetto alle risorse raccolte l'anno precedente (920 milioni).

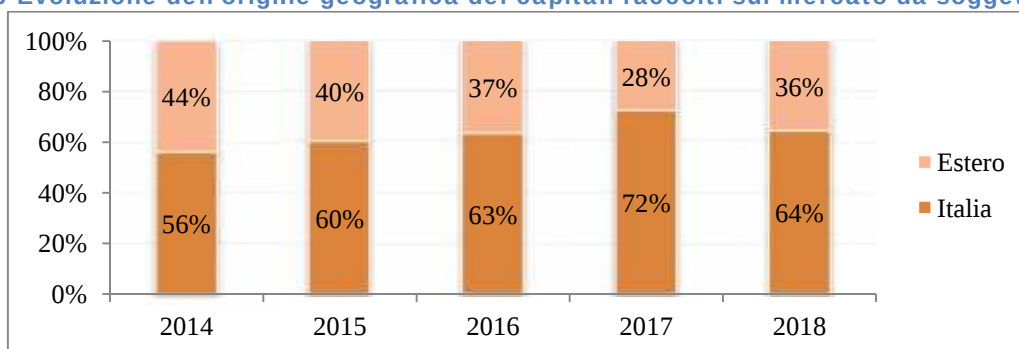
Grafico 25-Evoluzione dei capitali raccolti sul mercato per tipologia di operatore (Euro Mln)⁸⁰



Focalizzando l'attenzione sui soggetti privati, con riferimento alla provenienza geografica dei fondi raccolti, rileviamo come la maggior parte dei fondi sia di origine nazionale, con un valore pari a 1.248 milioni di euro, corrispondente al 64% del peso totale; il valore di quelli di provenienza estera risulta pari a 703 milioni, corrispondente al 36%.

Notiamo che l'anno in cui i capitali raccolti, che provenivano dall'estero, ha inciso di più sul totale, sia stato il 2014 con una percentuale del 44% sul totale e con un valore pari a 322 milioni di euro rispetto al 54% di quelli di provenienza italiana.

Grafico 26-Evoluzione dell'origine geografica dei capitali raccolti sul mercato da soggetti privati⁸¹.



Osserviamo, inoltre, che, sebbene il peso della provenienza domestica sia diminuito rispetto all'anno precedente, il suo valore complessivo è aumentato. Nel 2017, infatti, la componente domestica raggiungeva un valore di 662 milioni di euro, mentre quella estera di 257 milioni di euro con il rispettivo 72% e 28%.

Il Grafico 26 confronta l'origine dei capitali raccolti, specificandone la fonte prendendo in esame gli anni 2017 e 2018.

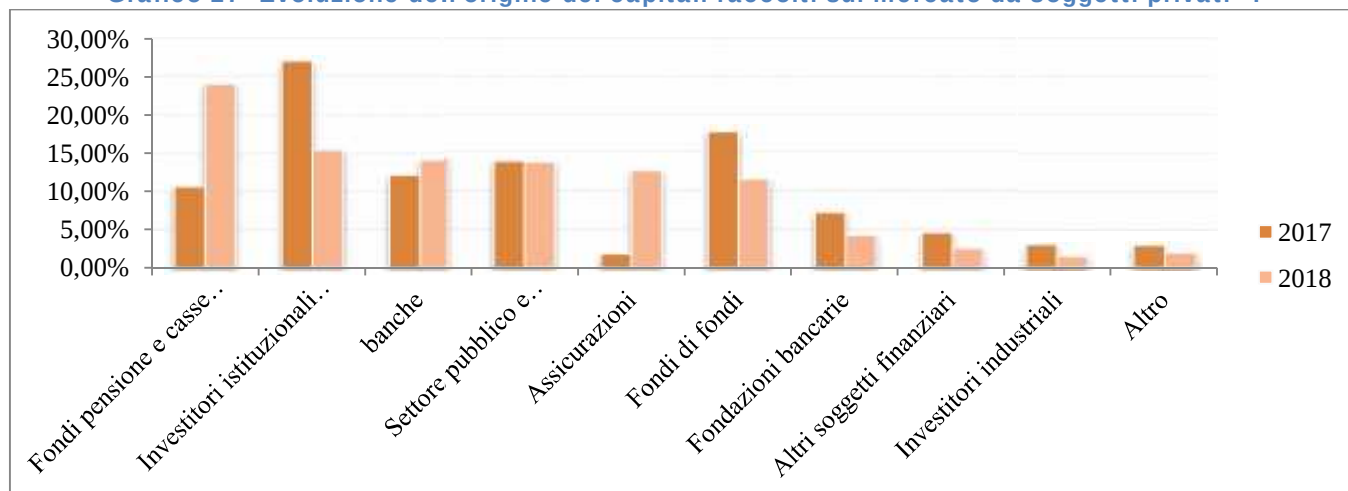
Possiamo constatare che le principali fonti di capitale nell'ultimo anno di analisi siano state quelle dei fondi pensione e casse di previdenza (24%), seguiti dagli investitori individuali e i *family office* (15.4%), seppur in forte diminuzione rispetto al 2017 in cui rivestivano il ruolo di fonte principale di capitale (27% del totale), dalle banche e dalla categoria settore pubblico e fondi istituzionali, rispettivamente con il 14.1% e 13.6%, queste 4 fonti rappresentano complessivamente circa il 67% del totale.

⁸⁰ AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

⁸¹ AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

Andando nello specifico delle altre fonti, le assicurazioni evidenziano un sostanziale aumento dall'1.8% al 12.5%, mentre tutte le altre categorie, quali i fondi di fondi, le fondazioni bancarie, gli altri soggetti finanziari e gli investitori istituzionali, fanno registrare una diminuzione percentuale rispetto al precedente anno di valutazione, rispettivamente del 35%, 55%, 44% e 50%.

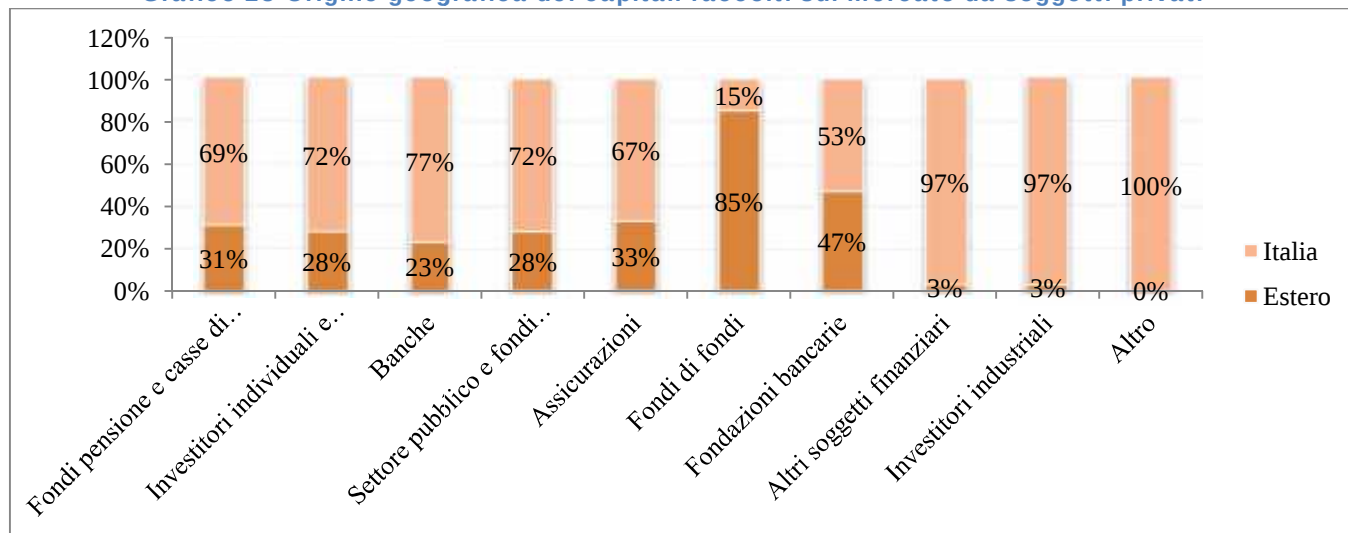
Grafico 27- Evoluzione dell'origine dei capitali raccolti sul mercato da soggetti privati⁸².



Il Grafico 28 illustra, invece, l'origine dei capitali raccolti per specifico settore di provenienza.

I capitali provenienti dall'estero sono confluiti in altissima misura nei fondi di fondi con una percentuale media dell' 85%, mentre per tutte le altre fonti vi è una prevalenza di capitale domestico, e addirittura vi è una quasi totale provenienza italiana per investitori istituzionali (97%) gli altri soggetti finanziari (97%) e le fonti facenti parte della categoria altro.

Grafico 28-Origine geografica dei capitali raccolti sul mercato da soggetti privati⁸³



Per concludere la nostra analisi per quanto concerne alla raccolta di capitale in Italia, il Grafico 29 mostra in che modo sono suddivisi i capitali raccolti in base alla tipologia di investimento target.

La maggior parte dei capitali affluiti dal mercato nel 2018 è stata utilizzata per la realizzazione di operazioni di *buy out*, con una percentuale del 62%, in aumento del 15% rispetto al 2017, attestandosi allo stesso livello

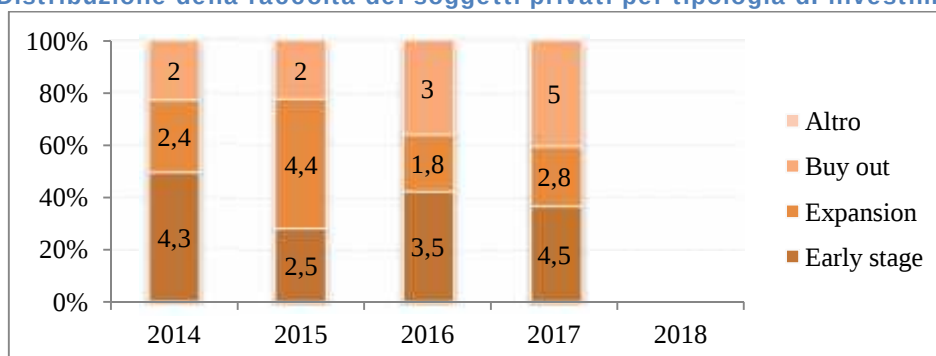
⁸² AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

⁸³ AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

degli anni 2015 e 2016. Questo conferma come l'acquisizione dell'azienda da parte del *management team* rappresenti la scelta privilegiata.

Al contrario, diminuiscono, anche se di poco, le altre categorie di operazioni e l'*early stage financing* si conferma anche quest'anno la tipologia di attività meno utilizzata nel nostro paese nell'ambito del *private equity*.

Grafico 29- Distribuzione della raccolta dei soggetti privati per tipologia di investimento target⁸⁴.



2.2.3) INVESTIMENTI

Nel 2018, come mostrato dal grafico 30, il mercato del *private equity* e del *venture capital* in Italia ha segnato un record assoluto con il più alto ammontare di sempre, infatti, l'investito è pari a 9,7 miliardi di euro, quasi il doppio rispetto all'anno precedente.

Come detto questo boom di investimenti è stato influenzato da 13 *large* e *mega deal*, precisamente 5 operazioni con *equity* versato compreso tra 150 e 300 milioni di Euro (*large deal*) e 8 operazioni di ammontare superiore ai 300 milioni di Euro (*mega deal*), manifestatesi durante l'anno che hanno interessato non solo nel segmento *buy out* ma anche in quello delle infrastrutture, realizzate prevalentemente da grandi operatori internazionali.

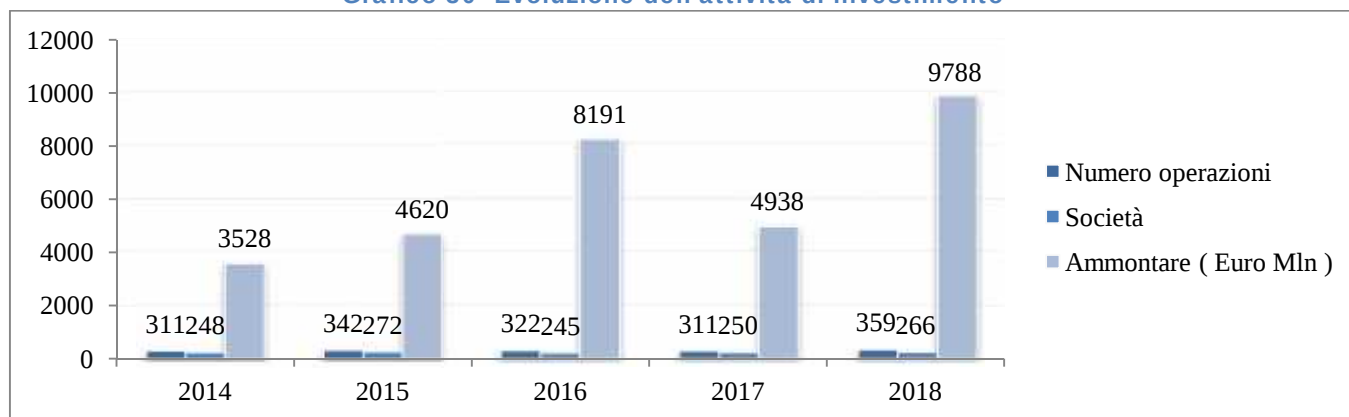
Pur escludendo le operazioni di grandi dimensioni il mercato ha registrato un'ottima crescita rispetto ai 3.340 milioni dell'anno precedente. Infatti, le operazioni con un *equity* versato inferiore ai 150 milioni di Euro (*small* e *medium deal*) sono state pari a 3.863 milioni di Euro, in crescita del 16% rispetto al 2017. L'ammontare investito in *small* e *medium deal* risulta il più alto mai registrato nel mercato italiano.

Nel corso del 2018 sono state registrate sul mercato italiano del *private equity* e *venture capital* 359 operazioni, distribuite su 266 società, per un controvalore pari a 9.788 milioni di Euro, corrispondente ad un incremento dell'ammontare investito del 98% rispetto all'anno precedente, quando le risorse complessivamente investite erano state pari a 4938 milioni di Euro e del 15% in termini di numero di operazioni (311 nel 2017).

Il numero delle società destinatarie degli investimenti resta pressoché stabile rispetto agli anni precedenti attestandosi a 266, con un poco significativo aumento rispetto alle 250 dell'anno precedente.

⁸⁴ AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

Grafico 30- Evoluzione dell'attività di investimento⁸⁵

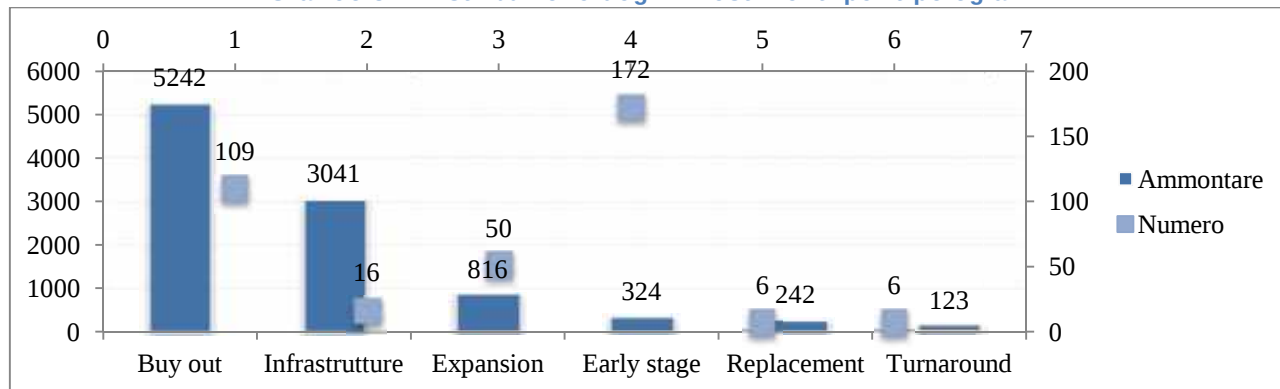


Per quanto riguarda la tipologia di operazioni realizzate, come illustrato dal Grafico 31, nel 2018 i *buy out* hanno continuato a rappresentare il comparto del mercato verso il quale è confluito la maggior parte delle risorse, 5.242 milioni di Euro, seguiti dagli investimenti in infrastrutture (3.041 milioni di Euro) e dal segmento dell'*expansion* (816 milioni di Euro).

Con i suoi 172 investimenti realizzati l'*early stage financing* si è posizionato ancora una volta al primo posto per numero di operazioni realizzate, seguito dal *buy out* (109 operazioni) e dall'*expansion* (50 operazioni). Sono valori coerenti con quelli del 2017, in cui i *buy out* avevano attirato la maggior parte dei capitali investiti (5242 milioni di Euro), seguiti dal segmento delle infrastrutture (659 milioni di Euro) e dall'*expansion* (338 milioni di Euro).

Anche nel 2017, con 133 investimenti realizzati, l'*early stage* si era posizionato al primo posto, seguito dal *buy out* (90 operazioni), mentre le operazioni di *expansion* erano state 45.

Grafico 31- Distribuzione degli investimenti per tipologia⁸⁶



Con riferimento all'attività svolta dalle diverse categorie di soggetti, nel 2018 gli operatori internazionali hanno assorbito il 66% del mercato in termini di ammontare investito, pari a 6.438 milioni di Euro, seguiti dagli operatori domestici di origine regionale, pubblica e istituzionale che hanno investito 2.111 milioni, pari al 21% del totale.

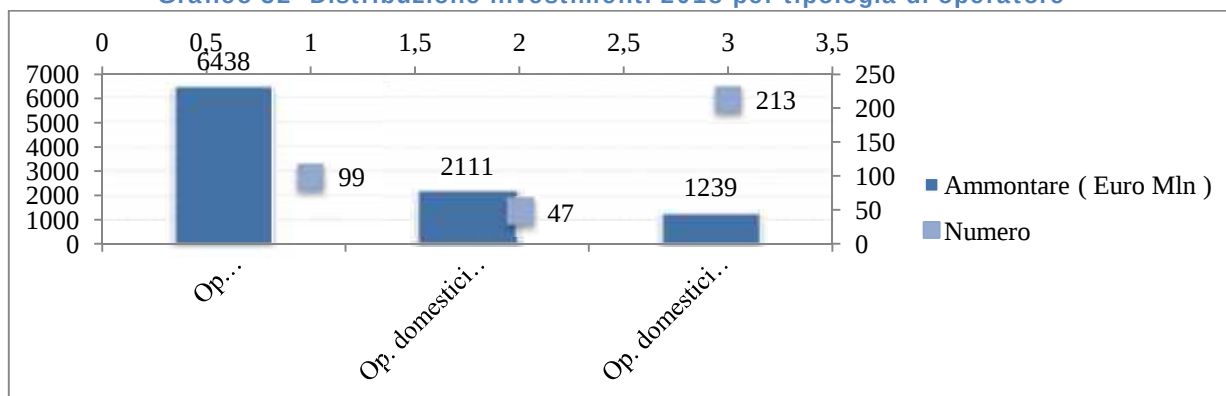
Si segnala che gli operatori internazionali senza un ufficio in Italia hanno eseguito 49 operazioni per un ammontare totale investito nel Paese di 2.675 milioni di Euro.

Per quanto riguarda il numero di operazioni effettuate, gli operatori domestici privati hanno realizzato 213 investimenti, numero più alto, corrispondente al 59% del mercato, seguiti da quelli internazionali con 99 investimenti, pari al 28% del mercato.

⁸⁵ AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

⁸⁶ AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

Grafico 32- Distribuzione investimenti 2018 per tipologia di operatore⁸⁷



Spostiamo ora il focus sull'evoluzione che ha interessato i singoli segmenti di mercato si nota come il comparto dell'*early stage* (*seed*, *start up* e *later stage*) ha mostrato una notevole crescita sia per quanto riguarda numero di operazioni, salito da 133 nel 2017 a 172 nel 2018 (+29%), sia relativamente all'ammontare investito, cresciuto dai 133 milioni del 2017 e attestatosi a 324 milioni nel 2018, con un incremento del 143%.

I dati del rapporto AIFI 2018, inoltre, sottolineano come Nel 2018, la maggior parte delle operazioni di avvio è stata realizzata da operatori domestici privati focalizzati sull'*early stage*, che hanno effettuato il 58% degli investimenti in questo comparto, seguiti dagli operatori internazionali (22%).

Se rapportato con gli anni passati il segmento *early stage* è prosperato notevolmente in tutte le categorie analizzate: numero, società finanziate e ammontare investito. Rispetto al 2014, per esempio, il numero di investimenti è aumentato del 72%, mentre l'ammontare di capitale investito in questa fase risulta quadruplicato, ciò a conferma del crescente interesse nel mercato venture capital maturato negli ultimi anni nel nostro Paese.

Grafico 33- Focus early stage: trend storico⁸⁸



Con riferimento al segmento *expansion*, nel corso del 2018 sono stati investiti 816 milioni di Euro, distribuiti su 50 operazioni, che confrontati con l'anno precedente, risultano in crescita dell'11% in termini di numero e del 142% in termini di ammontare.

L'*expansion* ha conosciuto il suo momento di massimo sviluppo nel 2014 quando l'ammontare investito era pari a 1113 milioni di euro per un totale di 89 operazioni effettuate, dati superiori a quanto registrato nel 2018, seppur in quest'ultimo ci sia stata una notevole crescita rispetto al 2017.

⁸⁷ AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

⁸⁸ AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

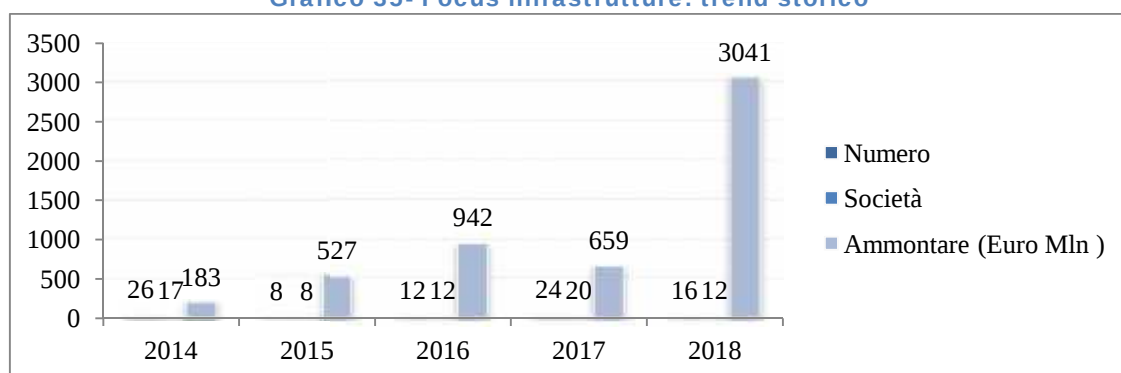
Per quanto riguarda la tipologia di investitori attivi in questo segmento, i soggetti privati domestici generalisti sono stati gli investitori che hanno realizzato il più alto numero di investimenti (44%), seguiti dagli operatori domestici regionali/pubblci/ istituzionali (34%).

Grafico 34- Focus expansion: trend storico⁸⁹



Passando ad analizzare più nello specifico il segmento delle infrastrutture, notiamo come le operazioni realizzate in questo comparto abbiano rappresentato la seconda modalità di intervento per ammontare investito, pari a 3.041 milioni di Euro (31% del valore complessivo, contro il 13% dell'anno precedente, quando erano stati investiti 659 milioni), grazie ancora una volta alle più volte citate operazioni di dimensioni significative. Il numero di operazioni di questo tipo realizzate nel 2018, invece, è diminuito a 16 rispetto le 24 dell'anno precedente.

Grafico 35- Focus infrastrutture: trend storico



Analizzando, attraverso il grafico 36, il comparto del *buy out*, esso ha attratto il 54% dei capitali complessivamente investiti nel corso del 2018, pari a 5.242 milioni di Euro, in crescita del 52% rispetto ai 3.444 milioni dell'anno precedente.

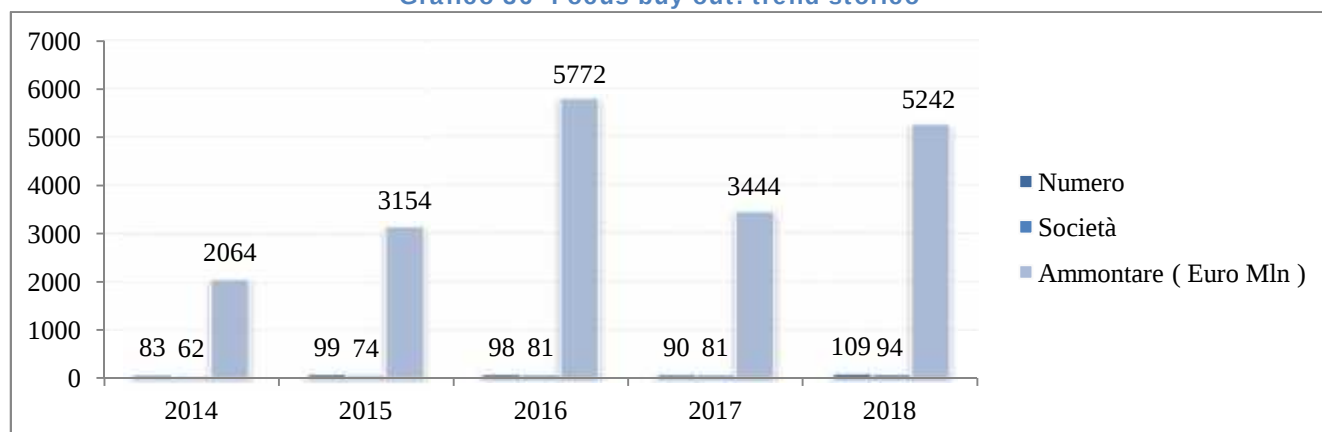
Le operazioni sono state 109, il 21% in più rispetto alle 90 del 2017, prodotte da 94 società. È importante sottolineare che gli investimenti effettuati con un impegno di risorse inferiore ai 15 milioni di Euro, hanno rappresentato il 44% del numero totale (contro il 42% del 2017), mentre è diminuito il peso delle operazioni di ammontare compreso tra 15 e 150 milioni di Euro (47%, contro il 50% dell'anno precedente). I *large e mega deal*, infine, hanno rappresentato il 9% del numero di investimenti realizzati, in lieve aumento rispetto al 2017, circa l'8% in più.

Inoltre, gli operatori domestici privati generalisti risultano essere la categoria che ha realizzato il maggior numero di operazioni, con una quota del 51%, seguite dagli operatori internazionali generalisti (44%) e dai soggetti domestici regionali/pubblci/istituzionali (5%).

⁸⁹ AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

L'ammontare investito in questo segmento risulta essere molto vicino al massimo storico di 5772 milioni di Euro realizzatosi nel 2016, dato che potrebbe essere stato influenzato da accordi di ammontare significativo, mentre il numero di operazioni e di società attive risulta essere il più alto degli ultimi anni.

Grafico 36- Focus buy out: trend storico⁹⁰



Dalla distribuzione geografica degli investimenti riaffiora come, in linea con i dati registrati l'anno precedente, il 92% degli investimenti effettuati ha avuto ad oggetto imprese localizzate nel nostro Paese corrispondente a quasi l'intero ammontare investito nell'anno.

Se si considera la sola attività posta in essere in Italia, il 76% del numero di operazioni ha riguardato aziende localizzate nel Nord Del Paese (in aumento rispetto al 74% del 2017), seguito dal Centro Con il 13% (in diminuzione rispetto al 17% dell'anno precedente), mentre le regioni del Sud e Isole hanno pesato per l'11% (in aumento rispetto al 9% del 2017).

In termini di ammontare, invece, il Nord ha attratto l'83% delle risorse complessivamente investite in Italia, seguito dalle regioni del Centro con il 14%, mentre rimane ancora ridotta al 3% la quota di risorse destinate al Sud Italia.

Percentuali simili le ritroviamo nei due anni precedenti.

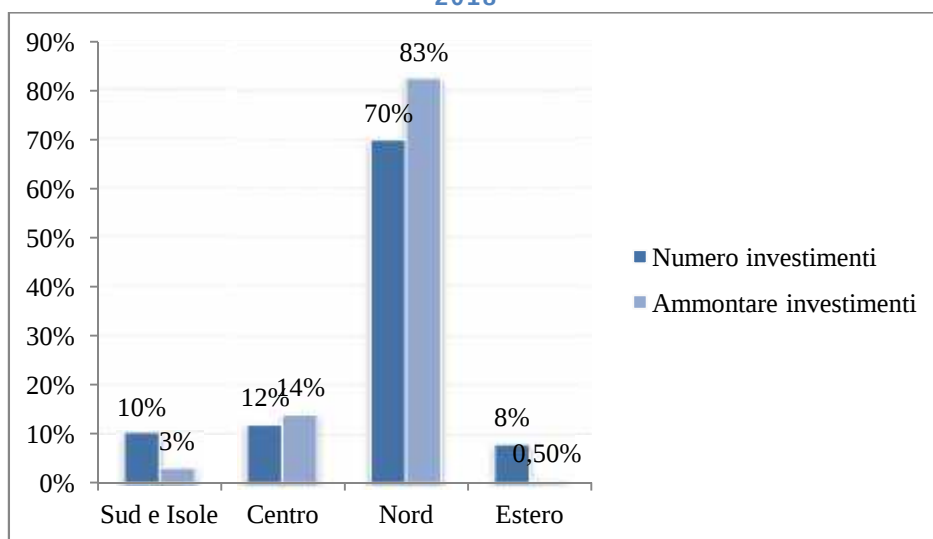
Come da tradizione, inoltre, a livello regionale, si conferma il primato della Lombardia, dove è stato realizzato il 44% del numero totale di operazioni portate a termine in Italia nel corso del 2018 e che ha attratto il 45% delle risorse complessivamente investite.

Infine, è interessante segnalare che le uniche tre regioni in cui non sono state rilevate operazioni di *private equity* e *venture capital* siano Calabria, Molise e Valle D'Aosta.

A questa grave difformità, la Legge di Stabilità 2018 ha cercato di porre rimedio istituendo Italia Venture II - Fondo Imprese Sud, un nuovo strumento di *private equity*, con una dotazione iniziale di centocinquanta milioni di Euro. Lo scopo è di favorire la crescita dimensionale delle PMI del Sud Italia, apportando i capitali necessari a sostenere anche la competitività e l'internazionalizzazione delle imprese meridionali che, in tal modo, possono contribuire al PIL del Paese. Le Regioni le cui imprese potranno beneficiare dei finanziamenti in *private equity* sono: Abruzzo, Basilicata, Calabria, Campania, Molise, Puglia, Sardegna e Sicilia.

⁹⁰ AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

Grafico 37-Distribuzione geografica del numero di investimenti realizzati e dell'ammontare investito nel 2018⁹¹

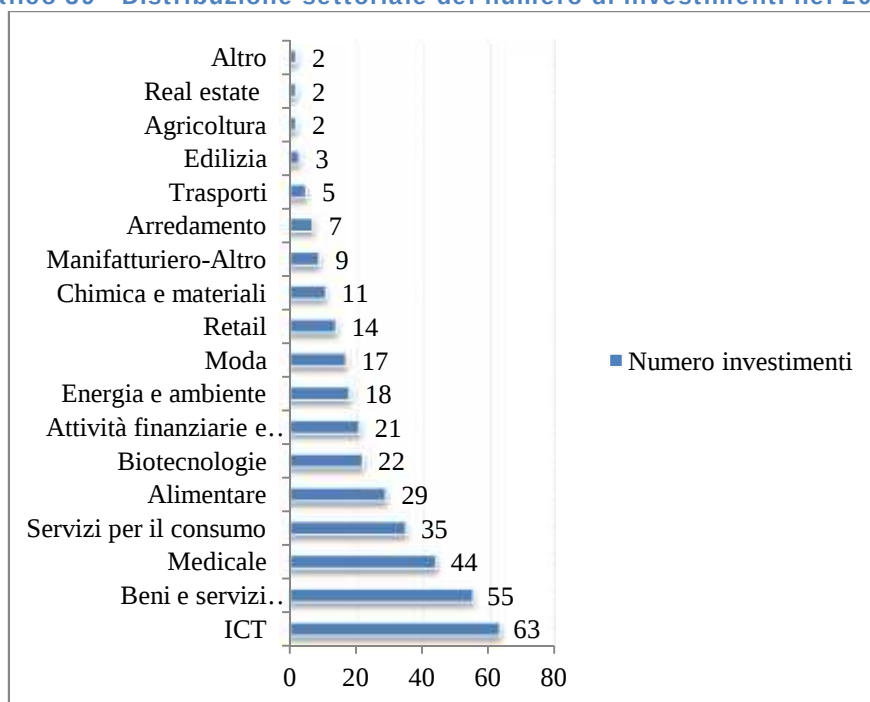


Per concludere analizziamo la distribuzione settoriale delle società oggetto di investimento, rappresentata dal Grafico 38. Il settore dell'ICT (comunicazioni, computer ed elettronica) ha rappresentato il principale target di investimento in termini di numero di operazioni, con una quota del 18%, seguito dal comparto dei beni e servizi industriali, con un peso del 15%, e da quello medicale (12%).

In termini di ammontare, la maggior parte delle risorse investite nell'anno è confluita verso il settore dei trasporti (19% del totale), seguito dall'ICT (con poco meno del 19% del totale) e dal comparto dei beni e servizi industriali (16%).

Per quel che riguarda le imprese attive nei settori ad alta tecnologia, il numero di operazioni realizzate a favore di aziende definite “high tech” si è attestato a 131, con una incidenza sul numero totale di operazioni del 36%. Nel dettaglio, i sottocomparti in cui si evidenzia il maggior numero di operazioni sono quelli del medicale, dell'ICT e delle biotecnologie che, in termini di numero, hanno rappresentato il 70% degli investimenti in imprese high tech effettuati nel corso del 2018.

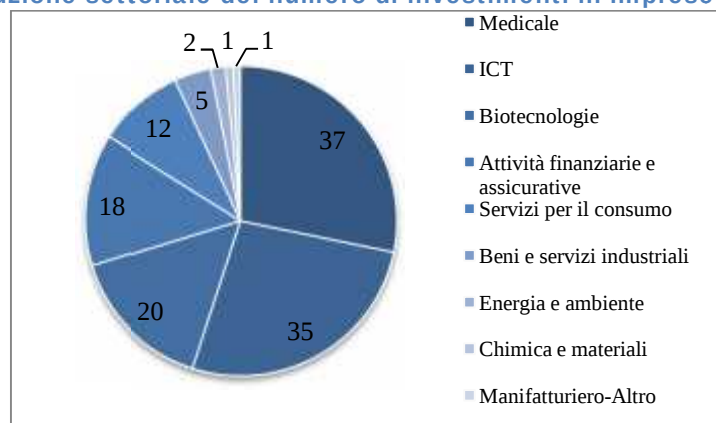
Grafico 39- Distribuzione settoriale del numero di investimenti nel 2018⁹²



⁹¹ AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

⁹² AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

Grafico 40- Distribuzione settoriale del numero di investimenti in imprese high tech nel 2018⁹³

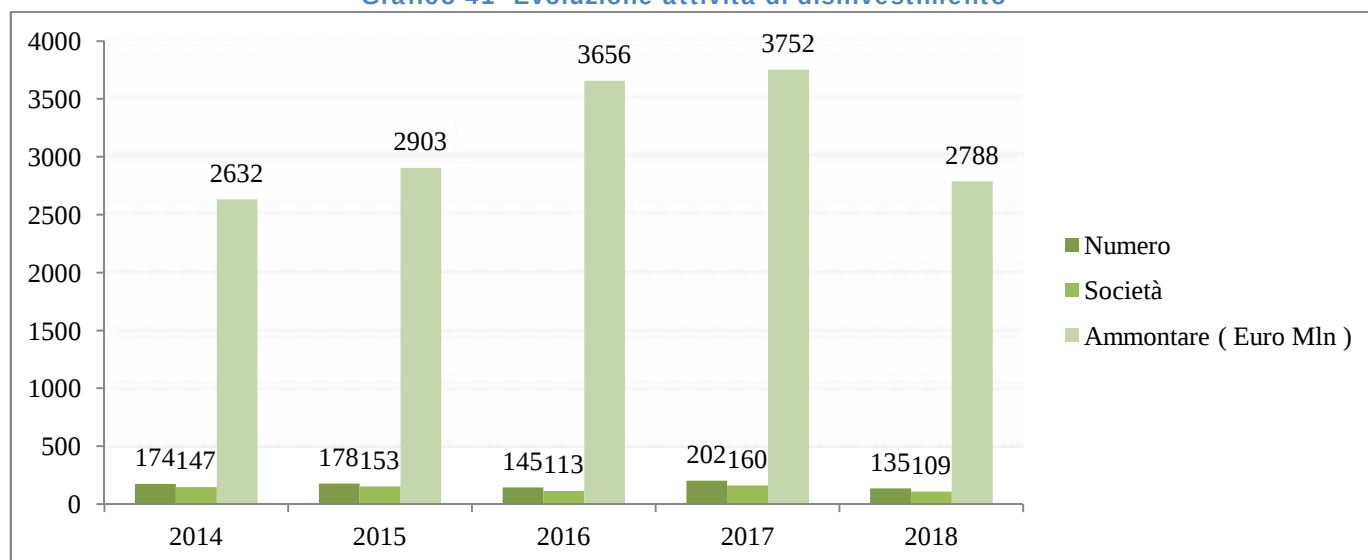


2.2.4) DISINVESTIMENTI

Nel 2018, l'ammontare disinvestito al costo di acquisto delle partecipazioni è stato pari a 2,7 miliardi di euro, in diminuzione del 26% rispetto ai 3,7 miliardi dell'anno precedente. 135 è stato il numero delle dismissioni (con un calo del 33%), in diminuzione rispetto alle 202 *exit* registrate nel 2017.

Il Grafico 41 mostra l'evoluzione dell'attività di investimento negli ultimi 5 anni, ed evidenzia una diminuzione in termini di ammontare, numero e di società che hanno realizzato operazioni di dismissione.

Grafico 41- Evoluzione attività di disinvestimento⁹⁴



Per quanto riguarda la modalità di disinvestimento, lo strumento maggiormente utilizzato per i disinvestimenti, se guardiamo l'ammontare, è la vendita a un altro operatore di *private equity* (1.042 milioni di Euro), con un'incidenza di poco superiore al 37% del totale disinvestito, seguita dalla cessione a soggetti industriali (*trade sale*), con un peso del 23% (634 milioni di Euro).

Se, invece, consideriamo il numero di operazioni (Grafico 43), la vendita a soggetti industriali (*trade sale*) ha rappresentato il canale di uscita preferito dagli operatori con 44 *exit*, 33% del totale, seguita dalla cessione ad un altro operatore di *private equity*, strumento attraverso il quale sono state portate a termine 35 disinvestimenti, che rappresentano 26% del totale.

⁹³ AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

⁹⁴ AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

Queste sopracitate modalità di uscita si sono confermate le preferite dagli operatori di *private equity*. Cala drasticamente la percentuale di dismissioni effettuate tramite IPO che nel 2017 rappresentava il 29% dell'ammontare dismesso (11% nel 2018), mentre nel corso dell'anno analizzato è salita in termini di ammontare la vendita a istituzioni finanziarie/individui privati/*family office*, dal 3% del 2017 al 21% dell'ammontare totale nel 2018, probabilmente a causa di alcune operazioni di significative dimensioni.

Grafico 42- Evoluzione della distribuzione % dell'ammontare disinvestito per tipologia⁹⁵

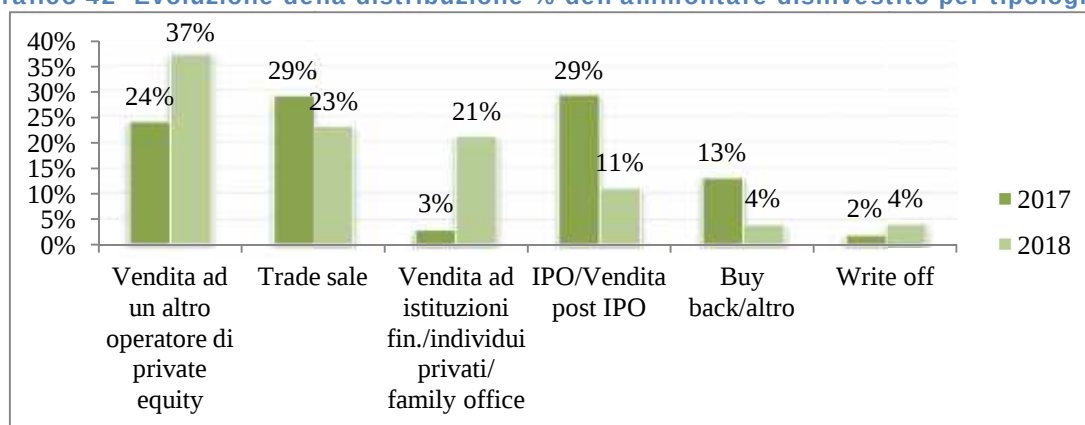
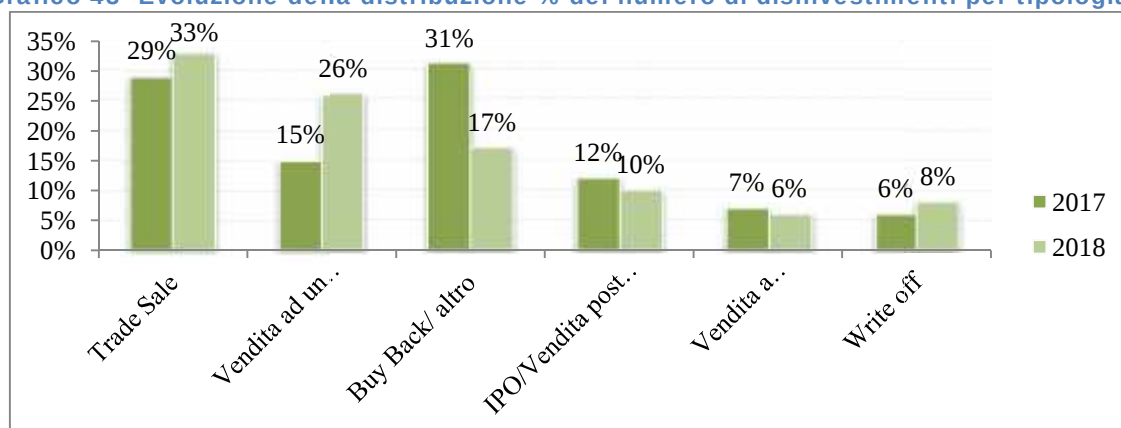
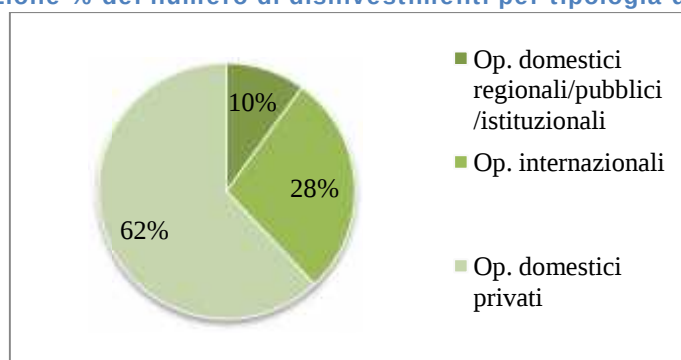


Grafico 43- Evoluzione della distribuzione % del numero di disinvestimenti per tipologia⁹⁶



Il Grafico 44 fa specifico riferimento alla tipologia di operatori di disinvestimento, gli operatori domestici privati sono risultati i più attivi sul fronte delle dismissioni nel corso del 2018, 62% in termini di numero di disinvestimenti, seguiti dagli operatori internazionali con il 28% ed infine dagli operatori domestici regionali/ pubblici/istituzionali con il restante 10%.

Grafico 44- Distribuzione % del numero di disinvestimenti per tipologia di operatore nel 2018⁹⁷



⁹⁵ AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

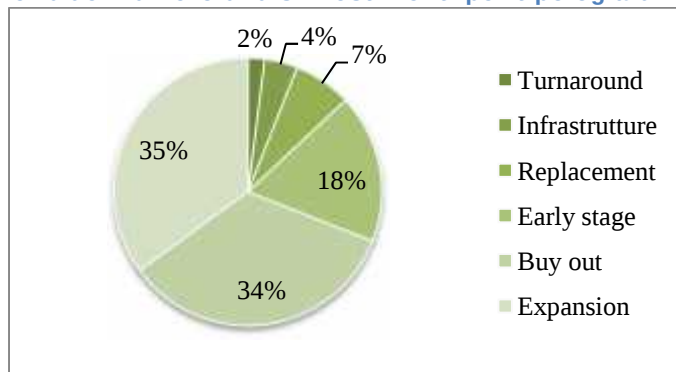
⁹⁶ AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

⁹⁷ AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

In ultima analisi, incrociando il numero di disinvestimenti con la tipologia di investimento originario appare che il maggior numero di dismissioni sia riconducibile ad operazioni di *expansion* (35%), seguite dalle operazioni di *buy out* (34%) e di *early stage* (18%).

Completano il tutto le operazioni di *replacement* (7%), quelle relative alle infrastrutture (4%) e di *turnaround* (2%), come mostrato dal Grafico 45.

Grafico 45- Distribuzione % del numero di disinvestimenti per tipologia di investimento originario⁹⁸



⁹⁸ AIFI, 2018. Rielaborazione propria.

CAPITOLO 3

3.1) LE STRATEGIE DI USCITA

Nei capitoli precedenti si è accennato alle attività che sono svolte nell'ultima fase del *Venture Capital Cycle*, evidenziandone l'importanza e la delicatezza e di come la scelta del *timing* più opportuno per perfezionare il disinvestimento e la definizione della modalità più adatta e/o profittevole di uscita, siano i due aspetti critici che *venture capitalist* e socio imprenditore devono prendere in considerazione e per quanto possibile, concordare sin dalla fase di perfezionamento dell'investimento.

Nel presente capitolo saranno descritte nello specifico le varie tipologie di disinvestimento a disposizione degli operatori ed i fattori che ne influenzano la riuscita e quindi la performance dell'investimento stesso.

Ricordiamo che le principali modalità di cessione della partecipazione dell'investitore sono:

- Cessione delle azioni al pubblico dei risparmiatori: nell'ambito sia ad un'offerta pubblica iniziale, sia effettuata quando l'impresa è già quotata e sia trascorso un periodo di tempo minimo dalla quotazione, chiamato *lock-up period*;
- *Trade sale*: vendita della partecipazione a un operatore industriale;
- *Secondary buy-out*: la cessione a un altro operatore di *private equity*;
- *Buy back*: il riacquisto della partecipazione da parte del socio imprenditore, rimasto con quote di minoranza, nella compagine azionaria, per tutta la durata dell'operazione;
- *Write off*: la svalutazione, parziale o totale, del valore della partecipazione in seguito a perdita di valore della stessa, non correlata ad un atto di cessione.

Quest'ultima *way out* è tradizionalmente ricompresa all'interno dell'attività di disinvestimento, poiché provoca, al pari delle vere e proprie dismissioni, la riduzione o la totale scomparsa della specifica voce di attivo all'interno del bilancio del soggetto investitore. Inoltre in Italia, come da analisi effettuata nel secondo capitolo, la *trade sale* e il *secondary buy out* sono le modalità di disinvestimento più utilizzate, sia in termini di ammontare che di numero.

Come già ampiamente accennato, seppur la scelta dell'opzione di disinvestimento da seguire venga già indicativamente concordata al momento della negoziazione dell'investimento, essa dipende da una serie di fattori connessi alla tipologia dell'impresa target, quali il settore di riferimento, la dimensione, la fase del ciclo di vita che sta attraversando, l'area geografica e, soprattutto, i risultati raggiunti attraverso il lavoro comune del *venture capitalist* e del socio imprenditore.

Nella scelta del canale di disinvestimento, l'investitore dovrà considerare la fase attraversata dal mercato borsistico, nel caso intenda promuovere la quotazione dell'impresa e quella che caratterizza il mercato delle operazioni di M&A, nel caso in cui intenda avvalersi delle opzioni che prevedono il trasferimento della partecipazione mediante *trade sale* o *secondary buy-out*.

Per quanto riguarda gli approcci seguiti dagli investitori nella programmazione del disinvestimento, uno studio statunitense⁹⁹ individua, secondo l'importanza che la pianificazione del disinvestimento riveste nel momento in cui la decisione d'investimento è presa e dell'importanza dell'attività del management della società nella scelta della modalità di dismissione, due diversi modelli: *path sketcher* e *opportunistic*.

Nel modello *path sketcher*, le modalità di uscita non sono pianificate in dettaglio, ma si cerca di fare in modo che il disinvestimento sia il più profittevole possibile, mentre in quello *opportunistic* l'investitore ripone fiducia nelle capacità del management di valorizzare l'impresa e, quindi, le sue analisi, circa l'identificazione delle possibili forme di *exit*, non influiscono nella scelta se compiere o meno l'operazione d'investimento e sui relativi termini e condizioni.

⁹⁹ Relander, Syrjanen, Miettinen. Analysis of the trade sale as a venture capital exit route, Realizing Investment Value. London: Pitman Publishing, 1994.

Un altro studio, condotto da Wall e Smith¹⁰⁰, identifica due categorie di investitori ben distinte, con riguardo all'approccio adottato dagli stessi nei confronti del processo di disinvestimento. La prima tipologia di investitori prende il nome di *pro-active investor* e comprende tutti quei *venture capitalist* che prediligono acquistare partecipazioni di maggioranza, cercando di valorizzare al massimo l'impresa. Questa categoria di investitore, nella maggior parte dei casi, disegna, già dal momento della negoziazione dell'investimento e dell'implementazione dello stesso, le possibili scelte di uscita e punta a massimizzare l'IRR ottenibile.

La seconda categoria invece prende il nome di *passive investor* e risulta essere diametralmente opposta rispetto alla prima tipologia menzionata. Infatti, questo soggetto è associato al mero investitore, il quale acquista tipicamente quote di minoranza nell'impresa ed è poco coinvolto nella gestione dell'impresa e che non ha come scopo finale la realizzazione di alti tassi interni di rendimento. Questo investitore trova il suo guadagno nei dividendi annuali distribuiti dall'impresa, motivo per cui il suo orizzonte temporale è più lungo degli investitori attivi. L'*exit* generalmente scelta da questa seconda figura è quella del *buy back*, in altre parole il riacquisto della partecipazione da parte del management e degli altri soci, che permette di riottenere la somma investita nel migliore dei casi.

Gli autori, inoltre, sulla base della loro ricerca, individuano le più frequenti cause di fallimento o di problemi che si riferiscono alla fase di disinvestimento, che sono:

- La mancata appetibilità della società agli occhi del mercato borsistico;
- Il poco interesse da parte degli investitori istituzionali verso i titoli della società nell'ambito di un'operazione di quotazione;
- Un limitato interesse da parte di potenziali acquirenti industriali nell'ambito di una operazione di *trade sale*;
- La scarsa collaborazione tra investitore e socio imprenditore;
- La presenza di criticità emerse nel processo di *due diligence*;
- Il conseguimento di risultati non soddisfacenti.

Con riferimento ai possibili problemi in sede di disinvestimento è opportuno rilevare come sulla buona riuscita di questa fase incidano tutte le attività svolte durante le fasi precedenti, quali gli sforzi profusi nella negoziazione dell'investimento, la continua condivisione del percorso di crescita e sviluppo dell'impresa e la stretta cooperazione tra *venture capitalist* e socio imprenditore, tutti elementi imprescindibili per la realizzazione di un disinvestimento profittevole.

Eventuali rischi di natura sistemica, come per esempio lo stato dell'economia nazionale e l'andamento dei mercati azionari al tempo del probabile disinvestimento, non potendo essere previsti *ex ante*, con l'adozioni di adeguate e piene protezioni contrattuali, restano da affrontare in prossimità del disinvestimento.

3.1.1) *TRADE SALE*

La modalità più utilizzata dagli investitori istituzionali per dismettere la propria partecipazione, sia in Europa che in Italia, è rappresentata dalla cessione delle quote della partecipata ad altre imprese.

La differenza principale tra quotazione in borsa e *trade sale* è che quest'ultima presenta particolari criticità di natura gestionale e relazionale, soprattutto con riferimento al rapporto tra socio imprenditore e investitore. Questa modalità di disinvestimento deve, infatti, essere condivisa con il socio imprenditore, il quale dovrà rapportarsi e cooperare con nuovi soci e dovrà sottostare a nuove politiche societarie e gestionali, che l'acquirente al momento della dismissione vorrà adottare. L'investitore è un socio di medio - lungo periodo con il quale il *management team* ha instaurato negli anni un rapporto di fiducia. L'ingresso di un nuovo

¹⁰⁰ Wall, J., and Smith, J., Better Exits, Brussels: Price Waterhouse Corporate Finance and EVCA, 1997.

soggetto industriale potrebbe provocare uno sconvolgimento nella strategia e nel clima aziendale, con interferenze tanto maggiori quanto maggiore è la quota di capitale ceduta.

La procedura della cessione di partecipazione ad altre imprese può avvenire in due modi: attraverso una trattativa privata o mediante un processo d'asta, prassi sempre più diffusa nei mercati maggiormente sofisticati.

Nel caso di trattativa privata, l'imprenditore cerca direttamente e individua, attraverso il suo network o avvalendosi di *advisors* esterni, i potenziali acquirenti con i quali avviare una trattativa. L'imprenditore dovrà fornire tutti i dati della società all'acquirente, cui è consentito compiere anche dei controlli e una *due diligence* più approfondita sull'impresa, per metterlo in condizione, con una maggior qualità e quantità d'informazioni, di eseguire una valutazione veritiera del valore della stessa e formulare, qualora l'interesse sia confermato, un'offerta vincolante. A quel punto inizieranno le trattative, che nella maggior parte delle occasioni ed eccetto rare situazioni di "*deal break*", condurranno alla chiusura della trattativa in termini relativamente brevi.

La seconda tipologia di *trade sale*, cioè la dismissione della partecipazione attraverso asta competitiva, è sempre più utilizzata dagli operatori di *private equity* e *venture capital*, perché mette in competizione una pluralità di soggetti potenzialmente interessati all'azienda, ponendo le basi per un possibile aumento dei prezzi delle partecipazioni, e, quindi, per il conseguimento di un ritorno economico maggiormente remunerativo.

Anche in questa seconda ipotesi, il primo *step* per la cessione dell'azienda, sarà fatto dal *venture capitalist*, che dovrà formulare un *book* di soggetti interessati all'acquisizione, ancora una volta con la possibilità di avvalersi di *advisors* esterni, ai quali sarà consegnato un iniziale documento informativo, così da verificare il loro reale interesse nell'effettuare l'operazione.

In seguito, per i soggetti che abbiano manifestato un interesse preliminare, sarà predisposto un ulteriore e più completo documento informativo, denominato "*information nota*", contenente dati e informazioni aggiuntive e più dettagliate sulla società oggetto di vendita, in base al quale gli effettivi interessati potranno redigere un'offerta non vincolante, contenente le intenzioni in termini di prezzo e di struttura dell'operazione.

A seguito dell'analisi dell'insieme di offerte pervenute al *venture capitalist* e ai suoi *advisors*, sono selezionati i concorrenti per i quali si predispone tutta la documentazione necessaria per la realizzazione di un'adeguata e approfondita *due diligence*, al termine della quale, i soggetti ancora interessati invieranno l'offerta vincolante. All'esito dell'esame delle offerte, sarà selezionato il potenziale acquirente con cui avviare la negoziazione e firmare il contratto di compravendita di partecipazione, quindi, terminare l'operazione.

Riguardo alle problematiche inerenti al rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore, va rilevato che la riuscita efficace e in tempi brevi di questo tipo di operazione, si basa sulla collaborazione, ancora una volta, degli stessi e per questo, nella prassi, sono di norma previste e concordate, al momento dell'investimento, alcune clausole contrattuali che favoriscono l'interazione tra i due soggetti¹⁰¹. Il *Tag alone right* (diritto di co-vendita) consente, ad esempio, al socio imprenditore di prendere parte a tutte le offerte pervenute all'investitore, con il diritto di cedere anche la sua quota di impresa alle medesime condizioni, così da non essere obbligato a collaborare con la nuova proprietà.

Una seconda tipologia di clausola, invece, detta *Drag alone right* (obbligo di co-vendita), interviene nel caso in cui l'imprenditore rifiuti una proposta di acquisto e permette al *venture capitalist* di cercare un potenziale acquirente dell'intero capitale sociale dell'impresa, obbligando l'imprenditore a vendere la sua quota di partecipazione¹⁰².

¹⁰¹ Cumming, D., Contracts and exits in venture capital finance. The Review of Financial Studies, 2008, 21(5), 1947-1982.

¹⁰² Divizia, P., Le clausole di tag e drag along. IPSOA, 2013.

Un elemento molto importante, che si lega alla così marcata diffusione di questa metodologia di disinvestimento, è attribuibile alla tecnologia presente nelle imprese da un fondo di *venture capital*. L'elevata componente tecnologica delle imprese target può influenzare la volontà dei potenziali acquirenti, spingendoli a comprare le partecipazioni dell'investitore, proprio per appropriarsi e acquisire la tecnologia sviluppata da tale impresa¹⁰³.

Per quanto riguarda i vantaggi associati alle operazioni di *trade sale*, essi sono riferibili:

- alla possibilità che gli acquirenti siano disposti a pagare un prezzo elevato, anche in considerazione della tecnologia posseduta dalla società target e della sua rilevanza strategica;
- alla possibilità per il *venture capitalist* di liquidare prontamente l'intera partecipazione, senza incorrere in clausole di *lock up* proprie della dismissione tramite quotazione;
- alla velocità dell'operazione e al ridotto sforzo economico, necessario per la sua realizzazione.

Mentre gli svantaggi sono:

- la possibilità che il socio imprenditore e/o il management dell'impresa siano avversi all'operazione;
- la possibilità che non vi siano operatori industriali interessati all'acquisizione;
- l'eventualità che le richieste degli acquirenti, in termini di garanzie, siano difficilmente perseguibili, o ritenute inaccettabili dagli investitori istituzionali.

3.1.2) SECONDARY BUY OUT

Negli ultimi anni, la modalità di disinvestimento del *secondare Buy out* ha rappresentato una tipologia di *way out* in progressiva diffusione, ciò anche a causa della crisi finanziaria globale, che ha reso più difficili le operazioni di *trade sale* e le procedure di quotazione su un mercato regolamentato, effettivamente realizzabili solo da alcune imprese e in alcuni paesi. Nel 2018, come illustrato nel precedente capitolo, la vendita a un altro operatore di *private equity* è stata la tipologia di dismissione più utilizzata in termini di ammontare, mentre è risultata seconda solo alla *trade sale* in termini di numero di operazioni effettuate, dati che confermano come sia diventata sempre più una concreta alternativa alle due principali modalità di cessione¹⁰⁴.

Come per le altre tipologie, vanno prese in considerazione le differenze che si riferiscono alla cessione di una partecipazione di minoranza e quella della vendita della totalità dell'impresa o di un pacchetto di maggioranza. Nel primo caso siamo di fronte ad un'operazione detta di *replacement*, situazione in cui nuovi soci subentrano nella compagine societaria, prendendo il posto di uno, o più soci, non più interessati a proseguire l'attività imprenditoriale o di *turnaround financing*, che si verifica nel caso in cui l'imprenditore, specializzato in un tipo di operazione, ritenga di aver concluso il suo percorso all'interno dell'azienda e intenda dismettere la propria partecipazione. Più in generale, la necessità di dismissione può essere riferita alla maturazione del business e di conseguenza, alla necessità per l'impresa di essere sostenuta nelle nuove fasi da un nuovo investitore, con maggiore esperienza rispetto agli investimenti, in imprese in fasi avanzate del ciclo di vita.

Le operazioni di *secondary buy out* che hanno a oggetto la vendita di un pacchetto di minoranza non sono generalmente percepite dagli investitori come la soluzione maggiormente profittevole. Questo tipo di operazioni, infatti, difficilmente contribuisce alla creazione di vantaggi strategici per il fondo acquirente, che, quindi, spinto dall'unico interesse di realizzare un profitto vendendo, in un secondo momento, la sua quota partecipativa, tenderà a giocare a ribasso nell'intento di acquistare al minor prezzo possibile.

¹⁰³ Relander, Syrjanen, Miettinen. Analysis of the trade sale as a venture capital exit route, Realizing Investment Value. London: Pitman Publishing, 1994.

¹⁰⁴ Lykken, A., Secondary Buyouts — The Ins and Outs. PitchBook Platform, 2014.

Nell' ipotesi in cui l'operazione di vendita ad un altro operatore di *private equity* riguardi la cessione di un pacchetto di maggioranza nella società partecipata, questa avrà caratteristiche molto simili al *trade sale*, in quanto garantirà l'ottenimento del medesimo potere gestione all'interno dell'impresa. L'unica ma sostanziale differenza è rappresentata dalla tipologia di acquirente, che in questo caso sarà un altro investitore e non un acquirente di matrice industriale.

In questo caso, da un lato il *venture capitalist* è intenzionato a vendere la propria partecipazione nella convinzione che l'impresa abbia raggiunto un adeguato grado di sviluppo e dall'altro l'acquirente è interessato a portare a termine l'operazione, consapevole che la stessa abbia ulteriori margini di crescita e sviluppo tali, da consentirgli di ottenere un profitto nel medio-lungo periodo.

Questa tipologia di dismissione è strutturata sulla falsariga dell'operazione di investimento/acquisizione operata dal *venture capitalist* e la presenza nelle contrattazioni di due investitori istituzionali, che conoscono l'uno le esigenze dell'altro, rende quasi nulla l'asimmetria informativa e porta a trattative particolarmente serrate e rapide.

Il *secondary buy out* è una modalità sempre più utilizzata data la rapidità e i bassi costi di perfezionamento dell'operazione, ma soprattutto poiché viene tutelato il proseguo del ciclo di business dell'impresa, con l'inserimento nella compagine di un operatore altrettanto esperto, che permette l'allineamento degli interessi dell'investitore e del socio imprenditore. Gli svantaggi legati ad essa, invece, sono riconducibili al minor ritorno economico ottenibile dal *venture capitalist*, rispetto ad altre tipologie di disinvestimento.

3.1.3) *BUY BACK*

Il *buy back* consiste nel riacquisto della partecipazione dell'investitore da parte del socio imprenditore. Tale ipotesi può essere utilizzata nella circostanza in cui l'investimento da parte del *venture capitalist* non abbia prodotto i risultati sperati e, pertanto, l'impresa non risulta appetibile per il mercato.

Tale modalità di disinvestimento rappresenta, infatti, un caso limite, realizzabile qualora non siano disponibili altre *way out* profittevoli, a causa del possibile insuccesso dell'operazione di investimento e del processo di sviluppo della società o del fallimento di una trattativa d'acquisto o nel caso in cui la prosecuzione dell'investimento risulti inficiata e resa impraticabile da dissidi profondi tra le due categorie di soci e quindi, nella circostanza in cui al *venture capitalist* non resti altro che cedere la propria quota allo stesso socio imprenditore.

Il *buy back* è una delle peggiori *exit strategies* per il *venture capitalist* in termini di rendimento, che risulta influenzato negativamente dalla posizione di forza del socio imprenditore e dalla mancanza di competizione durante la fase di cessione della partecipazione.

Questa tipologia di uscita, nella maggior parte dei casi, viene concordata sin dalle fasi di investimento nei patti parasociali, attraverso l'attribuzione di un'opzione *put* a favore dell'investitore, che attribuisce a quest'ultimo il diritto di procedere alla cessione della partecipazione entro un dato periodo e/o raggiunti o meno determinati obiettivi: ossia al ricorrere di determinate circostanze, a fronte della corresponsione di un prezzo determinato, consentendo di recuperare almeno parzialmente le somme investite nell'impresa.

In questo caso il socio imprenditore sarà obbligato a comprare l'intera partecipazione dell'investitore, ipotesi che, indubbiamente, implica un considerevole impegno finanziario, con il rischio anche dell'indebitamento.

In alternativa all'opzione *put* si può predisporre una opzione *call* a favore del socio imprenditore, che consenta a quest'ultimo di riservarsi il diritto di acquistare dal socio imprenditore (che avrà il corrispondente obbligo di vendere) le partecipazioni da questo detenute, al verificarsi di determinate circostanze.

Si tratta, senza dubbio, di una tipologia di disinvestimento molto particolare, la cui negoziazione richiede considerevoli sforzi da entrambe le parti, la cui trattazione a livello contrattuale risulta molto delicata, poiché presupporrebbe la fissazione di un prezzo di vendita al momento dell'investimento molto difficile da

effettuare a causa dei diversi interessi delle parti (l'una vorrà ottenere un rendimento massimo e l'altra vorrà pagare il meno possibile) e che potrebbe non rispecchiare il valore dell'impresa al momento della decisione di dismissione¹⁰⁵.

Il *buy back*, pur sembrando costituire l'*extrema ratio* cui rifugiarsi per l'investitore nel caso in cui non siano realizzabili altre tipologie di uscita e che non consente a quest'ultimo di ottenere il ritorno economico auspicato, risulta, tuttavia, un buon metodo per disinvestire in tempi relativamente rapidi e con costi di gestione pressoché nulli.

3.1.4) WRITE OFF

Un'altra delle modalità in cui si può sostanziare il disinvestimento del *venture capitalist* è il *write off* del valore della partecipazione nella società finanziata. Questa non è considerata una vera e propria *way out*, poichè non si traduce in un'effettiva cessione della partecipazione, ma è ricompresa all'interno delle tipologie di dismissione dell'investimento in quanto provoca, al pari delle altre, la conclusione, di fatto, dell'investimento.

Con il *write off*, l'investitore, ammettendo il fallimento ottenuto nel processo di valorizzazione dell'impresa, opera una svalutazione, parziale (*write off* parziale), o totale (*write off* totale), del valore della partecipazione nel bilancio dell'impresa a seguito della sua perdita di valore.

3.1.5) QUOTAZIONE SUL MERCATO REGOLAMENTATO

Borsa Italiana definisce l'offerta pubblica iniziale come “*lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (la c.d. creazione del flottante), che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato*”¹⁰⁶.

La quotazione dei titoli della società su un mercato regolamentato rappresenta senza dubbio la più prestigiosa via di dismissione della partecipazione da parte di un *venture capitalist*. Questo alla luce non solo dei maggiori vantaggi economici perseguibili, ma soprattutto dei vantaggi in termini di reputazione che apporta un efficace quotazione. Come detto, infatti, la reputazione del *venture capitalist* ed un *track record* di successo, costituiscono un valido segnale delle sue capacità in sede di raccolta di capitale e consentono allo stesso di godere di maggiore fiducia e considerazione da parte dell'ambiente finanziario.

In questo senso, la quotazione rappresenta la *way out* più ambita, anche e soprattutto a causa della difficoltà di realizzazione. Infatti, per imprese di piccola dimensione e operanti nelle prime fasi del ciclo di vita come quelle target dei fondi di *venture capital*, l'ammissione ad un mercato regolamentato non costituisce un processo semplice, ma rappresenta una possibilità che potrà realizzarsi solo nel medio-lungo periodo, quando l'impresa avrà raggiunto un notevole grado di sviluppo.

Il lancio di una IPO viene identificato, in ambito finanziario, con il termine “*go public*”, infatti se prima la società è considerata privata, con un numero relativamente piccolo di azionisti e costituiti principalmente dagli investitori iniziali, quali, ad esempio, i fondatori e le loro famiglie, e investitori professionali (come *business angels* e *venture capitalists*), al momento dell'offerta il pubblico, costituito qualsiasi investitore individuale o istituzionale che non sia stato coinvolto nelle fasi iniziali della società e che è interessato ad acquistare azioni della società, entra a far parte del contesto societario. Finché le azioni di una società non vengono offerte al pubblico, il pubblico non è in grado di investire in essa, o meglio è possibile

¹⁰⁵ Wall, J., and Smith, J., *Better Exits*, Brussels: Price Waterhouse Corporate Finance and EVCA, 1997.

¹⁰⁶ Glossario Borsa Italiana - Offerta pubblica iniziale (IPO).

potenzialmente trattare con la società privata per investire, ma questa non ha l'obbligo della vendita, mentre le aziende pubbliche devono aver venduto almeno parte delle azioni per essere ammesse alla quotazione.

L'ammissione al mercato dei capitali comporta, sia per il *venture capitalist* che per il socio imprenditore, vantaggi e svantaggi. L'imprenditore può, infatti, potrebbe trarre beneficio dalla liquidità dei titoli rappresentativi della partecipazione nella società finanziata, che gli permetterebbe di smobilizzare la propria partecipazione al capitale azionario in modo graduale, d'altro canto però, il processo che porta alla quotazione su un mercato regolamentato risulta molto oneroso, sia in termini economici, sia riguardo al dispendio di attività organizzativa e gestionale, necessari per intraprendere questa strada, che presuppone una programmazione costante e una gestione imprenditoriale pienamente conforme alle normative¹⁰⁷.

In questo senso, l'impresa sarà necessariamente sottoposta a numerosi e stringenti controlli da parte delle autorità di controllo dei mercati finanziari, tal volta invasivi, che uniti ai costi precedentemente menzionati, potrebbero creare discordie nel rapporto tra imprenditore e investitore tali da rischiare di compromettere l'esito dell'intero processo.

I principali vantaggi per l'investitore, associati alla dismissione tramite offerta pubblica iniziale sono riconducibili, in primo luogo, alla possibilità di ottenere dal disinvestimento un più alto ritorno economico, ed in secondo luogo, la maggiore collaborazione ottenibile dal *management team*, data l'importanza reputazionale ed economica della quotazione in borsa. Senza contare l'ulteriore profitto, in un momento successivo alla quotazione, conseguibile grazie all'eventuale incremento del valore delle azioni della società. Per la società, invece, l'ingresso nel mercato dei capitali comporta, ad esempio, l'ottenimento di nuovi finanziamenti per la crescita, la maggiore facilità di accesso al credito bancario, il miglioramento dell'immagine della società agli occhi del pubblico o la creazione di una base azionaria dispersa, maggiormente legata alla diversificazione e alla condivisione dei rischi.

I limiti associati al processo di quotazione sono attribuibili all'onerosità dell'operazione, rispetto alle altre tipologie di dismissione, alla presenza di clausole di *lock-up* che non permettono la cessione immediata dell'intera partecipazione detenuta, alla necessità di richiamare un grande numero di sottoscrittori, affinché il processo possa dare gli esiti sperati, ma soprattutto allo scarso sviluppo del mercato dei capitali di rischio in Europa, che riduce la quotazione più ad una possibilità teorica che pratica, specialmente per imprese di piccole dimensioni¹⁰⁸.

La presenza nella proprietà di un socio istituzionale può attenuare gli effetti negativi del processo di ammissione al mercato dei capitali e facilitarne l'ingresso. Infatti, le regole di trasparenza, di revisione dei bilanci, di predisposizione reportistica periodica ed in generale tutti gli adempimenti formali richiesti dalle autorità di vigilanza, in sede di apertura al mercato, non sono altro che un'estensione dei principi di corporate *governance* e di *best practice* nella gestione, oggetto di formulazione all'interno dei patti parasociali, richieste dal *venture capitalist* al momento dell'investimento. In questo senso, il socio imprenditore e il management della società risultano in qualche modo preparati alle stringenti imposizioni regolamentari e predisposti nell'affrontare nel migliore dei modi l'eventuale quotazione.

3.1.6) PROCESSO PER ESEGUIRE UNA IPO

Una qualunque impresa interessata a portare a termine una offerta pubblica iniziale deve seguire alcune procedure necessarie, affinché questa vada a buon fine.

¹⁰⁷ Biscaro, Q., La Quotazione di una PMI: Costi, Benefici ed Effetti sulla Struttura EconomicoFinanziaria dell'Azienda, 1999.

¹⁰⁸ Wall, J., and Smith, J., Better Exits, Brussels: Price Waterhouse Corporate Finance and EVCA, 1997.

La prima fase è quella in cui l'impresa, affiancata da un consulente strategico, decide di quotarsi e, pertanto, determina le modalità dell'offerta, quante azioni offrire, i tempi di quotazione e l'intervallo indicativo di riferimento del prezzo di offerta dei titoli.

Successivamente dovrà individuare un intermediario, che la consigli in merito alla fattibilità dell'offerta e che fornisca tutti i dati e le informazioni necessari, agendo da coordinatore globale dell'offerta, mantenendo contatti diretti tra azienda e investitori istituzionali potenzialmente interessati ad acquistare titoli, preoccupandosi di valutare l'impresa e di promuovere l'IPO nel ruolo di sponsor e certificando per l'impresa i requisiti di ammissione alla quotazione.

Il passo successivo è quello della sottoscrizione, fase in cui una banca d'affari (chiamata sottoscrittore o collocatore) viene incaricata a collocare sul mercato, sia sul *retail* che sul segmento istituzionale, i titoli oggetto di quotazione, in qualità di intermediario tra imprese emittente e pubblico, per supportare la società a vendere le proprie azioni.

È possibile sottoscrivere diversi accordi, i più utilizzati sono l'accordo totale: in cui la banca si impegna ad acquistare la totalità dei titoli offerti che successivamente rivenderà agli investitori; l'accordo di massima diligenza: accordo in cui non viene garantito un importo, ma il sottoscrittore si impegna a vendere le azioni secondo il principio di diligenza professionale; il sindacato di sottoscrittori: quando l'offerta pubblica è gestita da un consorzio di sottoscrittori, ciascuno tenuto a vendere una parte dei titoli soggetti a offerta pubblica iniziale, utilizzato quando la banca d'affari leader vuole diversificare il rischio di un'IPO attraverso il coinvolgimento di altre banche.

L'emittente è tenuto a pagare tutte le spese affrontate dalla banca nel caso in cui venisse ritirata la quotazione (clausola di rimborso) e la banca sottoscrittrice può acquistare i titoli a sconto, tale differenza tra prezzo di acquisto dall'emittente e il prezzo di vendita sul mercato costituisce la commissione, che ripaga il servizio offerto dalla banca d'affari.

Successivamente, una volta deciso, attraverso una serie di valutazioni economico-finanziarie e di comparazione con aziende quotate dello stesso settore, l'intervallo preliminare di prezzo dell'offerta giudicato equo dall'impresa e dagli intermediari, viene pubblicato il Prospetto Informativo, contenente informazioni dettagliate riguardanti le modalità dell'offerta, i principali dati contabili dell'impresa, stime, rischi ed opportunità dell'investimento, ma anche gli intervalli di valorizzazione della società e una relazione sulle strategie e prospettive future del business.

Contestualmente alla pubblicazione del prospetto informativo avviene la partenza del road show, ovvero una serie di incontri con la comunità finanziaria organizzati dal coordinatore per presentare l'IPO e raccogliere le adesioni degli investitori istituzionali (*book building*). Questa serie di offerte fornisce all'emittente e ai collocatori i dati utili alla pubblicazione del prezzo massimo d'offerta. Tuttavia, quasi sempre, il prezzo finale dell'offerta viene deciso alla chiusura dell'offerta pubblica, appena prima della quotazione in Borsa.

Infine, qualche giorno dopo l'impresa fa il suo esordio sul mercato dei capitali.

L'offerta pubblica iniziale è una delle operazioni finanziarie più complicate e onerose da affrontare per un'azienda. L'IPO può essere portata a termine utilizzando differenti metodologie. Per metodologia di offerta pubblica iniziale si intendono le procedure e le regole che la società promotrice dell'offerta e gli intermediari che l'affiancano, devono osservare per vendere i titoli agli investitori. Le diverse metodologie eseguibili sono praticamente infinite e ciascuna di esse genera un risultato eterogeneo sull'esito finale dell'operazione. Le metodologie si contraddistinguono, in particolare, per le modalità con cui si determina il prezzo di collocamento dei titoli azionari e per il modo in cui questi ultimi vengono collocati presso gli investitori che ne hanno fatto domanda.

Le tipologie di collocamento possono essere tre: offerta a prezzo fisso, asta e *book building*. La metodologia più frequentemente adoperata è il *book building*, in cui un *global coordinator* redige un book contenente tutti gli ordini di acquisto, relativi al limite di prezzo dichiarato dall'ordinante (espresso in controvalore o in

numero di azioni), degli investitori istituzionali e li raccoglie in base al prezzo, alla dimensione o alla precedenza temporale. Successivamente, si traccia una curva da cui si ricava la forchetta di prezzo dell'offerta pubblica attraverso l'esame del *book*, considerando, quindi, le domande di sottoscrizione degli investitori e tenendo conto delle condizioni di mercato.

Quando un'impresa non quotata decide di approdare in borsa, di solito lo fa supportata da un *advisor* strategico, che assiste la società nella fase di scelta dei soggetti che intervengono nell'operazione (il *global coordinator*, lo *specialist* ecc.) e in generale in tutto lo svolgimento dell'operazione.

Il processo di quotazione, come è evidente, comporta considerevoli costi, sostenuti dall'impresa non solo al momento della quotazione, ma anche in via continuativa negli anni successivi.

I costi diretti di quotazione sono relativi alle consulenze legali e strategiche fornite dai consulenti, alle pratiche amministrative (possibili modifiche statutarie), ai costi di certificazione dei bilanci, di redazione della documentazione richiesta dalle autorità di vigilanza, il costo di *underpricing* , come accennato, che si incontra cedendo azioni ad un valore inferiore rispetto a quello riconosciuto dal mercato, i costi di promozione dell'offerta, di diffusione del prospetto informativo e il compenso per l'intermediario che garantisce l'offerta (sottoscrittore).

I costi indiretti riferibili all'operazione di quotazione sono quelli indotti dallo status di impresa quotata. La quotazione, in primo luogo, presuppone che sia istituito un servizio di *investor relation*, incaricato di fornire dettagliata e regolare informativa alla comunità finanziaria e al mercato. I costi indiretti, inoltre, sono relativi ai costi di revisione contabile, delle commissioni periodiche da corrispondere a Consob e Borsa Italiana, di funzionamento della mutata struttura organizzativa, di comunicazione continua e di pubblicazione dei report periodici¹⁰⁹.

Un'importante implicazione da rilevare è relativa agli interessi dei nuovi investitori che acquistano i titoli di una società quotata. Essi sono per lo più interessati, non tanto al successo di lungo periodo dell'impresa, quanto piuttosto al rendimento che essa è in grado di realizzare nel breve-medio periodo sul capitale da loro investito e questo potrebbe scoraggiare la messa in atto di investimenti che garantiscono rendimenti solo nel lungo periodo (ad esempio quelli di ricerca e sviluppo), poiché questi implicherebbe una riduzione, nell'immediato, dell'utile di bilancio e quindi dei dividendi che l'impresa sarebbe in grado di distribuire. Ciò potrebbe provocare un indebolimento della capacità della società di rimanere competitiva nel lungo periodo.

3.2.) IMPATTO DEI FONDI DI *PRIVATE EQUITY* SULLE OFFERTE PUBBLICHE INIZIALI

In questa sezione vengono analizzati gli effetti della presenza di investitori istituzionali nella compagine societaria nell'ambito del processo di quotazione su un mercato regolamentato.

I fondi di *private equity* e in generale gli investitori istituzionali, hanno assunto sempre maggiore importanza nel mercato delle nuove quotazioni in borsa sin dall'inizio degli anni '70, quando si è assistito alla messa in atto delle primissime operazioni di offerta pubblica iniziale delle cosiddette imprese "*venture-backed*", ovvero quelle imprese partecipate da operatori di *private equity* o *venture capital*.

La partecipazione di investitori professionali nel capitale di rischio delle "matricole" di borsa ha, da sempre, suscitato largo interesse nei ricercatori accademici, a causa dell'evidente conflitto di interessi, implicito nel ruolo, nella fase di uscita dall'investimento. L'obiettivo dei *venture capitalists*, come detto più volte, è quello di sottoscrivere partecipazioni nel capitale sociale di imprese non quotate, partecipare in modo attivo o non con il management per sviluppare l'idea imprenditoriale e creare valore, al fine di ottenere il massimo ritorno sull'investimento effettuato attraverso la dismissione della partecipazione.

¹⁰⁹ Romano G., *Strategie aziendali e quotazione in borsa*, Giuffrè, Milano, 2012, pp 81 ss.

Tale obiettivo, può causare comportamenti opportunistici, in quanto l'investitore, puntando a massimizzare il prezzo dell'offerta all'*exit*, potrebbe essere interessato e quindi approfittare, di situazioni di momentanea sopravvalutazione dei titoli sul mercato in corrispondenza di eventuali bolle di prezzo oppure potrebbe premere per la quotazione in un momento in cui si prospettano minori opportunità di crescita futura, per il solo intento di fare cassa.

Tuttavia, i fondi di investimento e i *venture capitalist* operano con una certa regolarità sul mercato dei capitali, e, come detto più volte, giacché la reputazione gioca un ruolo importantissimo in sede di raccolta di capitale e in generale influisce notevolmente sull'esito delle possibili operazioni future, dovrebbero quindi mirare a creare un rapporto duraturo e di lungo periodo con il mercato, con l'obiettivo di massimizzare il ritorno del loro portafoglio di investimenti nel lungo termine.

In questo senso, la messa in atto di comportamenti opportunistici, che rischiano di compromettere la loro reputazione e influenzare il giudizio del mercato nei loro confronti, risulta essere controproducente e, al contrario, essi sono portati ad offrire le azioni sul mercato a sconto, per promuovere le relazioni di lungo periodo e preservare il *track record*.

Il conflitto di interesse può riguardare anche il rapporto tra socio imprenditore e investitore esistente, con riferimento al *timing* dell'operazione di quotazione. Se, infatti, il fondatore dell'azienda non ha vincoli temporali predefiniti, lo stesso non vale per gli *equity investors*, che per loro natura sono investitori temporanei nel capitale sociale delle società, molte volte costretti a liquidare la partecipazione entro un certo numero di anni, che potrebbero spingere per l'ingresso in Borsa, a discapito della volontà degli altri soci, senza attendere l'istante ottimale. Per questo *equity investors* e socio imprenditore, generalmente, predeterminano le modalità e i tempi dell'uscita attraverso le già citate clausole nei patti parasociali, in modo da scongiurare, quasi del tutto, i comportamenti opportunistici.

D'altro canto, i fondi di *private equity* e *venture capital*, selezionano tra le società presenti sul mercato, quelle con le prospettive di crescita migliori, grazie alle competenze professionali e all'esperienza maturata sul campo, quindi la loro presenza e partecipazione nel capitale innesca meccanismi di fiducia nella comunità finanziarie e funge da vera e propria "certificazione" della qualità dell'emittente e, allo stesso tempo, consente di ridurre le asimmetrie informative per gli investitori *retail*.

La presenza del *venture capitalist*, che apporta non solo risorse finanziarie, ma anche e soprattutto competenze manageriali, conoscenze tecniche e relazioni, nonché capacità di *networking* che possono contribuire allo sviluppo delle aziende e alla creazione di valore, agisce inoltre da vero e proprio acceleratore delle potenzialità dell'impresa e aumenta la fiducia degli operatori nei confronti della stessa.¹¹⁰

A beneficiare dell'effetto certificazione secondo Dolvin e Pyles (2006) non è solo l'impresa quotanda, ma anche il *venture capitalist*, nel loro studio, infatti, evidenziano che i *venture capitalist* di prestigiosa reputazione e con un *track record* pieno di successi, sostengono costi di quotazione diretti e indiretti minori e sono in grado di ottenere anche dei periodi di *lock-up* più corti rispetto agli operatori con una reputazione inferiore, che beneficiano, invece, di una attività di monitoraggio migliore.¹¹¹

Alcuni studi empirici condotti sulle IPO *venture-backed* hanno cercato di spiegare gli effetti della partecipazione degli investitori professionali, tentando di associare la migliore performance delle imprese partecipate ai principali indicatori adoperati nella spiegazione causale del fenomeno dell'*underpricing*.

L'*underpricing* è un fenomeno tipico delle operazioni di quotazione che si verifica quando il prezzo di collocamento è inferiore al prezzo di mercato dei titoli, al momento della quotazione. Letteralmente la "sottoprezzatura" rappresenta la perdita di capitale associata alla fissazione di un prezzo di offerta, che è inferiore, rispetto al prezzo al quale viene poi di fatto negoziato il titolo di nuova emissione, nel periodo immediatamente successivo all'offerta pubblica iniziale.

¹¹⁰ Giorgino, M., Giudici, G., Paleari, S., Nuove quotazioni e IPOs: l'esame alle matricole. Performance aziendali e di mercato delle neo-quotate in Borsa, Bancaria Editrice, 2001.

¹¹¹ Dolvin, S. D., Pyles, M. K., Venture capitalist quality and IPO certification, *Venture Capital* 8 (4), 2006.

A seconda degli approcci, l'*underpricing* è considerato un mezzo per incentivare gli investitori ad aderire all'IPO o per evitare eventuali controversie legali con gli azionisti o ancora come strumento per generare un eccesso di domanda dei titoli, creando così un azionariato largamente diffuso. Il grado di incertezza sul valore dell'impresa è una delle cause dell'*underpricing*, poiché maggiore è l'incertezza *ex-ante* sul valore dell'impresa, maggiore è il rischio connesso all'adesione all'offerta per gli investitori, per cui questo maggiore rischio viene compensato da un rendimento atteso più elevato, che si ottiene appunto con la fissazione di un prezzo di offerta più basso.

In letteratura si attribuisce alla presenza degli *equity investors* nel capitale sociale la capacità di accrescere il valore di emissione in sede di quotazione, riducendo, quindi, l'effetto di *underpricing*. Questo risultato è legato a due aspetti che caratterizzano fortemente le aziende partecipate da investitori professionali, ovvero il monitoraggio continuo sull'investimento e l'effetto certificazione svolto dagli investitori nei confronti del mercato dei capitali.

L'attività di monitoraggio svolta dal *venture capitalist* è riferibile al loro continuo coinvolgimento nelle attività aziendali, garantito dalla possibilità di partecipare in maniera diretta alla gestione societaria e all'elevata competenza nel guidarla in fasi critiche del suo ciclo di vita, come quella dell'ingresso nel mercato dei capitali.

Per quanto riguarda l'effetto "certificazione", come ampiamente detto, è opportuno evidenziare ancora una volta il ruolo importantissimo svolto dagli agenti certificatori della qualità dell'impresa emittente, che permette di ridurre le asimmetrie informative con i potenziali investitori esterni, anche avvalendosi dei contatti con analisti di altro livello, che sono in grado di facilitare lo scambio di informazioni tra impresa e investitori.

Per quanto concerne la relazione tra ruolo di certificazione e *underpricing*, alcuni studiosi¹¹² hanno verificato empiricamente che investitori "giovani", ovvero senza un *track record* significativo e che devono ancora affermarsi sul mercato, tendono a portare in quotazione aziende di giovane età, con maggiori livelli di sconto, per crearsi la reputazione e a far coincidere l'IPO con le loro campagne di raccolta fondi per la creazione dei fondi successivi.

La presenza dei *venture capitalists* nell'azienda e la partecipazione attiva degli stessi nel processo di sviluppo societario presuppone, inoltre, una professionalizzazione dell'impresa partecipata a livello organizzativo e gestionale, che permette alle matricole di presentarsi al mercato nel migliore dei modi, attirando la fiducia degli operatori riguardo la possibilità di produrre ottimi risultati nel breve, come nel medio-lungo periodo¹¹³.

Le *venture-backed IPO's* sono state oggetto di accesa diatriba per quanto riguarda i rendimenti di mercato nei mesi seguenti la quotazione. La discussione vede contrapposte due diverse teorie: la prima prende spunto dalla teoria dei mercati efficienti e afferma che matricole di borsa sovra-performano rispetto al mercato se si considerano fattori di dimensione e di opportunità di crescita¹¹⁴, l'altra¹¹⁵, invece, fa riferimento alla finanza comportamentale e sostiene, al contrario, che nel lungo periodo le matricole di borsa tendono a sotto-performare per via di prezzi di offerta troppo elevati, in conseguenza di valutazioni eccessivamente ottimistiche.

Oltre che sui rendimenti di mercato di breve e lungo periodo, la presenza di operatori professionali impatta su altre caratteristiche delle offerte pubbliche iniziali come, ad esempio, sui rendimenti anomali generati intorno al momento in cui avviene la scadenza del *lock-up period*, ovvero il periodo durante il quale gli investitori, presenti prima della quotazione, si impegnano a non cedere le loro partecipazioni residue per non

¹¹² Gompers, P. A., Grandstanding in the venture capital industry, *Journal of Financial Economics*, 1996.

¹¹³ Roggi O., *Le imprese venture backed, la quotazione e gli effetti del monitoraggio del Fondo*, in AA.VV. *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2009.

¹¹⁴ Fama, E. F., French, K. R., The cross-section of expected stock returns, *The Journal of Finance* 47 (2) 1992.

¹¹⁵ Ritter, J R., The long-run performance of initial public offerings, *The Journal of Finance* 46 (1), 1991.

creare un eccesso di offerta sul mercato. Infatti, la ragione di queste anomalie sarebbe da attribuire all'attività dei *venture capitalist* che tendono a vendere in modo più aggressivo le loro azioni sul mercato rispetto ai manager e agli altri *insider*¹¹⁶.

In conclusione, possiamo affermare che un'impresa quotanda può trarre numerosi benefici dalla presenza di un investitore professionale o di un fondo di investimento, sia perché permette loro di presentarsi al mercato con una veste di professionalità e con una reputazione maggiore, sia perché consente di limitare l'*underpricing* e di ridurre le asimmetrie con gli investitori *retail*, che in questa situazione si trovano ad avere a disposizione più informazioni.

Nonostante molte imprese, in Italia soprattutto, siano restie all'ingresso di nuovi soci all'interno della compagine aziendale, frenate magari dal timore di comportamenti opportunistici che un investitore esterno potrebbe mettere in atto nell'interesse di estrarre valore finanziario dall'impresa a scapito del valore industriale, è indubbio che i vantaggi che la partecipazione di un investitore professionale può garantire, nell'ambito dell'accesso alla quotazione sul mercato regolamentato, sono senza dubbio superiori ai rischi che tali comportamenti meramente opportunistici si verifichino. Infatti è fondamentale per questi operatori preservare e tutelare gli interessi di reputazione e di immagine, per operare con successo nel mercato finanziario e questa esigenza scongiura, già di per sé, l'adozione di simili atteggiamenti.

Per una piccola o media impresa, magari a conduzione familiare e con un management inesperto, risulta molto complicato, se non impossibile, programmare e sostenere, anche in termini di costi, un processo di quotazione in borsa, che può essere innegabilmente agevolato dalla presenza nell'impresa di un gruppo di professionisti nel settore, che, oltre ad apportare risorse finanziarie, mette a disposizione le proprie competenze specialistiche per indirizzare e aiutare l'impresa a realizzare questo delicato passaggio.

¹¹⁶ Field, L. C., Hanka, G., The expiration of IPO share lockups, *The Journal of Finance* 56 (2), 2001.

CAPITOLO 4

4.1) PANORAMICA DEL MERCATO AZIONARIO ITALIANO

Prima di focalizzarci sull'analisi riguardante le offerte pubbliche iniziali promosse da imprese partecipate da operatori di *private equity* risulta opportuno dare una breve descrizione del mercato azionario italiano, per inquadrare il contesto di riferimento nel quale si inserirà la nostra ricerca.

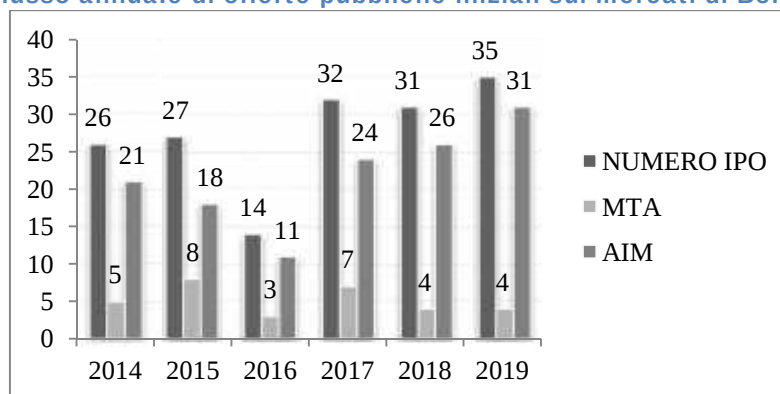
A tal proposito, lo studio di banca italiana¹¹⁷ evidenzia che i mercati finanziati italiani hanno subito forti ripercussioni a causa di una crescente incertezza sull'orientamento delle politiche economiche e di bilancio e del ridimensionamento delle prospettive di crescita a livello globale. Nel corso dell'anno 2018, infatti, la borsa ha risentito delle tensioni sul mercato dei titoli di Stato, nonché di fattori globali che, come per altri paesi, hanno determinato episodi di elevata volatilità e, in particolare, delle tensioni commerciali fra Stati Uniti e Cina, che hanno provocato il diffondersi di timori di un orientamento più restrittivo della politica monetaria statunitense.

Durante la crisi finanziaria globale gli indici generali di tutte le principali borse europee sono diminuiti di oltre il 50 per cento, toccando un minimo nel marzo 2009. Nel successivo decennio i mercati azionari si sono ripresi e di concerto anche le quotazioni delle società italiane sono aumentate in media del 2,5 per cento l'anno.

La crescita contenuta dei corsi azionari italiani nel decennio compreso tra marzo del 2009 e marzo del 2019 è riconducibile a diversi fattori. Dalla crisi del debito sovrano le quotazioni delle banche e delle compagnie di assicurazione italiane sono state fortemente colpite dalle tensioni sul mercato dei titoli di Stato e dai timori relativi all'incremento dell'incidenza dei crediti deteriorati nei bilanci bancari determinato dalla recessione. Nel contesto italiano, gli effetti sull'indice generale di borsa sono stati accentuati dal peso del settore finanziario, che risulta essere più elevato rispetto alla media europea.

L'indice del mercato azionario italiano è diminuito del 16 per cento, a fronte di una riduzione del 15 di quello delle principali società dell'area dell'euro, mentre il numero di operazioni di prima quotazione sul mercato azionario italiano si è stabilizzato a 31, nonostante sia diminuito notevolmente il loro controvalore complessivo (2 miliardi di euro, contro 5,4 nel 2017).

Grafico 46-Flusso annuale di offerte pubbliche iniziali sui mercati di Borsa Italiana¹¹⁸.



Nel complesso il mercato azionario italiano continua ad avere una dimensione modesta rispetto a quello degli altri maggiori paesi europei non solo per capitalizzazione ma anche per numero di imprese, nonostante, con l'intenzione di favorire l'accesso ai mercati azionari delle società italiane, siano stati di recente introdotti alcuni interventi normativi, in particolare il credito di imposta per le PMI previsto dalla legge di bilancio per

¹¹⁷ Banca d'Italia, Relazione annuale 2018.

¹¹⁸ Borsa Italiana, Rielaborazione propria.

il 2018 (L. 205/2017), pari al 50 per cento delle spese di consulenza sostenute per intraprendere una procedura di ammissione alla quotazione in borsa.

L'agevolazione, oltre a incentivare la quotazione delle PMI italiane, si pone in linea con le altre iniziative disposte negli ultimi anni, quali i piani individuali di risparmio a lungo termine e gli incentivi al venture capital e alle start up, che favoriscono lo sviluppo e la diversificazione delle fonti di finanziamento delle PMI.

4.1.1) LA BORSA ITALIANA

Borsa italiana S.p.A. è la società che gestisce l'unico mercato finanziario presente in Italia, comunemente noto come Borsa di Milano, fondato nel 1808, che è la nona borsa più antica al mondo e sedicesima in termini di capitalizzazione.

La Borsa di commercio di Milano è stata fondata da Eugène de Beauharnais, viceré del Regno d'Italia, con i decreti del 16 gennaio e 6 febbraio 1808 ed ha operato sotto proprietà pubblica fino al 1998. Dal 23 giugno 2007, a seguito della fusione con la Borsa di Londra (London Stock Exchange plc), Borsa Italiana S.p.A. è parte del London Stock Exchange Group, la holding che controlla il 100% di Borsa Italiana S.p.A. e il 100% di London Stock Exchange plc.

La capitalizzazione complessiva delle società quotate a Piazza Affari si attesta a 651 miliardi di euro, dato in aumento del 20,1% rispetto al 2018, risultando pari a ben il 36,8% del PIL.

Il sistema di contrattazione gestito dalla Borsa Italiana si suddivide in diversi mercati, a seconda dei prodotti negoziati e della dimensione delle imprese, che sono:

- MTA (Mercato Telematico Azionario) rivolto alla quotazione di imprese con capitalizzazione medio-grande, a fronte del raggiungimento di alcuni requisiti di base. Al suo interno si trattano azioni, obbligazioni, convertibili, diritti di opzione e *warrant*.
- AIM Italia mercato regolamentato da Borsa Italiana (MTF, *Multilateral Trading Facility*), rivolto alle piccole-medie imprese italiane con alto potenziale di crescita, nato il 1° marzo 2012 dall'integrazione dei precedenti mercati AIM Italia e MAC (Mercato Alternativo del Capitale).
- MIV (Mercato degli *Investment Vehicles*), mercato rivolto ai cosiddetti veicoli di investimento quali, tra gli altri, fondi di *private equity*, *investment company*, fondi chiusi immobiliari e *SPAC-Special Purpose Acquisition Company*.
- Borsa Italiana Equity MTF, mercato attivo dall'11 luglio 2016, con due segmenti: il primo è il *Global Equity Market* (GEM), dedicato alla negoziazione di azioni di emittenti non italiane, ma già scambiati in mercati regolamentati negli Stati membri dell'UE o in altri paesi dell'OCSE. Nella realtà sostituisce il segmento MTA International. Il secondo è il TAH (*Trading After Hour*), il mercato serale che consente la negoziazione di titoli al di fuori dell'orario programmato dalla Borsa.
- Il mercato di riferimento, IDEM (*Italian Derivatives Market*). È suddiviso in due segmenti, uno dedicato ai derivati energetici (IDEX - *Italian Derivatives Energy Exchange*), l'altro dedicato ai derivati legati alle merci agricole (AGREX - *Agricultural Derivatives Exchange*).
- È stato creato, inoltre, anche un apposito mercato, detto ETFPlus, dove sono trattati gli strumenti finanziari che replicano l'andamento di mercato, quali ETF (*Exchang Traded Funds*), ETC (*Exchange Traded Commodities*) ed ETN (*Exchange Traded Notes*).
- La sezione relativa al mercato obbligazionario è a sua volta suddivisa in differenti categorie. La più importante è il MOT (Mercato Telematico delle obbligazioni e dei Titoli di Stato), che permette la negoziazione regolamentata di tutte le tipologie dei titoli di Stato, sia italiani che esteri. Per la negoziazione di tutte le obbligazioni di tipo *corporate* di emittenti italiane ed estere esiste l'ExtraMOT, mentre l'ExtraMOT PRO, mercato attivo dal Febbraio 2013, è rivolto esclusivamente

ad investitori professionali. Infine, il segmento dedicato alla negoziazione di *Certificates* e *Covered Warrant* è il SeDeX.

4.1.2) MTA

Il Mercato Telematico Italiano è il mercato principale di Borsa Italiana, è rivolto principalmente a società di medie e grandi dimensioni che intendono aumentare le risorse finanziarie per finanziare un progetto di crescita. MTA è un mercato regolamentato soggetto a requisiti stringenti in linea con le aspettative degli investitori professionali e privati.

Al suo interno, ci sono diversi indici che categorizzano le imprese italiane a seconda di alcuni requisiti. Uno di questi è, per esempio, l'indice FTSE Italia Brans, creato per promuovere i 22 migliori *brand* italiani per creatività, eccellenza, intuito imprenditoriale e innovazione.

Il segmento STAR, segmento dedicato alle imprese con capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro, è presente sia nell'indice dedicato FTSE Italia STAR che all'interno degli altri indici generali del mercato MTA. Per far parte del segmento STAR, le società scelgono di aderire volontariamente a standard eccezionali di liquidità, trasparenza delle informazioni e *corporate governance*.

MTA supporta principalmente le società che raccolgono finanziamenti nazionali e internazionali da parte di investitori istituzionali e professionali ed ha sempre registrato elevate performance di liquidità.

Le società sono ammesse al mercato principale sulla base di requisiti formali e sostanziali. Tra i requisiti formali, sono richieste una capitalizzazione di almeno 40 milioni di euro e un flottante di almeno il 25% (35% nel caso di società STAR).

Tra i requisiti sostanziali figurano, tra gli altri, una strategia solida e chiara, un buon vantaggio competitivo, una struttura finanziaria equilibrata, l'autonomia gestionale e tutti gli aspetti che contribuiscono a migliorare la capacità dell'azienda di creare valore per gli investitori. È molto comune, inoltre, che le imprese decidano di adottare il *Codice di Autodisciplina*, il quale impone delle regole ancora più rigide relative alla suddivisione dei ruoli e della *governance* aziendale e definisce delle clausole relative alla responsabilità amministrativa più stringenti e in linea con quelle dei paesi più evoluti finanziariamente.

Le società quotate su MTA e MIV sono rappresentate dalla serie di indici FTSE Italia, che vengono rielaborati su base trimestrale per garantire che al loro interno vi siano le società che meglio rappresentano il mercato. Le società MTA possono essere incluse negli indici in base alle loro caratteristiche: le prime 40 società in termini di dimensioni e liquidità sono incluse nell'indice FTSE MIB.

4.1.3) AIM

Per dare spazio anche alle PMI dinamiche e competitive, che necessitano allo stesso modo di capitali per finanziare la loro crescita, è stato creato l'AIM, mercato caratterizzato da requisiti flessibili in fase di ammissione ed adempimenti informativi ex post. Ad oggi è composto da 180 società che operano in 10 settori differenti, per una raccolta complessiva pari a 3,9 miliardi di Euro. Nel corso degli anni, AIM Italia si è progressivamente adattato alle esigenze di società, investitori e operatori, diventando il mercato di riferimento per le società innovative, con il 35% di PMI innovative quotate.

Il Mercato Alternativo dei Capitali offre molta più flessibilità, sia nel processo di quotazione che nelle informazioni necessarie per ottenerla, al fine di rendere più agevole l'accesso al mercato delle PMI in cerca di un pool più ampio di investitori.

I requisiti sostanziali, ovvero quelli riferibili al processo di crescita reale e al controllo interno dell'azienda, sono molto simili a quelli del mercato principale. L'impresa, infatti, deve protendere a creare valore attraverso una strategia sostenibile e competitiva, affidandosi ad una contabilità trasparente e allo stesso tempo solida.

I requisiti formali, invece, divergono da quelli propri del mercato principale, sia per quanto concerne agli adempimenti informativi sia per quanto riguarda le caratteristiche economiche richieste. Il flottante necessario all'ammissione al mercato, ad esempio, è solo del 10%, notevolmente più basso rispetto a quello richiesto alle matricole del MTA, in più, con riguardo ai requisiti informativi, l'impresa deve produrre un solo bilancio certificato, seguendo uno standard di contabilità preferito tra quello italiano europeo o americano.

Fondamentale è la figura del Nomad, *Nominated Adviser (Nomad)*, persona responsabile nei confronti di Borsa Italiana, che accompagna la PMI non solo nelle fasi iniziali, ma anche durante il periodo della quotazione. Il *Nomad* è un consulente che permette alla PMI di superare con facilità le problematiche del mercato azionario ed è colui che gestisce l'intera operazione quotazione, accompagnando l'azienda in ogni suo momento durante l'operazione di quotazione.

In generale, essendo L'AIM un mercato dedicato alle piccole e medie imprese ad alto potenziale di crescita, presenta una procedura di ammissione semplificata, per esempio non è necessaria la presentazione del prospetto informativo o la pubblicazione dei resoconti trimestrali della gestione dell'azienda. Inoltre, rispetto all'accesso al mercato principale, i costi da sostenere per partecipare all'AIM Italia sono molto più contenuti. Gli investitori, allo stesso tempo, hanno la certezza di acquistare azioni di aziende che hanno subito dei controlli e che nel lungo periodo non dovrebbero mostrare segnali di instabilità.

4.2) LE VENTURE BACKED IPO'S IN ITALIA

In questo paragrafo diamo uno sguardo al panorama italiano ed europeo delle IPO *venture backed*.

Si definisce una matricola come "*venture-backed*" se nel capitale di rischio prima della quotazione era presente un investitore professionale, quale un fondo di *venture capital* o di *private equity*, un veicolo di emanazione bancaria o una finanziaria di investimento non legata al nucleo imprenditoriale.

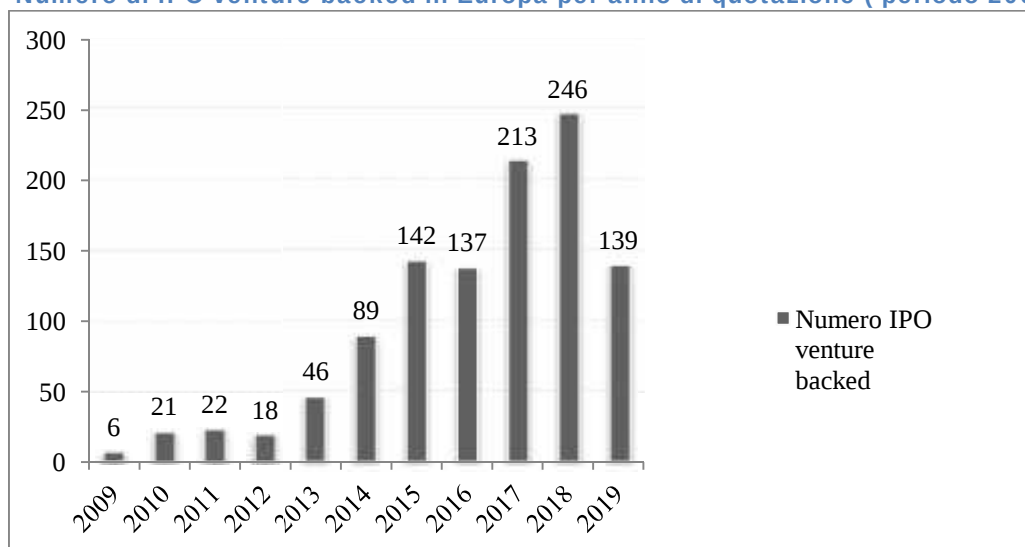
Nel grafico 47 viene riportato il numero complessivo delle IPO registrate in Europa dal 2009 al 2019 che vantavano *venture capitalist* o fondi di *private equity* nell'azionariato prima della quotazione in Borsa.

Come si evince dal grafico, il numero di offerte pubbliche iniziali di imprese *venture backed* è cresciuto notevolmente negli ultimi 10 anni. Dal 2009, quando il numero delle IPO *venture backed* era 6, si è registrata una crescita anno per anno del numero di operazioni, fino ad arrivare al massimo registrato negli ultimi 10 anni manifestatosi nel 2018, quando vennero effettuate 246 *exit* tramite offerta pubblica iniziale, ben 200 in più rispetto al dato registrato nel 2009.

Nonostante, come visto nel capitolo 2, le modalità di disinvestimento più utilizzate a livello europeo, ed anche italiano, siano il *trade sale* e il *secondary-buyout* e le dismissioni tramite IPO rappresentino solo il 10% del totale, negli ultimi anni il numero di operazioni è cresciuto in modo considerevole, dato che, ancora una volta, sottolinea lo sviluppo e la sempre maggiore attenzione riservata al mercato del *private equity* a livello internazionale.

È, ancora una volta, doveroso sottolineare come la frequenza delle uscite attraverso offerta pubblica iniziale dipenda comprensibilmente dalla situazione presente in quel momento dei mercati borsistici, sia rispetto al trend (rialzista o ribassista) sia rispetto alla volatilità (che non deve risultare eccessiva). Inoltre la dismissione attraverso IPO è chiaramente più usuale per le operazioni di *later stage* e *buyout*, meno per il *venture capital*.

Grafico 47-Numero di IPO venture backed in Europa per anno di quotazione (periodo 2009-2020)¹¹⁹



Focalizzando l'attenzione sulle offerte pubbliche iniziali relative ai mercati borsistici italiani nel periodo da gennaio 2009 a dicembre 2019, il grafico 48 mostra la distribuzione temporale del numero di IPO nel cui azionariato era presente un investitore professionale.

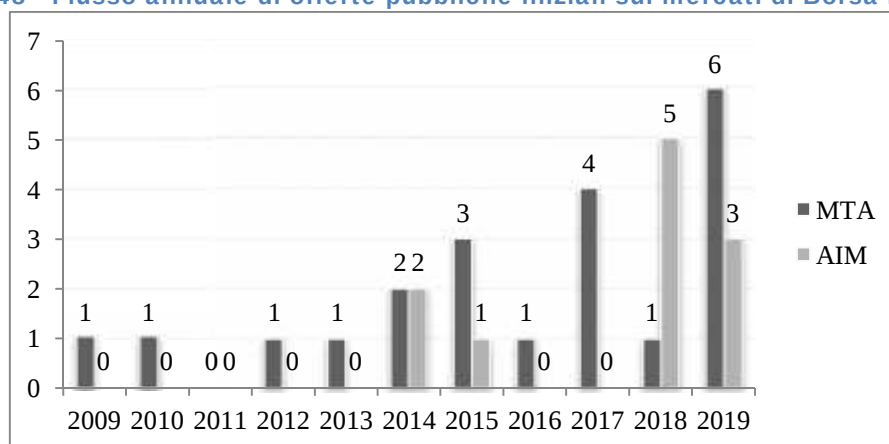
Il campione che viene fuori dal grafico, conta 32 imprese, di cui 21 relative al listino principale (conteggio nel quale sono inserite anche le imprese quotate sul segmento STAR) e 11 relative all'AIM Italia.

Dal grafico 48 , inoltre, si nota come in seguito ad un drastico arresto negli anni successivi al 2008 per via della crisi finanziaria globale, vi sia stata una ripresa nel numero delle IPO negli ultimi cinque anni, ovvero quelli che vanno dal 2014 al 2019 e, in particolar modo, spicca il rapido incremento nella numerosità delle IPO dell'AIM, notevolmente superiore rispetto a quella registrata negli anni precedenti.

Negli anni post-crisi, in particolare, il numero di IPO *venture-backed* è arrivato a 28 nuove quotazioni, quasi la totalità delle imprese prese in esame per la nostra analisi, quindi, fanno riferimento agli ultimi 5 anni di valutazione.

Il flusso di nuove quotazioni sui mercati regolamentati è ciclico, sia rispetto sia al numero di quotazioni che rispetto al settore di business delle imprese quotande ed è, come già più volte osservato, legato al trend dei mercati e alla volatilità.

Grafico 48 - Flusso annuale di offerte pubbliche iniziali sui mercati di Borsa Italiana¹²⁰



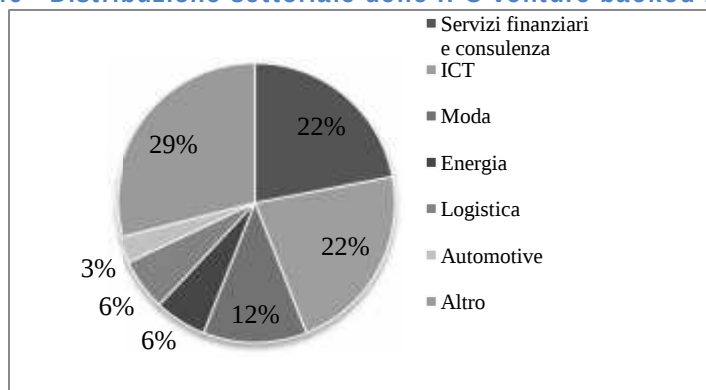
¹¹⁹ CB Insights / cbinsights.com, elaborazione propria.

¹²⁰ Dati di CB Insights, Thomson Reuters e Borsa Italiana, elaborazione propria.

Per quanto riguarda, invece, la distribuzione settoriale delle imprese *venture-backed*, come si può notare dal grafico 49, si riscontra una certa eterogeneità, con l'alternanza di settori tradizionali e settori a maggiore contenuto tecnologico.

Infatti, sebbene la maggior parte delle imprese appartengono al settore ICT, che comprende i settori del digitale e dell'elettronica ed a quello dei servizi finanziari e consulenza, che comprende il settore bancario e assicurativo, nel campione sono presenti anche aziende appartenenti ad altri settori: energie rinnovabili, *automotive*, moda, edile, farmaceutico, immobiliare, stampa, trasporti, ecc., il che riflette l'eterogeneità delle imprese target di investimenti di *private equity* e *venture capital*.

Grafico 49 - Distribuzione settoriale delle IPO *venture-backed* in Italia¹²¹



4.3) OBIETTIVI E METODOLOGIA DELLA RICERCA

Nei precedenti capitoli si è osservato come il *private equity* sia un fenomeno in continua evoluzione e quanto rappresenti un driver per lo sviluppo economico e per la crescita aziendale.

Obiettivo del presente lavoro è di apportare un ulteriore contributo al tema riguardante l'impatto della presenza di investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese ed in particolare si intende concentrare l'attenzione sulle performance delle IPO *venture backed* dopo la quotazione, sia rispetto ai risultati di bilancio, sia rispetto al prezzo di Borsa, con la finalità di confrontare i risultati con quelli delle altre matricole di Borsa e di identificare eventuali determinanti di un migliore o peggiore risultato.

L'aspetto riguardante la sopravvivenza nel tempo e le performance delle imprese partecipate da investitori professionali risulta essere poco esplorato nel contesto italiano. L'intento di questo studio, pertanto, è cercare di valutare se l'investitore contribuisce concretamente allo sviluppo e alla sopravvivenza delle imprese target, con l'utilizzo dell'analisi dei risultati economici e finanziari conseguiti dalle stesse in confronto con i risultati delle altre aziende, che non godevano della presenza di operatori di *private equity* al momento della quotazione sul mercato regolamentato.

Per assicurare che l'analisi proposta sia significativa e omogenea rispetto al contesto macroeconomico, si è scelto di focalizzare l'attenzione sulle offerte pubbliche iniziali avvenute negli ultimi 5 anni, ovvero dal 2014 al 2018.

Il campione in analisi è composto da 48 imprese quotate sul listino principale (di cui 11 *venture backed*) e 76 quotate sull'AIM (di cui 10 *venture backed*).

L'arco temporale scelto per l'analisi in questione è di cinque anni (i due anni pre-IPO e i due anni post-IPO), prendendo in esame l'ultimo anno di cui si ha disponibilità di dati ed i 4 anni antecedenti per ciascuna azienda.

¹²¹ Dati CB Insights e Thomson Reuters e Borsa Italiana, elaborazione propria.

Questo per poter disporre di risultati coerenti e robusti, per investigare sull'evoluzione delle variabili economico-finanziarie durante le fasi pre e post offerta pubblica iniziale e per mettere in luce se l'entrata dell'investitore abbia avuto ricadute positive sulle performance aziendali.

Allo stesso tempo si è deciso di scegliere un orizzonte temporale non troppo ampio, anche per evitare variabili temporali legate al diverso contesto macroeconomico di riferimento e che possono condizionare la coerenza dei risultati osservati, come ad esempio l'analisi dei dati riferibili agli anni segnati dagli effetti nefasti della crisi finanziaria globale (iniziata nel 2008), caratterizzati da un'alta volatilità e da periodiche difficoltà dei debiti sovrani.

Per il raggiungimento degli obiettivi di approfondimento, si è deciso di prendere in considerazione diverse banche dati che elaborano giornalmente report circa la maggior parte delle attività d'investimento svolta nel periodo di riferimento in Italia.

Le matricole di Borsa partecipate da investitori istituzionali sono state individuate attraverso lo screening dei dati messi a disposizione da CB Insights e Thomson Reuters, e successivamente, , tramite l'utilizzo della banca dati Analisi Informatizzata delle Aziende (AIDA) e della banca dati Orbis, entrambe di proprietà del Bureau Van Dijk, società di analisi e raccolta informazioni posseduta dall'agenzia di rating statunitense Moody's, sono stati consultati i relativi bilanci e attraverso una attenta selezione, sono state estratte le voci di bilancio più importanti per ogni azienda e le informazioni anagrafiche fondamentali per lo studio.

Attraverso l'osservazione dei dati riguardanti bilanci aziendali depositati dalle suddette società sono stati calcolati e successivamente interpretati, alcuni dati e indicatori, che ci hanno permesso di osservare, ai fini del presente lavoro, la situazione economica e finanziaria delle imprese in esame ed in particolare le performance pre e post IPO rispetto alle imprese non *venture backed*.

I dati storici dei prezzi di mercato delle imprese analizzate, utilizzati per il calcolo del rendimento post-IPO, sono stati reperiti attraverso la piattaforma di analisi finanziaria Bloomberg Professional.

4.4) I RISULTATI DELLA RICERCA

4.4.1) LA PERFORMANCE OPERATIVA

Il primo indicatore di redditività operativa scelto è il ROI (*return on investment*), definito come il rapporto tra risultato operativo, ovvero il risultato economico della gestione caratteristica, e il totale del capitale investito netto, cioè la somma impiegata nei soli investimenti caratteristici dell'attività d'impresa al netto dei rispettivi fondi ammortamento e di eventuali accantonamenti.

Il ROI è uno degli indici più utilizzati per valutare la redditività e la profittabilità di un'azienda.

Come detto, consideriamo per ciascuna impresa l'orizzonte temporale di cinque anni, ovvero i due anni precedenti alla quotazione (ANNO -2 e ANNO -1), l'anno della quotazione (ANNO 0) e i due anni successivi (ANNO 1 e ANNO 2).

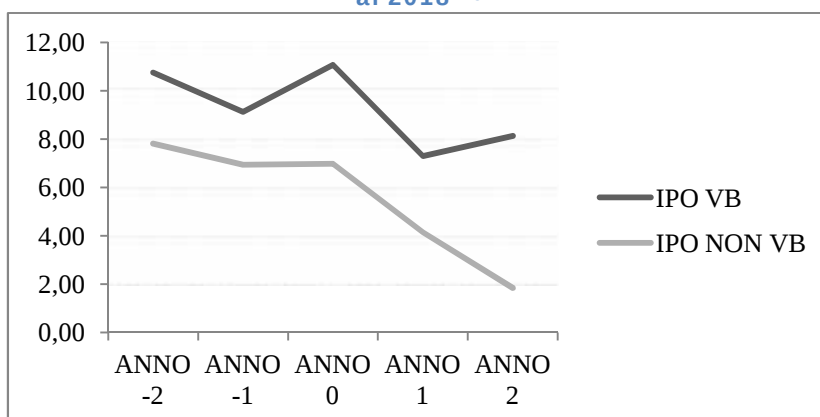
Il grafico 50 confronta il valore mediano¹²² dell'indice per il campione delle IPO *venture backed* rispetto alle non *venture backed*.

Come si evince dal grafico, il ROI delle imprese *venture backed* risulta essere superiore in termini assoluti rispetto a quello delle altre imprese, sia prima della quotazione, sia dopo la quotazione, sebbene entrambi tendano a scendere nell'arco temporale considerato. In particolare, il ROI delle imprese *venture-backed*

¹²² In linea con la letteratura, non viene presentato il valore medio perché fortemente influenzato da alcuni *outlier* caratterizzati da valori dell'indice molto alti o molto bassi, che quindi distorcono la statistica.

passa dal 10,76% dell'anno -2 all'8,14% dell'anno+2, mentre l'indice delle altre imprese quotate tra il 2014 e il 2018 scende drasticamente dal 7,8% del primo anno al 2% circa dell'ultimo anno considerato.

Grafico 50- Valore mediano indice ROI imprese venture backed e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2018¹²³

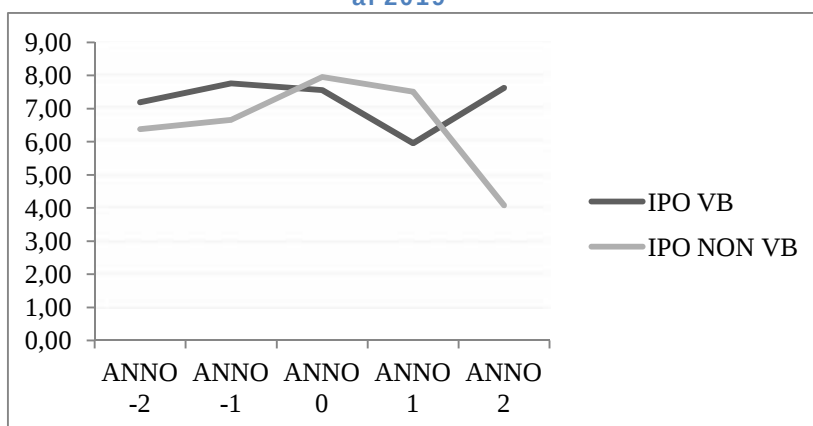


Il secondo indice reddituale considerato è il ROS, *return on sales*, definito come il rapporto tra risultato operativo e ricavi netti sulle vendite, che esprime la profittabilità operativa dell'azienda in relazione alle vendite effettuate in un lasso di tempo predefinito, ovvero la quantità di ricavo netto conseguito per ogni euro di fatturato.

Come mostra il grafico 51, entrambe le tipologie di aziende considerate presentano un ROS superiore a zero in tutti gli anni considerati, dimostrandosi in grado di coprire i costi risultanti dalla gestione caratteristica e presentano un andamento piuttosto simile. Infatti negli anni pre-IPO il valore dell'indice tende ad assomigliarsi e differisce di solo un punto percentuale, mentre nel primo anno dopo la quotazione quello delle imprese non *venture-backed* è superiore di ben 2% percentuali, per poi scendere a picco nell'ultimo anno considerato, dove si rileva una sostanziale superiorità del ROS delle imprese partecipate da un investitore istituzionale (7,62% contro il 4 % delle altre imprese).

L'indice considerato non varia molto di anno in anno per entrambe le tipologie di impresa esaminate, tranne che, come detto, nel secondo anno dopo l'ingresso sul mercato per le imprese non *venture-backed*.

Grafico 51- Valore mediano indice ROS imprese venture backed e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2019¹²⁴



Andiamo ora ad analizzare quelli che sono gli andamenti di altri due indici di redditività : il ROE e il ROA.

¹²³ Elaborazione propria dati AIDA.

¹²⁴ Elaborazione propria dati AIDA.

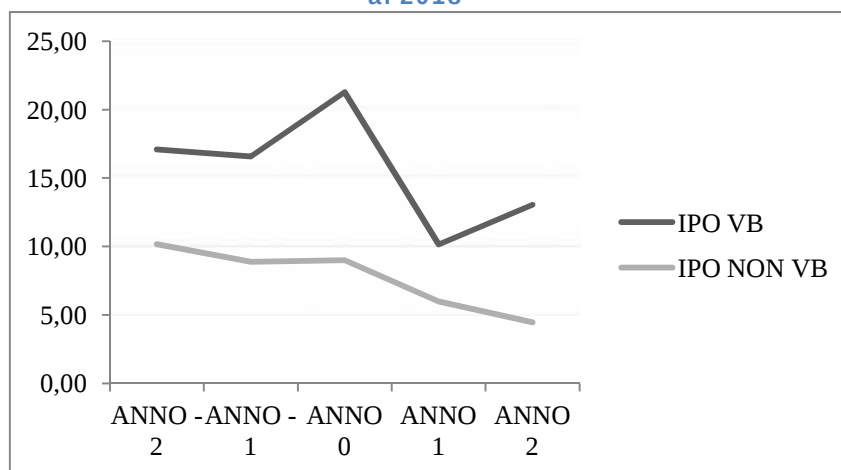
Per quanto riguarda il ROE, *return on equity*, definito come rapporto tra utile netto conseguito nel corso dell'esercizio e capitale proprio impiegato in media durante l'esercizio stesso, facciamo riferimento al grafico 32.

Il "*return on equity*" non è solo determinato dalle scelte compiute nell'ambito della gestione caratteristica, ma anche dalle decisioni in merito alla gestione finanziaria e patrimoniale ed è utilizzato per calcolare il tasso di remunerazione del capitale di rischio, ovvero quanto rende il capitale conferito all'azienda dai parte dei soci.

Per quanto riguarda la nostra analisi, dal grafico risulta chiaramente superiore il ROE delle imprese *venture-backed* rispetto alle altre, in tutti gli anni considerati, nonostante entrambi tendano a scendere notevolmente rispetto al primo anno di valutazione, corrispondente a due anni prima dell'offerta pubblica iniziale, il che farebbe presupporre una migliore redditività delle imprese partecipate da investitori professionali.

Uno dei difetti del ROE è che, tuttavia, non tiene conto dei livelli di indebitamento ma, anzi, tende ad aumentare all'aumentare delle passività. Questo perché al denominatore del ROE è presente il patrimonio netto che è la differenza tra le attività e le passività.

Grafico 52- Valore mediano indice ROE imprese venture backed e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2018¹²⁵



Con riferimento al ROA, invece, per esso si intende il rapporto tra utile corrente ante oneri finanziari, comunemente chiamato EBIT, e totale dell'attivo, e il suo andamento è raffigurato nel grafico 53.

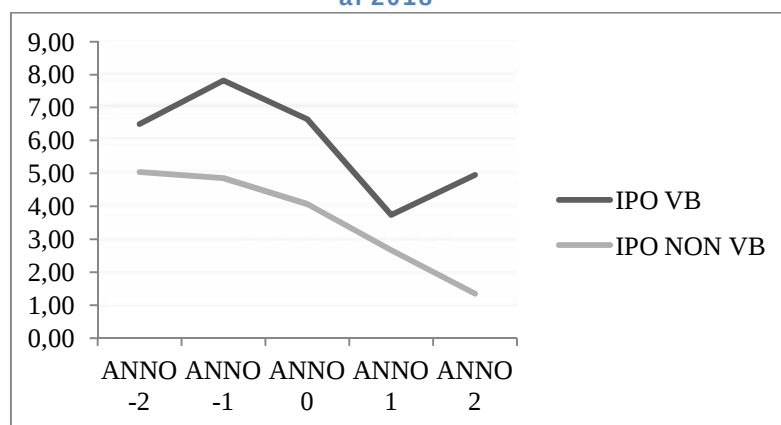
Il ROA, a differenza del ROE, tiene conto dell'indebitamento poiché il denominatore dell'indice è dato dalla somma dell'attivo e del passivo.

L'indice presenta un andamento molto simile al ROE visto in precedenza ed entrambe le categorie di impresa considerate registrano un calo della redditività contabile. Si tratta di un'evidenza tipica, poiché nei casi in cui l'offerta pubblica preveda una raccolta di capitale primario, esso viene investito non immediatamente e quindi si ha una naturale diluizione dei margini nel breve termine.

Tuttavia, il ROA delle imprese *venture-backed* risulta essere ancora una volta superiore rispetto a quello delle altre.

¹²⁵ Elaborazione propria dati AIDA.

Grafico 53- Valore mediano indice ROA imprese venture backed e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2018¹²⁶



Per concludere la valutazione della performance di mercato delle imprese in analisi, consideriamo l'andamento della leva finanziaria sempre nello stesso arco di tempo.

Il rapporto d'indebitamento, o con il termine inglese *leverage*, ci dà indicazioni circa la modalità attraverso cui l'azienda finanzia i propri investimenti ed in particolare se con prevalenza di capitale proprio o di capitale di terzi, ed è calcolato come rapporto tra il totale delle passività e il capitale proprio.

In generale, più il rapporto di indebitamento è elevato, più l'impresa e la sua attività economica sarà considerata rischiosa, con conseguente aumento della remunerazione attesa dai finanziatori e quindi degli oneri finanziari che l'impresa dovrà sobbarcarsi per reperire ulteriori finanziamenti, sebbene una leva alta, e l'aumento dell'indebitamento dell'impresa fa aumentare il ROE, poiché il capitale preso a prestito ed investito nell'impresa rende più di quanto costa e tale differenza è lucrata dai detentori del capitale di rischio.

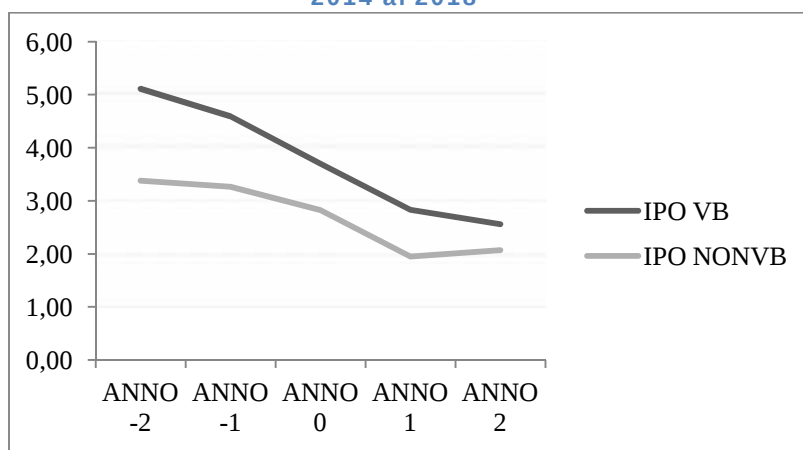
Non esiste un unico modo per valutare in senso assoluto la salute di un'azienda in base al suo rapporto d'indebitamento, ma si può genericamente affermare che, in media, se il rapporto assume valori compresi fra 1 e 2 l'impresa è in uno stato di corretto equilibrio nell'ambito delle fonti di finanziamento, mentre se il rapporto assume valori superiori a 2 l'impresa è da considerarsi sottocapitalizzata (capitale proprio insufficiente), per cui occorre effettuare un processo di ricapitalizzazione (aumento del capitale di rischio, cioè emissione di azioni).

Come mostrato dal grafico 54, l'andamento della leva finanziaria risulta, ancora una volta, piuttosto simile nelle due categorie di imprese considerate, presentando un andamento decrescente sia per le imprese *venture-backed* che per quelle non *venture-backed*, seppur queste ultime presentino un rapporto di indebitamento tendenzialmente più basso rispetto alle altre, differenza che si assottiglia nel tempo e tende quasi a scomparire nell'ultimo anno di valutazione, quando l'indice di leva assume quasi lo stesso valore.

Entrambe le categorie di matricole ricorrono all'indebitamento e all'utilizzo di capitali di terzi, infatti, il rapporto di indebitamento risulta essere maggiore di 2 in ambo i casi, e tendono a ridurre la leva dopo l'ingresso in borsa.

¹²⁶ Elaborazione propria dati AIDA.

Grafico 54- Valore medio indice di leverage imprese venture backed e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2018¹²⁷



4.4.2) LA PERFORMANCE DI MERCATO

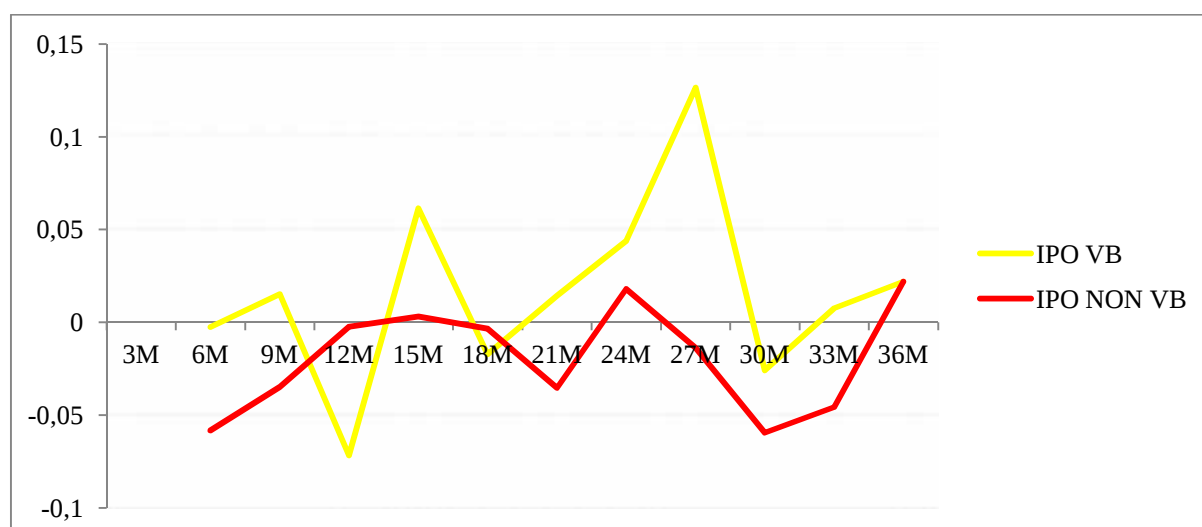
L'orizzonte di tempo di riferimento per la valutazione della performance di mercato di medio-lungo termine delle imprese del campione è di 3 anni, si analizzano, quindi, i tre anni successivi alla quotazione sul mercato regolamentato.

Il grafico 55 riporta il valore medio dei 'buy-and-hold return' (BHR), ovvero del rendimento cumulato del titolo dopo l'ammissione a quotazione, calcolato attraverso i prezzi di chiusura trimestrali delle matricole. I rendimenti dei titoli del campione sono altalenanti, dapprima negativi, poi positivi, risulta, tuttavia, evidente la migliore performance delle imprese *venture backed* durante il periodo considerato.

Il rendimento di mercato dei titoli delle società partecipate da un investitore istituzionale, infatti, risultano migliori rispetto alle altre imprese, seppur alla fine del 3 anno post quotazione il rendimento medio dei due campioni di imprese è sostanzialmente uguale e positivo.

Le matricole non *venture backed* registrano per lo più un BHR negativo nell'arco temporale di analisi, anche se nell'ultimo anno di analisi è molto simile al rendimento delle aziende appartenenti all'altro campione.

Grafico 55- Rendimenti assoluti di mercato dopo la quotazione: BHR (buy-and-hold return) mediani imprese venture backed e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2018¹²⁸



¹²⁷ Elaborazione propria dati AIDA.

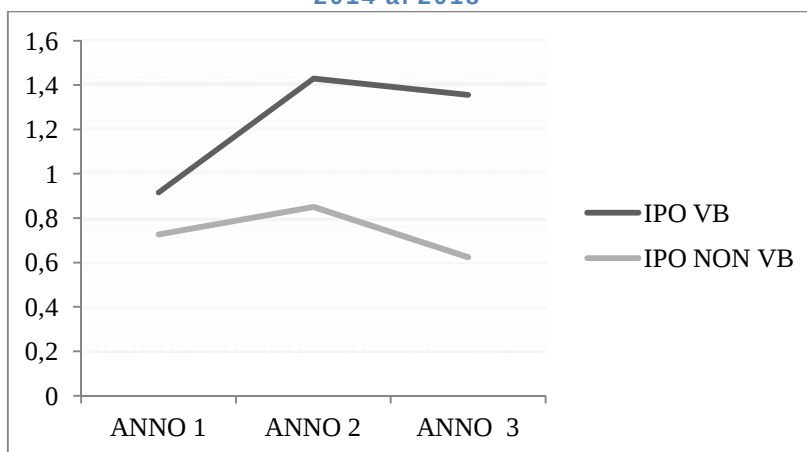
¹²⁸ Elaborazione propria dati Bloomberg.

La Q di Tobin è una misura del valore di mercato o il valore totale dei titoli di una società, in relazione al valore totale delle attività della società. Tale valore è semplicemente il costo che l'impresa dovrebbe sostenere per riacquistare tutte le proprie strutture e i propri impianti ai prezzi di mercato correnti.

Se la Q di Tobin è maggiore di 1, il valore di mercato dell'azienda è superiore al costo di sostituzione delle proprie attività, quindi la società riesce a creare valore dai propri investimenti, ed è quindi è incentivata a continuare ad investire. Allo stesso modo se la Q di Tobin è inferiore a 1, il valore di mercato dell'azienda è inferiore al costo di sostituzione delle proprie attività.

Come possiamo vedere dal grafico 56, l'indicatore è prossimo ad uno per le imprese *venture backed*, e tende a crescere durante il periodo di tempo considerato, mentre per le altre matricole risulta essere inferiore ad 1, indicando che queste non creano valore dai propri investimenti e risultano, quindi, disincentivate ad investire.

Grafico 56- Valore mediano indice Q di Tobin imprese *venture backed* e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2018¹²⁹



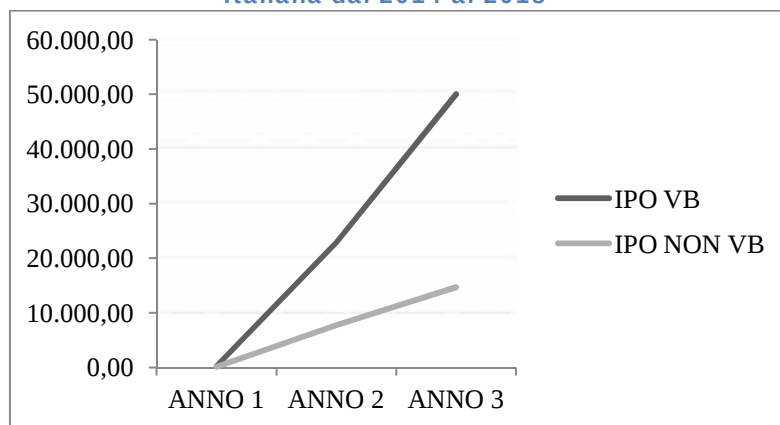
Sempre per quanto riguarda la performance di mercato, viene osservata la capitalizzazione di mercato delle aziende del campione, ovvero il valore di mercato delle azioni in circolazione di un'impresa, definita come il numero totale di azioni emesse da una società moltiplicato per il loro prezzo corrente.

Gli investitori utilizzano questo valore per determinare le dimensioni di un'azienda e, sostanzialmente, per misurare la percezione del mercato sulle sue prospettive future, poiché riflette ciò che gli investitori sono disposti a pagare per le sue azioni. Inoltre, essa tende ad essere associata al grado di liquidità del titolo, poiché la maggior parte degli indici azionari attribuisce un peso maggiore alle società con maggiore capitalizzazione e, di conseguenza, i fondi comuni di investimento, che hanno un certo indice di mercato come benchmark, tenderanno ad investire maggiormente in un titoli a larga capitalizzazione.

Si tende a credere che investire in titoli a grande capitalizzazione sia più prudente che investire in titoli a piccola o media capitalizzazione, che potenzialmente potrebbero comportare rischi più elevati, quindi, la capitalizzazione di mercato potrebbe aiutarci a capire il livello di rischiosità di un'azione, tenendo presente, però, che non incorpora una serie di variabili, utili per effettuare un'analisi più attenta e specifica del rischio. Il grafico 57 mostra che, ancora una volta, la capitalizzazione di borsa delle aziende *venture-backed* cresce più velocemente rispetto a quella delle altre, seppur al primo anno dopo la quotazione (ANNO 1) risulti essere sostanzialmente uguale per le due categorie di imprese.

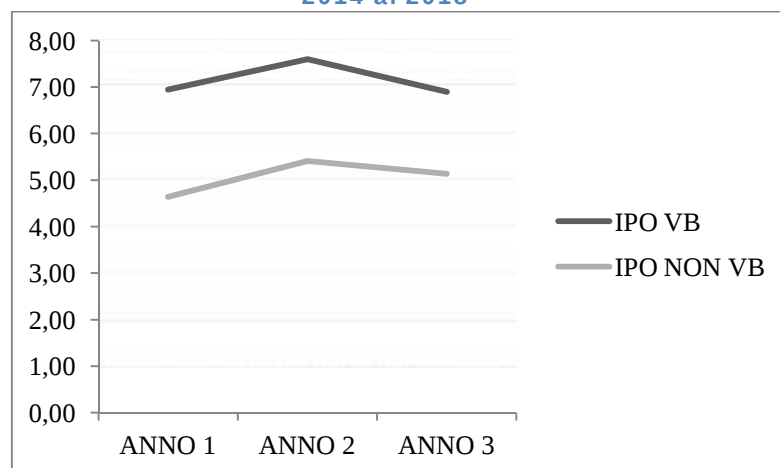
¹²⁹ Elaborazione propria dati AIDA.

Grafico 57- Valore medio capitalizzazione di mercato imprese venture backed e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2018¹³⁰



Per ciò che concerne il prezzo di mercato delle matricole di borsa negli anni successivi alla quotazione, come indica il grafico 58, i titoli delle imprese partecipate da un investitore istituzionale tendono ad essere scambiate sul mercato ad un prezzo più alto rispetto ai titoli delle imprese non *venture backed*.

Grafico 58- Valore medio prezzo di mercato imprese venture backed e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2018¹³¹



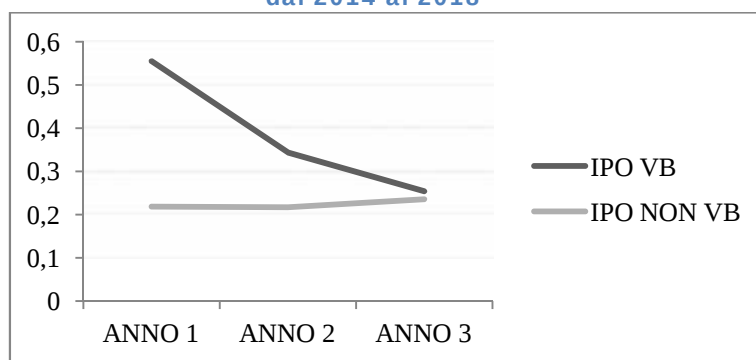
L'*earnings per share* è un altro indicatore importante circa lo stato di salute di un'azienda, esso è una misura di utile netto disponibile per gli azionisti ordinari ed indica gli utili che un'azienda ha generato parametrati al numero di azioni emesse dall'azienda stessa. Viene calcolato attraverso il rapporto tra utile netto e numero medio di azioni emesse in circolazione della società e riflette la parte dell'utile netto della società concessa a ciascuna delle azioni ordinarie in circolazione.

Come si può vedere dal grafico 59, l'EPS delle aziende *venture-backed* l'anno dopo la quotazione risulta essere il doppio rispetto a quello delle altre, per poi calare nei due anni successivi, quando risulta essere sostanzialmente uguale a quello delle società non *venture-backed* (intorno allo 0,25).

¹³⁰ Elaborazione propria dati AIDA.

¹³¹ Elaborazione propria dati AIDA.

Grafico 59- Valore mediano earnings per share imprese venture backed e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2018¹³²



Per concludere sono stati analizzati altri due indicatori: il rapporto prezzo-utili e il *price to book value*.

Il *price-earnings ratio* (Grafico 60) è definito come il rapporto fra il prezzo corrente di un'azione e l'utile atteso per ogni azione ed indica quante volte il prezzo dell'azione incorpora gli utili attesi e, quindi, quante volte l'utile di una società è contenuto nel valore che il mercato le attribuisce. Quanto più P/E è alto, tanto maggiori sono le aspettative degli investitori sulla crescita della società. Infatti, un valore elevato di P/E indica che il mercato è disposto a pagare molto per avere il livello di utili al denominatore, in quanto crede nella capacità dell'azienda di incrementarli ulteriormente¹³³. In altre parole il P/E è anche una misura della fiducia del mercato nei confronti delle capacità societarie di incrementare gli stessi utili.

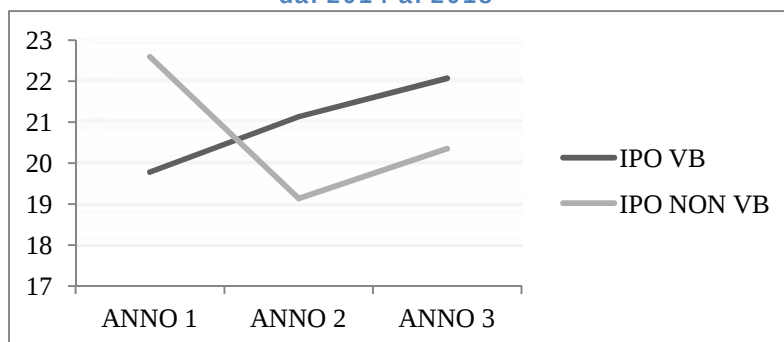
Tale rapporto serve a valutare le quotazioni di un'azione, anche se un giudizio sul corretto valore di un titolo deve tener conto di diversi fattori, come il settore di appartenenza o l'andamento futuro dell'impresa.

Un valore pari a 13-15 è ritenuto normale; se è superiore indica di norma un titolo sopravvalutato (lo è certamente intorno a 27-30). Valori intorno a 8-9 sono ricercati dagli analisti, perché indicano titoli sottovalutati dal mercato, che potrebbero avere una buona crescita della quotazione.

In settori economici più tradizionali, dove è maggiore la concorrenza e minore la possibilità di ottenere utili di dimensioni elevate, ci si attende che il rapporto prezzo-utili o PE sia basso. In settori innovativi o in settori appena usciti da una situazione di crisi, le attese di utili futuri elevati spinge invece più in alto il PE considerato corretto.

Il rapporto prezzo-utili calcolato per le due categorie di matricole di borsa risulta essere intorno a 20, non si evidenziano particolari differenze per quanto riguardano il valore dell'indice, anche se leggermente più alto è quello delle matricole *venture-backed*, mentre con riferimento all'andamento, l'indice delle aziende partecipate da un operatore di PE cresce nel periodo di tempo considerato al contrario di quello dell'altra categoria di aziende.

Grafico 60- Valore mediano rapporto prezzo utili imprese venture backed e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2018¹³⁴



¹³² Elaborazione propria dati AIDA.

¹³³ Glossario Borsa Italiana.

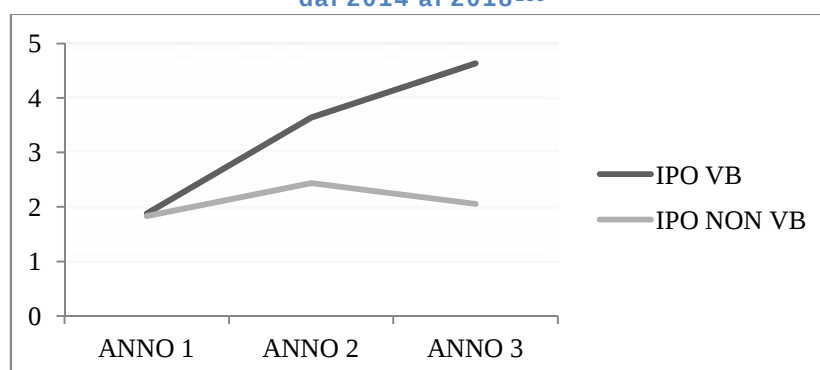
¹³⁴ Elaborazione propria dati AIDA.

Ultimo indicatore è il rapporto tra il prezzo di mercato (quotazione) di un'azione e il valore del capitale proprio della società risultante dal bilancio (valore libro) per azione. Se è maggiore di 1, significa che il mercato attribuisce all'impresa un valore maggiore rispetto al suo valore contabile, per cui quest'ultima è sopravvalutata.

I titoli venduti a un prezzo ampiamente inferiore al valore contabile del patrimonio netto sono in genere considerati buoni candidati per portafoglio sottovalutati; al contrario, quelli venduti ad un prezzo superiore al valore contabile, sono l'obiettivo di portafogli sopravvalutati.

L'indicatore cresce notevolmente nel periodo considerato se si guarda alle imprese *venture backed* (passando da 1,9 a 4,6), mentre per le altre società rimane piuttosto costante e intorno a 2 (Grafico 61).

Grafico 61- Valore mediano price to book value imprese venture backed e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2018¹³⁵



Dall'analisi proposta, dunque, sembrerebbe che risultati delle ottenuti dalle *venture-backed firms* siano migliori in termini di performance, sia operativa che di mercato, rispetto al campione composto dalle matricole non partecipate da un investitore istituzionale.

Tuttavia, i risultati potrebbero essere condizionati dal fatto che non si è considerato il mercato di appartenenza delle imprese presenti nel campione. Infatti, se nel campione contenente le imprese *venture-backed*, entrate in borsa negli anni dal 2014 al 2018, è presente una maggioranza di aziende appartenenti al listino principale, dedicato alle società di medie-grandi dimensioni, al contrario, nel campione contenente le imprese non partecipate da un investitore istituzionale, sono presenti più imprese quotate sul mercato AIM, riservato alle PMI. I risultati ottenuti attraverso l'analisi presentata potrebbero essere stati influenzati, anche, dalla piccola dimensione del campione che conta solo 21 imprese, poiché sono state escluse le aziende quotate nell'anno 2019, a causa della scarsa disponibilità di dati soprattutto post-quotazione.

Si è resa necessaria, quindi, necessaria un'ulteriore analisi che tenga conto anche del mercato di riferimento delle aziende presenti nel campione.

Nel prossimo paragrafo verranno presentati i risultati distinguendo, quindi, tra aziende quotate sul listino principale e aziende quotate sul mercato alternativo del capitale.

4.5) I RISULTATI DELLA RICERCA DIFFERENZIANDO PER MERCATO DI APPARTENENZA

4.5.1) LA PERFORMANCE OPERATIVA

Gli indicatori utilizzati per l'analisi sono gli stessi, solo che, in questo caso, distinguiamo tra imprese quotate sul listino principale (MTA incluso il segmento STAR) e imprese quotate sull'AIM, ovvero il segmento

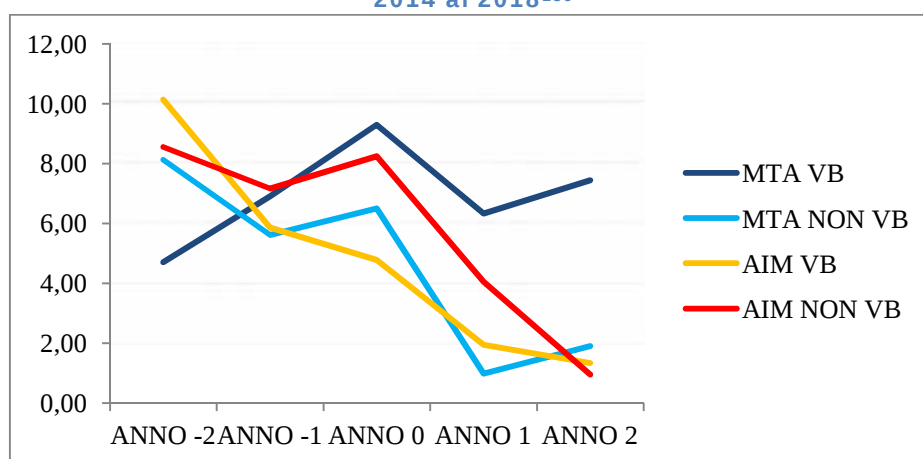
¹³⁵Elaborazione propria dati AIDA.

dedicato alle piccole-medie imprese innovative che presenta requisiti di accesso meno stringenti e una procedura di ingresso semplificata.

Come possiamo notare dal grafico 62, tutte le matricole di borsa, sia quelle sul listino principale che sull'AIM mostrano un marcato calo della redditività post-quotazione, ad eccezione delle matricole *venture-backed* sul listino principale che registrano una crescita del ROI nell'arco temporale considerato, dal 5% circa dell'ANNO-2 al 7.44% dell'ANNO +2.

Le altre società sembrano seguire lo stesso andamento, senza sostanziale differenza tra matricole *venture-backed* e non, anzi, la presenza di un investitore istituzionale nel capitale sembra addirittura peggiorare la situazione, infatti le matricole *venture-backed* dell'AIM sembrano mostrare una riduzione più marcata della redditività.

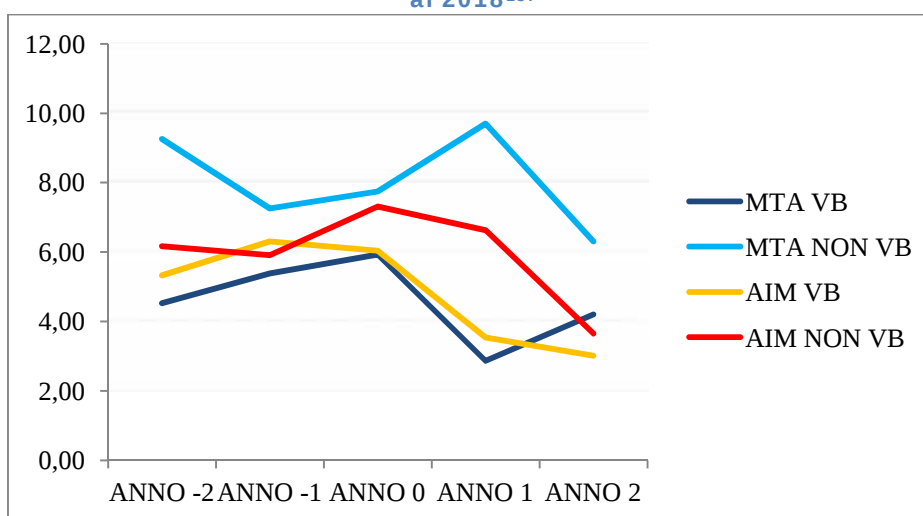
ROI Grafico 62- Valore mediano indice ROI imprese venture backed e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2018¹³⁶



Per quanto riguarda il ROS, il grafico 63 mostra come per tutte le matricole considerate il tasso di rendimento sulle vendite decresca negli anni post-IPO, specialmente per le imprese *venture-backed* sia dell'AIM che dell'MTA, mentre si mantiene su livelli piuttosto elevati per le aziende non *venture-backed* quotate sul listino principale.

Anche in relazione all'andamento di questo indice di performance operativa le matricole non *venture backed* presentano risultati migliori, ribaltando per il momento quanto detto nel precedente paragrafo.

Grafico 63- Valore mediano indice ROS imprese venture backed e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2018¹³⁷



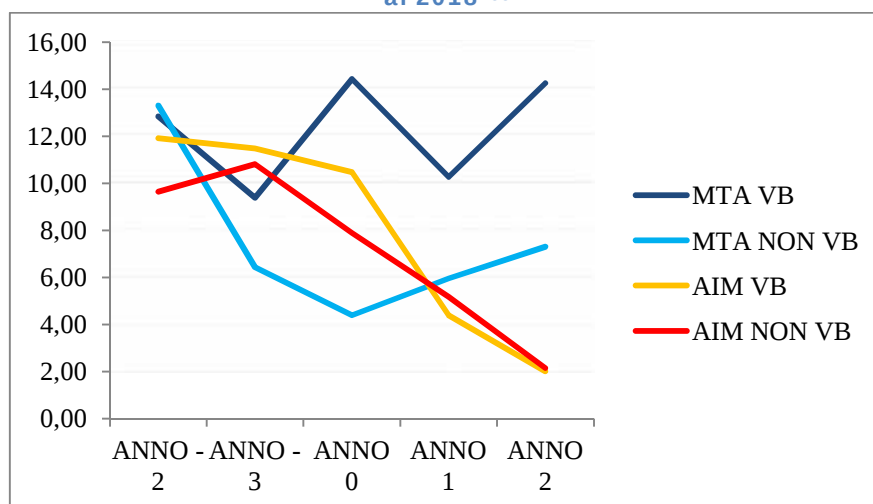
¹³⁶ Elaborazione propria dati AIDA.

¹³⁷ Elaborazione propria dati AIDA.

Con riferimento al ROE (Grafico 64) invece, vediamo come le matricole *venture-backed* del listino principale registrino una redditività del capitale proprio superiore rispetto alle altre. Le aziende non *venture backed* quotate sull'MTA, invece, mostrano un notevole calo dell'indice, che passa dal 12,85% dell'ANNO - 2 al 7,3% dell'ANNO +2.

Per quanto riguarda le società dell'AIM, esse sembrano mostrare una riduzione più marcata dell'indice anche se l'andamento dello stesso risulta molto simile per entrambe le categorie considerate.

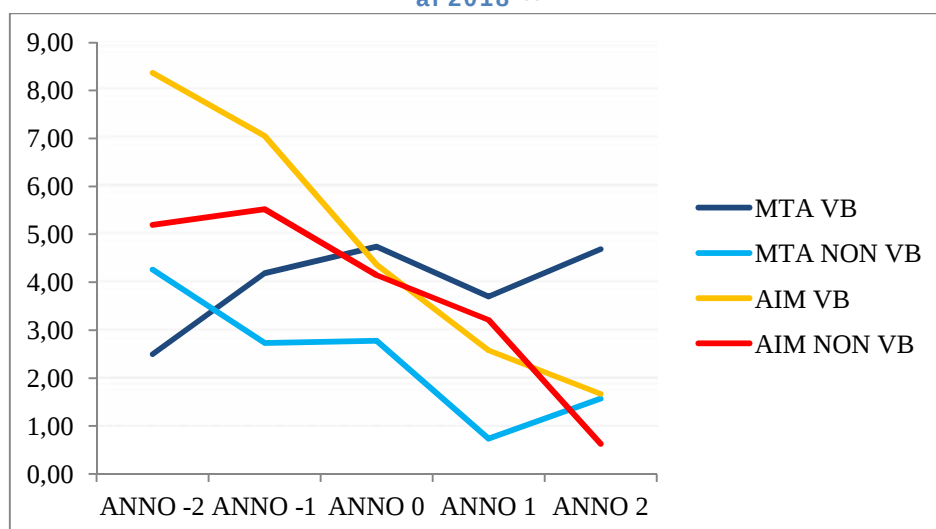
Grafico 64- Valore mediano indice ROE imprese venture backed e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2018¹³⁸



Il *return on asset* (Grafico 65), ancora una volta, presenta un andamento simile per le imprese dell'AIM, che partono da un indice di redditività pre-quotazione molto alto rispetto alle matricole del listino principale, ma registrano un calo più cospicuo della redditività contabile negli anni post-IPO.

Anche per l'indice ROA si riscontra una differenza tra le imprese dell'MTA, infatti, se questo tende a salire per le imprese *venture-backed*, lo stesso presenta un andamento opposto per le aziende non partecipare da investitori professionali, seppur negli anni successivi all'ingresso al mercato, l'andamento dell'indice sia piuttosto simile per le due categorie di aziende (decresce nell'ANNO +1 per poi salire leggermente nell'anno successivo).

Grafico 65- Valore mediano indice ROA imprese venture backed e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2018¹³⁹



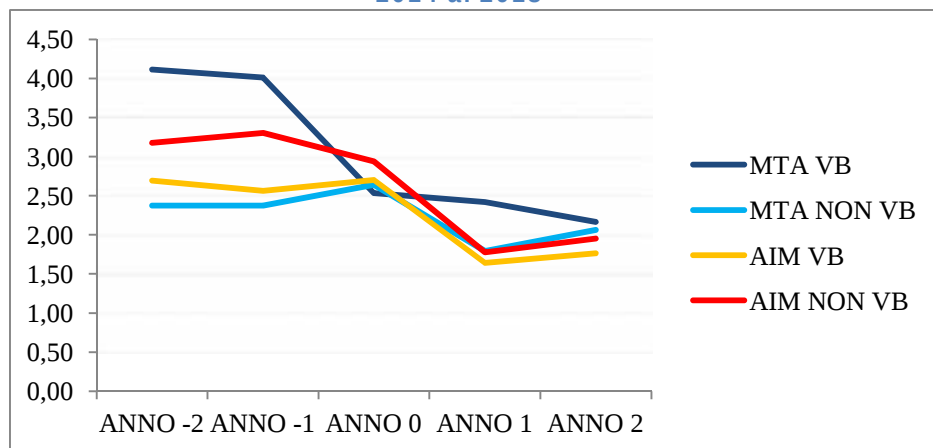
¹³⁸ Elaborazione propria dati AIDA.

¹³⁹ Elaborazione propria dati AIDA.

Il grafico 66 riporta, invece, l'andamento della leva finanziaria, sempre nello stesso arco di tempo. Come possiamo vedere tutte le aziende tendono a ridurre la leva in modo consistente dopo l'ingresso in borsa, soprattutto quelle appartenenti al listino principale e non si riscontrano particolari differenze tra aziende *venture backed* e non.

Tutte le aziende considerate presentano una leva superiore a 2 prima dell'ingresso in borsa e le società con un rapporto di indebitamento più alto pre-IPO risultano essere le matricole *venture backed* quotate sul listino principale, a cui è associato un valore mediano di *leverage* pre-quotazione pari al 4,12%.

Grafico 66- Valore mediano indice di leverage imprese venture backed e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2018¹⁴⁰



4.5.2) LA PERFORMANCE DI MERCATO

Guardiamo ora alla performance di mercato dei titoli in questione, osservata su un orizzonte temporale fino a 3 anni dopo la quotazione.

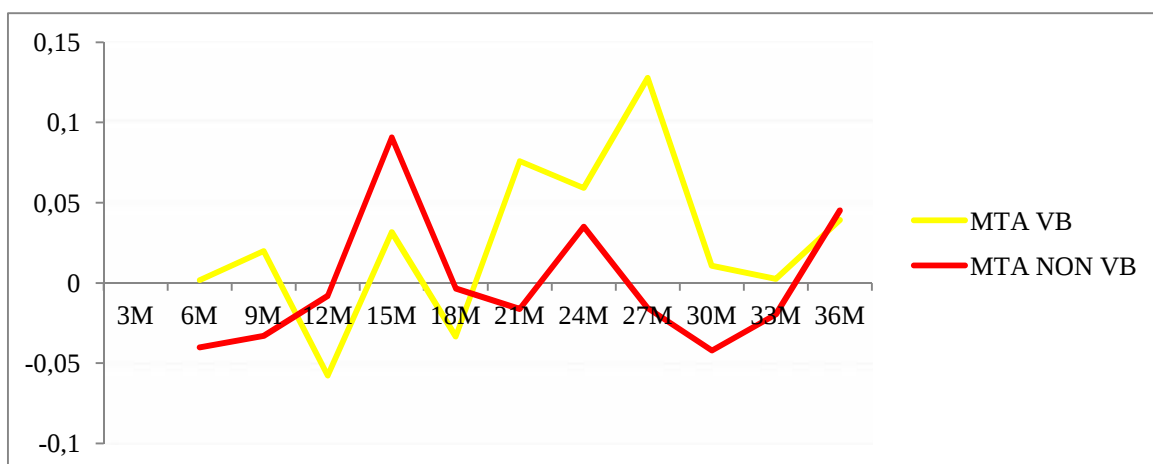
Come nella precedente analisi è stato *buy-and-hold return* mediano, stavolta distinguiamo tra imprese quotate sul listino principale e imprese quotate sul mercato alternativo del capitale.

Il grafico 67 mostra i rendimenti di mercato assoluti dopo la quotazione per le aziende quotate sul listino principale. L'andamento del BHR delle imprese analizzate è oscillante, nei primi 9 mesi dopo la quotazione la performance delle IPO *venture backed* risulta essere migliore, ma la situazione si capovolge nei 6 mesi successivi, quando il rendimento delle imprese partecipate da un investitore istituzionale è più basso rispetto al rendimento delle altre, di ben 6 punti percentuali.

Tuttavia, a 18 mesi dalla quotazione, il rendimento delle società *venture backed* esplode, arrivando a 12,8%, al contrario di quello dell'altra categoria di imprese, che cala a picco, tanto da registrare un rendimento negativo che raggiunge il valore di - 4,2%. a 33 mesi dalla quotazione, per poi risalire circa allo stesso livello delle aziende partecipate da operatori di *private equity*.

¹⁴⁰ Elaborazione propria dati AIDA.

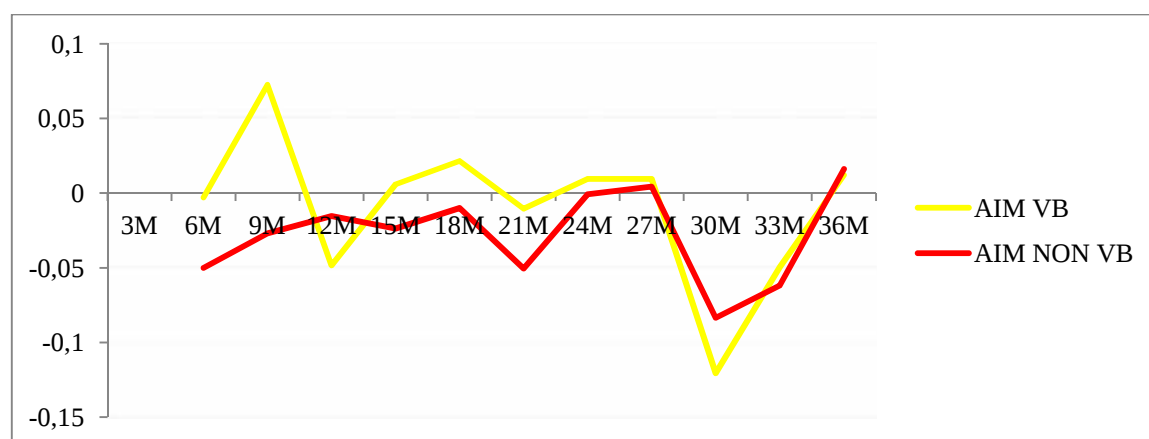
Grafico 67-Rendimenti di mercato assoluti dopo la quotazione: BHR (buy-and-hold return) mediani per le IPO quotate sul listino principale dal 2014 al 2018¹⁴¹



L'analisi è riproposta per le matricole dell'AIM. Come si evince dal Grafico 68, è evidente come la performance delle imprese quotate sul mercato alternativo del capitale sia peggiore di quella delle società appartenenti al listino principale.

L'andamento dei rendimenti, per le due categorie di società considerate, risulta molto simile e se, nei primi mesi post-IPO, la performance delle aziende *venture backed* è decisamente migliore (ad esempio a 9 mesi dall'IPO il rendimento è del 7,29%, a fronte del -5% per le matricole non partecipate da investitori istituzionali). Dopo il primo anno di quotazione i rendimenti delle due categorie considerate è sostanzialmente lo stesso, sia imprese *venture backed* che non registrano valori dell'indice BHR vicini allo zero, se non addirittura negativi (ad esempi a 30 mesi dalla quotazione entrambe le categorie toccano valori pari a -12% e -8,4%).

Grafico 68-Rendimenti di mercato assoluti dopo la quotazione: BHR (buy-and-hold return) mediani per le IPO quotate sull'AIM dal 2014 al 2018¹⁴²



Il grafico 69 riporta il prezzo di mercato mediano del campione di imprese considerato.

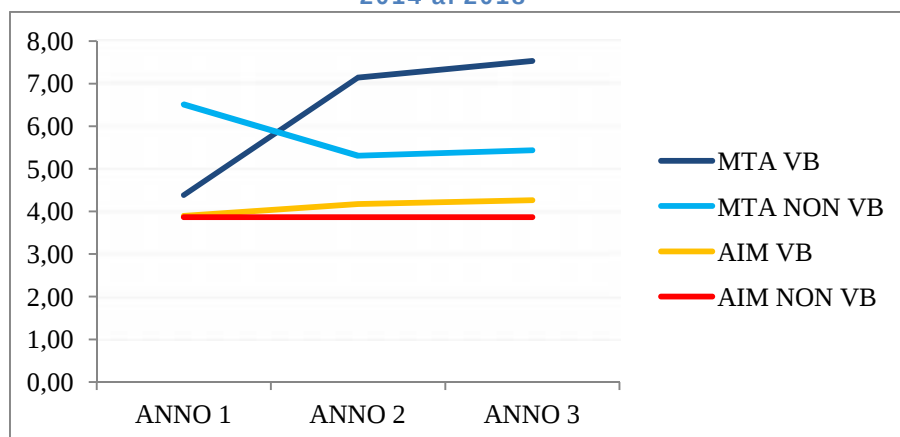
Per quanto riguarda le matricole dell'AIM esse presentano un andamento dei prezzi sostanzialmente analogo, leggermente crescente negli anni successivi all'ingresso sul mercato dei capitali, con un leggerissimo vantaggio a favore delle aziende *venture-backed*.

¹⁴¹ Elaborazione propria dati Bloomberg.

¹⁴² Elaborazione propria dati Bloomberg.

La differenza la si riscontra ancora una volta nelle matricole del listino principale. Se, infatti, il prezzo di mercato delle matricole *venture backed* tende a salire negli anni post-IPO, quello delle aziende appartenenti all'altra categoria registra un calo, seppur lieve, nei tre anni considerati.

Grafico 69- Valore mediano prezzo di mercato imprese venture backed e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2018¹⁴³

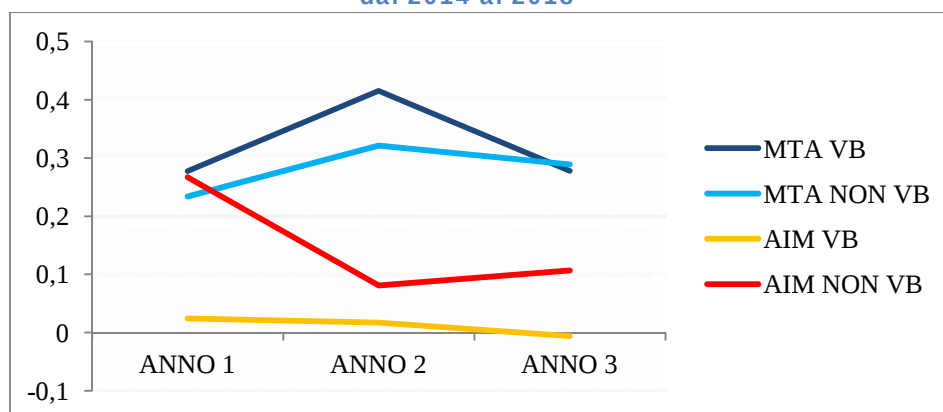


Per quanto riguarda l'EPS (Grafico 70), notiamo come, questa volta, l'andamento sia molto simile per le matricole del listino principale e decisamente superiore rispetto alle aziende quotate sul mercato alternativo del capitale, con un sottile vantaggio delle imprese *venture-backed*, colmato, però, nell'ultimo anno di valutazione, quando il valore mediano dell'indice risulta essere pressoché lo stesso.

Non possiamo dire lo stesso per le matricole dell'AIM che presentano valori di *earnings per share* molto differenziati.

Sebbene l'utile per azione risulta essere decrescente per entrambe le categorie di matricole (in leggero rialzo nell'ultimo anno per quelle non *venture backed*), l'EPS delle aziende partecipate da investitori istituzionali risulta essere notevolmente basso, addirittura negativo nell'ultimo anno di analisi, mentre lo stesso rimane sempre positivo per le matricole non *venture backed*.

Grafico 70- Valore mediano Earnings Per Share imprese venture backed e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2018¹⁴⁴



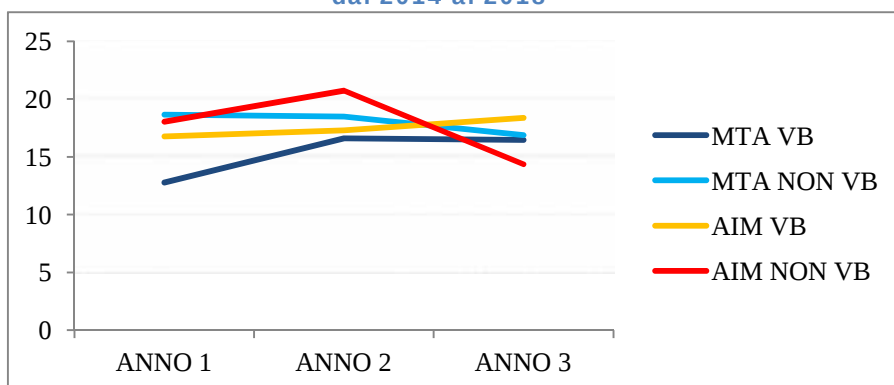
Il grafico 71 mostra l'andamento del rapporto prezzo utili. Risulta evidente la sostanziale similitudine tra le aziende relative all'MTA, che al terzo anno di valutazione presentano un valore dell'indice quasi del tutto identico.

¹⁴³ Elaborazione propria dati AIDA.

¹⁴⁴ Elaborazione propria dati AIDA.

Le imprese *venture-backed* quotate sull'AIM presentano un andamento del *PE ratio* leggermente crescente a differenza delle non *venture-backed* che registrano un calo nell'ultimo anno di valutazione, che le fa scendere al di sotto delle prime. Tuttavia le differenze sono minime e i grafici relativi alle varie categorie sono quasi sovrapponibili, con valori di PE molto simili tra loro.

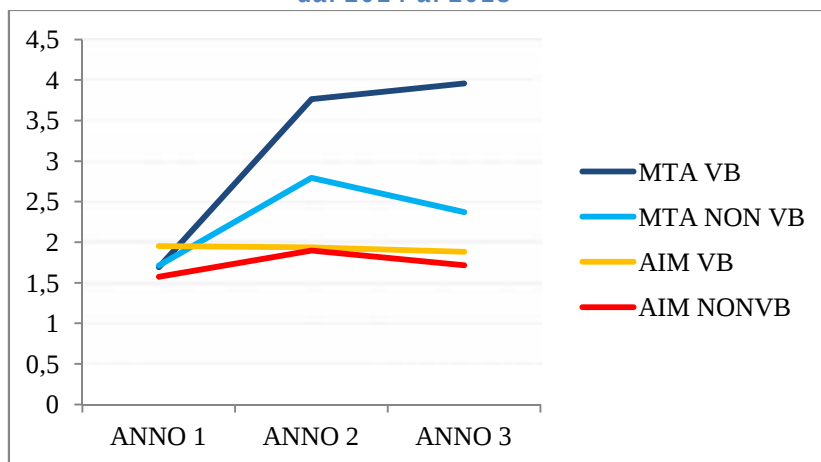
Grafico 71- Valore mediano rapporto prezzo utili imprese venture backed e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2018¹⁴⁵



Infine consideriamo come nella precedente analisi il *price to book value* e la Q di Tobin.

L'evoluzione del *price to book ratio* (Grafico 72) è la medesima per le aziende quotate sul mercato alternativo del capitale con un piccolo vantaggio a favore delle *venture backed*, mentre per quanto riguarda il listino principale, il rapporto prezzo valore libro delle aziende partecipate da *venture capitalists* è nettamente maggiore, indice di una possibile sopravvalutazione delle suddette società, cui è attribuito un valore di mercato nettamente superiore rispetto al loro valore contabile.

Grafico 72- Valore mediano price to book value imprese venture backed e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2018¹⁴⁶



Per ultimo esaminiamo, attraverso il grafico 73, l'andamento della Q di Tobin. Con riferimento a questo indice, possiamo affermare la notevole superiorità delle imprese *venture backed*, sia di quelle appartenenti al listino principale che di quelle quotate sull'AIM.

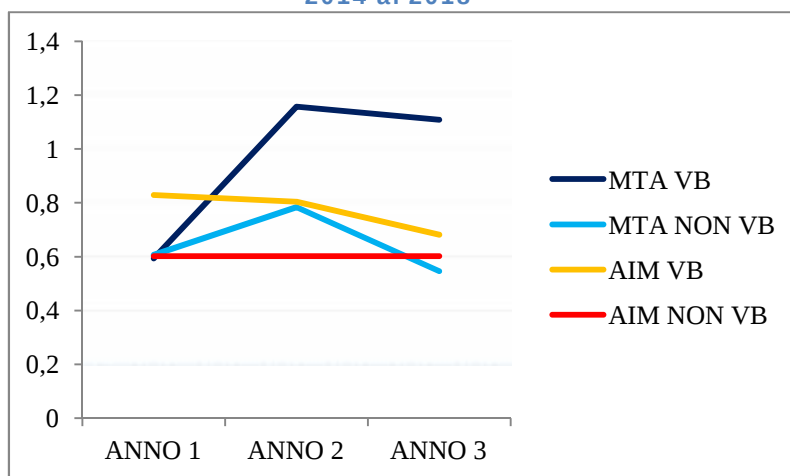
La differenza sostanziale si ha in relazione alle matricole appartenenti al listino principale, dove le matricole con investitori istituzionali nel capitale di rischio presentano un indice superiore a 1 nel secondo e terzo anno successivo all'IPO, e nettamente superiore rispetto al valore dello stesso riferito alle aziende non *venture backed*.

¹⁴⁵ Elaborazione propria dati AIDA.

¹⁴⁶ Elaborazione propria dati AIDA.

Anche per quanto riguarda le matricole venture backed dell'AIM, il valore dell'indice proposto dal premio Nobel James Tobin è maggiore di quello delle altre aziende, seppur la differenza tende ad assottigliarsi nell'ultimo anno considerato, quando i due valori risultano molto simili (0,68 per le imprese VB e 0,60 per le imprese NON VB).

Grafico 73- Valore mediano indice Q di Tobin imprese venture backed e non quotate su Borsa Italiana dal 2014 al 2018¹⁴⁷



¹⁴⁷ Elaborazione propria dati AIDA.

CONCLUSIONI

L'analisi effettuata ha inteso verificare, in termini concreti e operativi quali sono state, al momento dell'ingresso sul mercato borsistico e nel periodo considerato, le differenze di performance pre e post quotazione tra le imprese partecipate da un investitore professionale, cosiddette *venture backed* e le imprese non traghettate da investitori di *private equity*.

In prima battuta, alla luce dei primi risultati elaborati con i dati di mercato unitari, si è osservato che le aziende *venture backed* hanno registrato una performance nettamente superiore rispetto a quella dell'altra categoria d'imprese, confermando in toto la considerazione che ci sia una stretta correlazione tra la presenza di un operatore di *private equity* nel capitale di rischio e la buona riuscita dell'IPO dell'impresa partecipata.

Quasi tutti gli indici considerati, infatti, evidenziano una netta superiorità delle imprese *venture backed* sia in termini di performance operativa (ROI, ROA, ROE, ROS), che di performance di mercato (BHR, PE, P/BV, MKT CAP, Q di TOBIN e così via).

In via successiva, al fine di eseguire una valutazione più dettagliata ed eliminare eventuali distorsioni dipendenti dal raggruppamento dei dati precedenti, si è eseguita una nuova elaborazione degli indici, riferendoli questa volta ai mercati di riferimento delle imprese considerate (MTA incluso il segmento STAR e società quotate sul mercato alternativo del capitale). I risultati della seconda analisi descrivono una situazione leggermente diversa dalla precedente e indicano che le differenze di performance, che dapprima disegnavano un marcato vantaggio di tutti gli indici in favore delle matricole *venture backed*, si assottigliano notevolmente per le società appartenenti al mercato al mercato alternativo del capitale (AIM) e presentano andamenti degli indici considerati molto simili e talvolta addirittura peggiori, rispetto alle aziende non partecipate da un investitore istituzionale.

Le differenze tra aziende partecipate da operatori di *private equity* e non, sono, quindi, sostanzialmente nulle se si considerano le matricole appartenenti al mercato AIM.

Nel mercato MTA, invece, le società *venture backed* sono più performanti rispetto alle non *venture backed* e gli andamenti positivi, riscontrati in prima analisi, rimangono e si confermano, seppure con margini meno evidenti.

Le aziende *venture backed* del listino principale registrano valori superiori sia per indici di redditività operativa, quali ROI, ROE e ROA, sia per quanto riguarda gli indici di performance di mercato; su tutti la Q di Tobin, che solo per queste imprese presenta un valore superiore a uno, indicando che il loro valore di mercato è superiore al costo di sostituzione delle proprie attività.

Fanno eccezione solo alcuni indici, come ad esempio il ROS, per il quale le matricole partecipate da investitore istituzionale non hanno sovraperformato, nel periodo post-IPO, rispetto al benchmark di riferimento.

Alla luce di quanto sopra si può concludere che le differenze, tra aziende partecipate da operatori di *private equity*, sono state sostanzialmente nulle per le matricole appartenenti al mercato AIM e che la performance delle aziende *venture backed* è stata superiore, seppur di poco rispetto alle non *venture backed*, per le società quotate sul listino principale di Borsa Italiana.

Per queste ultime, in particolare, si conferma nettamente la considerazione che i migliori risultati registrati, rispetto alle imprese che non godevano della presenza di operatori di *private equity* al momento della quotazione sul mercato regolamentato, sono correlati e attribuibili alla presenza dell'investitore istituzionale, che condiziona positivamente le prestazioni delle imprese partecipate e contribuisce concretamente allo sviluppo e alla sopravvivenza delle imprese target.

In proposito, a supporto delle relazioni osservate al momento della quotazione, è qui opportuno richiamare quella che è stata evidenziata dalla letteratura in materia come la precipua caratteristica degli investimenti di *private equity*: costituiscono un driver di sviluppo per le imprese, non solo perché l'ingresso di un investitore

istituzionale nella compagine societaria costituisce un apporto di capitali, ma soprattutto perché tale ingresso comporta anche l'apporto di competenze, trasferimento di *know how*, aiuto nella gestione e sfruttamento del *network* di contatti che lo stesso possiede.

Il *private equity*, infine, presenta numerosi vantaggi rispetto alle forme di ricorso al credito tradizionale. Rappresenta, infatti, un cosiddetto “*capitale paziente*”, svincolato dalle scadenze di rimborso di capitale e interessi prefissati, totalmente sganciati dai risultati dell'impresa, propri del prestito bancario.

Si tratta di un investimento di lungo periodo e che dà luogo a un rapporto definito *win-win*: il *venture capitalist* non si limita a prestare capitali, ma si adopera attivamente affinché l'impresa si sviluppi e aumenti il suo valore, mosso dall'intento di eseguire una dismissione della partecipazione, la più profittevole possibile.

In un contesto economico come quello italiano, dominato dalla presenza di PMI per lo più a condizione familiare, in cui si registra la cui crescente difficoltà da parte delle stesse di reperire risorse finanziarie sul mercato a costi sostenibili, associata a una conseguente situazione di sottocapitalizzazione, che le rende estremamente vulnerabili alle contingenze esterne, il ricorso a fonti di finanziamento alternative, con operatori a più alta propensione al rischio, può rappresentare un'importante opportunità di sviluppo.

Purtroppo, però, in Italia il mercato del *private equity* è ancora poco sviluppato, a differenza di altri Paesi.

In particolare è veramente negativo che tra le PMI familiari non vi sia una diffusa propensione ad aprire il proprio capitale a operatori di *private equity*. Una maggiore fiducia potrebbe affrancarle dalla dipendenza dal sistema bancario, apportare competenze manageriali, gestionali, commerciali e portarle a successi insperati.

Non è un caso che nella legge di bilancio (ex "legge di stabilità", prima ancora "legge finanziaria") e del bilancio pluriennale per il triennio 2020-2022, pubblicata nella Gazzetta Ufficiale lo scorso 30 dicembre 2019, sia stata inserita, tra le tante voci, anche una norma che richiama attenzione al *venture capital*, si tratta dell'articolo 19), commi dal 7 al 20.

Infatti, per ovviare lo storico ritardo l'articolo 19) in questione:

- rimarca il forte ritardo di sviluppo del mercato del *Venture Capital* nel nostro Paese, in termini di raccolta fondi, investimenti finalizzati e transazioni fatte, rispetto agli stadi di sviluppo del VC presenti in Paesi a noi vicini quali Spagna, Francia e Germania;

- chiude i precedenti fondi statali che non hanno prodotto i risultati attesi, il “*Fondo Balcani*” e il “*Fondo start-up*” ;

- istituisce, presso il MISE, un “*Fondo per il sostegno al Venture Capital*”, con una dotazione di 30 milioni di euro annui dal 2019 al 2021 e di 5 milioni di euro annui anni dal 2022 al 2025, che possa investire a sua volta in Fondi di VC.

Questa dotazione è stata giudicata dagli operatori appena sufficiente riguardo all'effettiva necessità del settore, ma vi è la speranza che questo tipo d'intervento, più che spostare da solo la bilancia delle risorse disponibili, possa fare da volano per la crescita degli investimenti privati nella direzione del *venture capital* e per il sostegno alle imprese di nuova generazione.

RIASSUNTO

Negli ultimi anni, in particolare dopo la crisi del 2008 e la relativa contrazione dei finanziamenti alle imprese da parte delle banche, il bisogno delle piccole-medie imprese innovative di reperire capitali e risorse per attuare i loro progetti è andato via via crescendo.

Per questo tipo di aziende è molto difficile accedere in modo efficace e vantaggioso alle fonti di finanziamento tradizionali ed è divenuto sempre più importante utilizzare fonti alternative per trovare la liquidità che il sistema bancario non riesce a garantire.

Il ricorso ai fondi di *venture capital* o ai *business angels*, ovvero a soggetti specializzati nella valutazione delle imprese, o di idee imprenditoriali, e nella formulazione di strategie di crescita, che mettono a disposizione delle imprese partecipate non solo fondi, ma anche competenze manageriali, conoscenze tecniche e relazioni tali da consentire una più rapida creazione di valore, ha assunto, pertanto, un'importanza crescente nel sistema economico, offrendo una valida e importante alternativa fonte di risorse per gli imprenditori.

I mercati dei capitali standard e dei prestiti bancari, inoltre, reputano troppo rischiosi gli investimenti in imprese che, per loro precipua tipologia, hanno sì il rischio di un'alta percentuale di fallimento (3 su 4), ma che, quando hanno successo, garantiscono agli investitori ritorni così alti da ripagare anche quanto perso nelle imprese fallite.

Anche in Italia una delle problematiche del sistema imprenditoriale è la difficoltà di reperimento delle risorse finanziarie perché il 92% delle imprese è di piccola o media dimensione e la principale fonte di finanziamento delle attività economiche è rappresentata, appunto, dagli intermediari creditizi, che disegnano una conformazione banco centrica del sistema finanziario italiano.

Il ricorso al *private equity* può, quindi, rappresentare la possibile risposta al problema, ma il mercato è ancora di piccole dimensioni se paragonato alle altre realtà internazionali, nonostante il processo di crescita e la maggior propensione delle imprese italiane a recuperare fondi fuori dal sistema bancario, negli ultimi anni, sia in costante aumento.

Il *private equity* è un'attività di investimento effettuata da investitori istituzionali, in imprese non quotate ad alto potenziale di crescita, che ha come obiettivo principale la creazione di valore e la conseguente realizzazione di una significativa plusvalenza al momento della dismissione della partecipazione.

Per investitori istituzionali si intendono intermediari la cui attività caratteristica è quella di investire risorse finanziarie per conto di un soggetto, quindi operatori finanziari come banche d'affari, società di *private equity*, società finanziarie private, società finanziarie pubbliche, organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), fondi comuni di investimento mobiliari, immobiliari, speculativi, Sicav, fondi pensione o compagnie assicurative.

Questi soggetti operano al di fuori del mercato azionario e con un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, solitamente 7-9 anni, con l'obiettivo di ottenere un guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla quotazione in borsa.

Le principali prerogative che differenziano l'attività di *private equity* dalle altre attività di finanziamento e di sostegno alle imprese, sono che, in primo luogo, il finanziamento avviene sotto forma di acquisizione di partecipazioni e/sottoscrizione di partecipazioni (di maggioranza o minoranza) e che, oltre all'apporto di capitale, la società di *private equity* sia a tutti gli effetti coinvolta nella gestione operativa della partecipata.

Questa modalità di investimento, infatti, non comporta unicamente l'apporto di capitale di rischio, ma prevede il coinvolgimento attivo dello stesso investitore nella gestione dell'impresa beneficiaria o ricapitalizzata, tramite una serie di attività connesse e strumentali alla realizzazione dell'idea imprenditoriale. In questo modo l'investitore diventa socio a tutti gli effetti dell'impresa: partecipa alle decisioni strategiche, apporta le proprie conoscenze ed esperienze professionali e la sua immagine di prestigio nel ambiente

finanziario, permette all'impresa di acquisire notorietà e fiducia nel momento della sua eventuale futura quotazione.

Inoltre la possibilità di collaborare con manager esperti, che vantano generalmente un importante *track record* caratterizzato da numerose realtà imprenditoriali, può risultare fondamentale al management aziendale per il raggiungimento degli obiettivi dell'impresa.

Questo approccio si definisce di "*proprietà attiva*" ed ha come obiettivo la creazione di valore nel medio-lungo periodo.

In Europa, solitamente, si parla di *venture capital* quando si fa riferimento a operazioni finalizzate a sostenere la nascita e le prime fasi di espansione delle imprese e di *private equity* per tutte le altre tipologie d'investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, che riguardano stadi successivi a quello iniziale del ciclo di vita (*expansion, replacement, buy out, turnaround*).

L'attività di *private equity* nasce negli Stati Uniti, dove già dal primo Novecento famiglie benestanti con eccedenza di capitale, chiamate *family offices*, finanziavano imprese con buoni progetti attendendosi un'alta remunerazione del capitale investito.

La prima vera società di *private equity* nasce nel 1946 ed è l'American Research and Development Corporation (ARDC), società voluta da un gruppo di finanziatori ed accademici tra cui il Presidente del Massachusetts Institute of Technology (MIT), Karl T. Compton, che forniva sostegno non solo finanziario alle imprese impegnate nella ricerca, per sfruttare le nuove tecnologie sviluppate durante la seconda guerra mondiale.

Se negli USA il *venture capital* ha origini molto lontane, in Europa questa tipologia di finanziamento si è diffusa solo recentemente, fatta eccezione del Regno Unito, che ancora a oggi raccoglie da solo circa la metà dei fondi destinati a questo settore e dove già nel 1945 la Bank of England fondava la 3i, Investing in Industry, società che fornisce capitale di rischio ad imprese ad alte potenzialità di crescita e che opera tuttora egregiamente nel medesimo settore rimanendo una delle più importanti.

Nonostante la spinta del Regno Unito, il settore del PE è cresciuto molto più lentamente rispetto a quanto successo in America, affermandosi solo dopo il 1980 con la creazione del Venture Capital Liaison Office e dell'European Venture Capital Association (EVCA), associazioni volte a promuovere le attività di investimento nel capitale di rischio delle imprese europee, ma non è riuscito ancora ad affermarsi in modo determinante.

Solo negli ultimi anni la crescita è stata degna di nota non riuscendo, tuttavia, a seguire il passo degli Stati Uniti. Le tensioni e le preoccupazioni generate dalla *brexite* e la bassa crescita economica avrebbero potuto rappresentare un freno importante per il *private equity* europeo, che al contrario sembra in buona salute.

Oggi, in un contesto generale di tassi di interesse bassi, il numero di fondi di *private equity* ha raggiunto un numero elevatissimo. Secondo un recente report di Boston Consulting Group, da gennaio 2018 è stato raggiunto un record di 2.296 fondi di *private equity* nel mercato globale, con un raccolto totale di 744 miliardi di dollari, il 25% in più dell'anno precedente.

In Europa gli investimenti in *private equity* e *venture capital* sono cresciuti notevolmente negli ultimi anni, raggiungendo quota 80,6 miliardi di euro nel 2018, con un aumento del 7% rispetto all'anno precedente, che rappresenta il massimo mai registrato in un anno.

Gli investimenti sono andati in favore di n.7.800 società (+7% sul 2017) di cui l'86% sono piccole e medie imprese. Degli 80,6 miliardi totali, 8,2 miliardi (+13% sul 2017) sono stati investiti da fondi di *venture capital* in un totale di circa n. 4.400 società *venture backed*, con un aumento del 12 % rispetto all'anno precedente.

Il settore che ha maggiormente attratto gli investimenti di *venture capital* (47% del totale) è stato quello delle tecnologie dell'informazione e delle comunicazioni (ICT), seguito dal *biotech* e *healthcare* (con il 28%) e dai beni e servizi di consumo (9%).

L'attività di raccolta ha raggiunto i 97.3 miliardi di euro superando anche se di poco i 96,6 del 2017, dato secondo soltanto al picco dei 112 miliardi raccolti nel 2006. Il numero di fondi per la raccolta di nuovi capitali è diminuito del 5% a 581, ma è rimasto ancora del 13% superiore alla media annuale dei cinque anni precedenti. Gli investitori istituzionali extraeuropei hanno contribuito per il 46% al totale raccolta fondi, guidata da *limited partnerships* del Nord America (25%) e dell'Asia (15%).

Le principali fonti sono state i fondi pensione, 31% del totale, seguiti da fondi di fondi e altri soggetti finanziari con il 18%, investitori individuali e *family office* con l'11%, assicurazioni 11% e fondi sovrani 9%.

La maggior parte della raccolta nel 2018 in termini di volumi è andata a fondi di *buyout* con circa 66,5 miliardi, facendo registrare una quota percentuale ridotta rispetto al 2017 (72,7 miliardi). I fondi di *venture capital* hanno invece incrementato la raccolta a 11,4 miliardi rispetto ai 10,3 del 2017¹⁴⁸. La raccolta di fondi per la crescita è aumentata del 5% a € 7,8 miliardi, raggiungendo il livello più alto finora registrato.

Per quanto riguarda i disinvestimenti, 3.750 aziende europee sono state disinvestite nel 2018, con una diminuzione del 3% rispetto al 2017. L'importo del *buyout* è diminuito del 34% nel 2018 a € 22,4 miliardi e del 12% per numero di aziende a 863, calo causato dalla preferenza degli operatori vie di uscita quali: *trade sale*, vendita a un'altra società di private equity e offerta pubblica iniziale.

I *buyout disinvestments* rappresentavano il 70% dell'importo e il 23% per numero di uscite aziendali nel 2018. Le offerte pubbliche hanno raggiunto un 22% quota dell'importo del disinvestimento, un massimo di dieci anni, in seguito una crescita su base annua di oltre il 39%. Tuttavia il *trade sale* rimane la via di uscita preferita dagli operatori.

Allo stesso modo anche il Italia il trend di crescita del mercato di *private equity* è fortemente positivo. Questo settore ha subito una profonda evoluzione strutturale negli anni. Basti pensare che trent'anni fa non solo non fosse regolamentato ma neanche esisteva, e se confrontato con l'odierno volume di mercato e il suo rilievo nella crescita economica del Paese, si capisce quanto si sia evoluto velocemente.

In Italia questo strumento può consentire alle imprese, in particolare quelle piccole, di trovare il giusto slancio per colmare il gap rispetto ai sistemi di altri Paesi e rispondere all'intero sistema globale¹⁴⁹, e in questo senso il *private equity* è uno degli strumenti principali per riuscire a far competere le medie e grandi aziende italiane a livello globale.

Tuttavia nel nostro paese l'avvio delle attività di *private equity* avvenne con notevole ritardo rispetto agli altri Paesi europei e stenta ancora a decollare a causa di alcune tipicità del sistema italiano tra cui la scarsa propensione all'investimento in capitale di rischio, per cui si preferisce l'acquisto di titoli di Stato o il deposito bancario e postale, caratterizzati da interessi bassi ma da un'elevata sicurezza, ma soprattutto la mancata cultura del *private equity* dipende dalla composizione del tessuto imprenditoriale italiano, composto da un elevato numero di piccole e medie imprese, spesso a conduzione familiare, che molte volte non sono capaci di avanzare progetti innovativi e quindi di attirare questo tipo di investimenti, pur potendo trarre benefici da essi.

La struttura parentale che contraddistingue la gran parte delle nostre aziende comporta, in questo senso, diversi problemi tra cui, in primo luogo, l'indole tradizionalista dei proprietari, molto radicati nelle tradizioni e rispetto alle proprie origini, poco elastici, con scarsa propensione allo sviluppo internazionale e diffidenti rispetto al ricorso a supporto da parte di operatori di private equity ed in secondo luogo, particolari situazioni di carattere generazionale che fanno riferimento alla circostanza per cui chi eredita una azienda può non possedere la medesima spinta innovativa di chi l'ha fondata.

Un'ulteriore criticità consiste nella difficoltà di raccogliere capitale per il sostentamento dei fondi che vengono creati, che deriva da un limitato apporto di investimenti da parte dei fondi statali italiani tra cui

¹⁴⁸ La European Data Cooperative (EDC) è un'iniziativa congiunta sviluppata da Invest Europe e dalla sua associazione nazionale partner per raccogliere attività nel settore europeo su raccolta fondi, investimenti e disinvestimenti.

¹⁴⁹ Gervasoni A. et al., AIFI. Il private equity come motore di sviluppo, Egea, Milano 2012.

fondazioni bancarie, fondi previdenziali e assicurativi, che ritengono il nostro mercato molto rischioso e che scelgono nella maggior parte dei casi di finalizzare i loro investimenti verso imprese estere, per una maggiore sicurezza di investimento, sia in conseguenza di consulenze fornite da *advisor* di solito esteri, che per la mancanza di un *track record* importante per gli investimenti condotti in Italia.

L'ostacolo principale allo sviluppo di questo mercato nel nostro paese, tuttavia, è sostanzialmente di carattere culturale con riguardo alla mentalità delle aziende italiane e alla percezione del mercato del *private equity* stesso, generalmente non ancora considerato come una forma di supporto strategico ed affidabile dalle società.

Nel 2018 il mercato del *private equity* e *venture capital* in Italia ha registrato il record assoluto di quasi 10 miliardi di euro investiti, quasi il doppio rispetto all'anno precedente e valore più alto di sempre, a testimonianza della enorme, sebbene lenta crescita, del mercato nel nostro Paese. L'anno è stato caratterizzato da alcune operazioni di significativa dimensione effettuate nel settore delle infrastrutture e dei *buy out*, che stanno acquisendo grande rilevanza negli ultimi anni. Anche al netto di *large* e *mega deal*, tuttavia, il mercato ha registrato un'ottima crescita sull'anno precedente (+16%), passando da 3.340 milioni a 3.863 milioni di euro.

Il settore del *venture capital*, in particolare, ha fatto registrare un importante incremento in termini di numero di operazioni effettuate, ma anche in termini di capitali investiti, segnale di un paese in forte fermento innovativo.

La definizione di *private equity* include tutti gli investimenti in società non quotate sui mercati regolamentati raggruppando, quindi, un ampio spettro di operazioni diverse, riferite sia alla fase del ciclo di vita, che l'azienda target sta attraversando durante l'operazione, che alla tecnica di investimento utilizzata.

Il parametro di riferimento più importante per la classificazione delle diverse tipologie di investimento è il ciclo di vita dell'impresa da finanziare.

La logica di base presuppone che a differenti stadi di sviluppo dell'impresa corrispondono differenti esigenze e problematiche delle imprese, che richiedono diverse modalità di intervento da parte dell'investitore istituzionale.

Seguendo questa logica e partendo dalle fasi iniziali del ciclo di vita di un'impresa, si identificano le seguenti categorie di operazioni:

- Operazioni di *early stage financing*: finalizzate al finanziamento nelle fasi di avvio o nascita dell'impresa.
- Operazioni di *expansion* o *growth financing*: investimenti effettuati nelle fasi di sviluppo dell'impresa, finalizzati a supportare e consolidare la crescita dimensionale e di valore dell'impresa.
- Operazioni di *replacement capital*: interventi di riorganizzazione della compagine societaria di un'impresa con l'obiettivo di subentrare nella compagine societaria, al posto di uno o più soci, non più interessati a proseguire l'attività imprenditoriale.
- Operazioni di *buyout*: acquisizione del pacchetto di maggioranza o della totalità di un'impresa target, finalizzate al ricambio totale della proprietà e spesso realizzate con metodologie di investimento ad elevato grado di complessità tecnica. Per questo tipo di operazioni si fa solitamente ricorso alla leva finanziaria come strumento per l'acquisizione poiché, solitamente, richiedono un ingente esborso di denaro per essere portate a termine, si parla in fatti di *leverage buy out*.
- Operazioni di *turnaround*: finanziamento di un'impresa in difficoltà finanziarie, ristrutturazione di società in crisi;
- Operazioni di *bridge financing*: investimenti preparatori alla quotazione in borsa dell'impresa target.
- Operazioni di *cluster venture*: metodologia d'investimento che ha come oggetto il raggruppamento di società operative indipendenti, integrabili verticalmente od orizzontalmente e caratterizzate da considerevoli similitudini in termini di prodotti, mercati e tecnologie.

Le prime società di *private equity* istituzionalizzate risalgono al periodo compreso tra il 1992 e il 2002. La struttura più comune di organizzazione è quella del fondo di investimento chiuso. La struttura di questi fondi è molto complessa, e variabile da fondo a fondo, secondo le loro specifiche esigenze.

Ci sono diversi metodi di classificazione di un fondo: in funzione dell'azienda target oggetto di acquisizione, con riferimento alla localizzazione geografica o ancora, in funzione della dimensione dell'attività d'investimento.

A prescindere da quali servizi il fondo offre all'azienda e dalla quantità di risorse che apporta, esso ha bisogno di investitori che siano disposti a impegnare ingenti capitali in attività ad alto rischio, per periodi di tempo indeterminati, solitamente medio/lunghi.

I principali investitori in *private equity* sono:

- Banche ed assicurazioni, che da sempre investono in questo settore;
- Fondi che investono in altri fondi: detti fondi di fondi.
- Fondi pensione o casse di previdenza, che gestiscono cospicui capitali da investire e hanno necessità di liquidità nel breve periodo e devono garantire un rendimento rilevante;
- Fondazioni: da quelle bancarie a quelle universitarie;
- Holding finanziarie;
- *Family office*, che investono i capitali delle famiglie facoltose o di imprenditori.

La formula più utilizzata per finanziare e condurre gli investimenti in *private equity* è quella del fondo comune e le caratteristiche contrattuali e societarie di tali fondi possono cambiare secondo il contesto istituzionale di riferimento. I modelli frequentemente utilizzati sono quelli dell'*Investment Company*, il cui ruolo in Italia è affidato a una società di gestione del risparmio, e quello della *Limited Partnership*, molto adoperato in Inghilterra e negli USA.

L'approccio generalmente adottato in letteratura per descrivere le operazioni di *private equity* e *venture capital*, nonché quello che riesce meglio a rappresentare questo tipo di attività d'investimento, è quello suggerito da Gompers e Lerner nella loro opera "*Venture Capital Cycle*". In quest'approccio si studia l'attività di *private equity* da un'ottica finanziaria, cioè si analizza come un processo d'investimento, che inizia con la raccolta dei fondi da parte delle *venture capitalists* (cosiddetta *fundraising*), prosegue con la realizzazione degli investimenti nelle imprese target selezionate e con il monitoraggio delle stesse e termina con la dismissione delle partecipazioni acquisite con l'investimento nel capitale di rischio delle imprese.

Il ciclo *venture capital* si articola in 4 fasi:

- *Fundraising*;
- Fase di investimento;
- Fase di gestione e monitoraggio dell'investimento;
- Fase di disinvestimento.

Il primo *step* del ciclo di un fondo *venture capital* è la raccolta fondi e consiste sostanzialmente nella ricerca di soggetti interessati a sostenere l'attività dei promotori del fondo e investire le proprie risorse nel veicolo, attraverso il quale i *venture capitalists* opereranno. Questa è una fase molto impegnativa dal punto di vista delle risorse e del tempo (dura circa un anno), inoltre è particolarmente delicata poiché la dimensione del fondo incide sulla possibilità e sulla qualità degli investimenti, oltre che sui ritorni economici potenzialmente ottenibili.

Il processo di *fundraising* per la creazione di un veicolo di *private equity* si articola in diverse fasi, che sono a grandi linee le fasi che accomunano tutte le raccolte fondi:

- L'identificazione del mercato target;
- Pre-marketing;
- Strutturazione del fondo;
- Preparazione e distribuzione del materiale marketing;

- Incontri con i potenziali investitori;
- Preparazione alla documentazione legale;
- *Closing*.

Nella fase d'investimento l'operatore di *venture capital* individua le iniziative imprenditoriali da finanziare, struttura l'operazione d'investimento e infine, implementa la strategia d'investimento.

L'articolazione dello stesso può variare in modo significativo in relazione alle diverse tipologie di operazioni di PE che s'intendono portare a termine e delle finalità da conseguire. In tal senso, ad esempio, l'impostazione di un'operazione di *buy out* differisce sensibilmente da quella di un'operazione di *turnaround* o di *expansion*.

È possibile, tuttavia, identificare alcune fasi comuni a tutte le varie operazioni d'investimento e che quindi caratterizzano l'attività di *private equity* nel suo complesso. Queste fasi sono:

- Ricerca e individuazione delle opportunità di investimento;
- Selezione e individuazione impresa target;
- Valutazione del profilo imprenditoriale e analisi preliminare (sottoscrizione accordi di riservatezza);
- Valutazione approfondita e strutturazione operazione (firma lettera d'intenti);
- *Due diligence*;
- Trattativa e finalizzazione accordo;
- *Closing*;
- Monitoraggio.

Ultimati tutti i controlli e determinato il prezzo, nel caso in cui si sia trovato un accordo tra le parti (sul prezzo di cessione della partecipazione, sugli obiettivi di sviluppo da perseguire, sul regolamento del rapporto tra gli azionisti) e che in fase di *due diligence* non siano emerse situazioni ostative, l'operazione potrà perfezionarsi e inizierà la fase di monitoraggio dell'investimento.

La fase di monitoraggio dell'operazione è influenzata dall'orientamento degli investitori istituzionali, che con riguardo al grado coinvolgimento nell'attività dell'impresa in cui si è investito, possono essere classificati in:

- Investitori *hands on*, ovvero investitori attivi, che oltre all'apporto di risorse e competenze finanziarie, mettono a disposizione dell'azienda finanziata un insieme di servizi, che hanno l'obiettivo di far crescere l'impresa target;
- Investitori *hands off*, ovvero investitori che si limitano a fornire il capitale azionario richiesto e compiere controlli periodici sull'andamento del loro investimento.

Il coinvolgimento, più o meno intenso nella gestione dell'attività dell'impresa finanziata, può dipendere dal tipo di progetto finanziato. Negli investimenti in imprese nelle primissime fasi del ciclo di vita (*seed financing*, *start up financing*) la partecipazione dell'investitore è più attiva e funzionale allo sviluppo dell'idea imprenditoriale e alla creazione di valore, mentre in investimenti in imprese mature e già consolidate, l'investitore tende a svolgere il ruolo di investitore *hands off* e quindi a limitarsi all'effettuazione di controlli periodici.

Il ruolo e il monitoraggio effettuato dall'investitore, inoltre, possono dipendere anche dalla quota di partecipazione acquistata. L'acquisizione di una partecipazione di maggioranza, ad esempio, impone un ruolo gestionale più forte, rispetto al caso in cui l'investitore acquisti una partecipazione di minoranza.

Quarta e ultima fase del ciclo *venture capital* è rappresentato dall'*exit* giacché l'attività del *venture capitalist* si sostanzia, per definizione, nell'acquisizione di partecipazioni di maggioranza, o di minoranza, in nuove iniziative imprenditoriali, con la finalità di supportarne la crescita di valore e di cederle dopo un periodo medio - lungo, una volta che il valore dell'impresa oggetto dell'investimento sia incrementato, per ottenere un profitto pari alla differenza tra la somma investita e il ricavo della cessione.

La fase di uscita è una fase estremamente delicata perché solo con la buona riuscita del disinvestimento, il *venture capitalist* può ottenere il guadagno, che rappresenta il fine ultimo dell'investitore istituzionale nel capitale di rischio.

Come accennato, infatti, il *venture capitalist*, proprio a causa della sua struttura giuridica (spesso un fondo) e dell'attività che svolge, non rimane e non può rimanere vincolato per troppo tempo alle imprese finanziate; egli non è altro che un partner temporaneo, il cui obiettivo è di realizzare profitto nel medio - lungo periodo, sostenendo la crescita e lo sviluppo dell'impresa finanziata.

Tra gli aspetti più delicati, che devono essere presi in considerazione, per una buona riuscita del disinvestimento si annoverano il *timing* dell'operazione e la modalità di *exit*. Seppur apparentemente sciolti fra loro, questi due elementi sono collegati e dipendono l'uno dall'altro, perché ogni modalità di disinvestimento ha le sue tempistiche. Ad esempio, una forma di disinvestimento particolarmente proficua in una determinata circostanza, può non essere pienamente coincidente con il *timing* del disinvestimento e, pertanto, non potrà essere colta o sfruttata adeguatamente.

Le principali modalità di cessione della partecipazione dell'investitore, sono:

- la cessione delle azioni al pubblico dei risparmiatori, sia nell'ambito di una IPO (*initial public offering*), sia posta in essere quando l'impresa è già quotata e quando sia trascorso un periodo di tempo minimo a partire dalla quotazione (comunemente chiamato *lock-up period*);
- il trasferimento della partecipazione ad un operatore industriale (c.d. *trade sale*);
- il c.d. *secondary buy-out*, ossia la cessione a un operatore di *private equity* (se l'impresa ha superato con successo le prime fasi del proprio ciclo di business, o di *venture capital* (qualora l'impresa si trovi ancora nelle fasi iniziali del proprio ciclo di business);
- il riacquisto della partecipazione da parte del socio imprenditore, rimasto con quote di minoranza, nella compagine azionaria per tutta la durata dell'operazione (c.d. *buy back*);
- La svalutazione, parziale o totale, della partecipazione (Write Off).

Quest'ultima *way out* è tradizionalmente ricompresa all'interno dell'attività di disinvestimento, perché provoca, al pari delle vere e proprie dismissioni, la riduzione o la totale scomparsa della specifica voce di attivo all'interno del bilancio del soggetto investitore. Inoltre in Italia, come da analisi effettuata nel secondo capitolo, la *trade sale* e il *secondary buy out* sono le modalità di disinvestimento più utilizzate, sia in termini di ammontare, sia di numero.

La modalità più utilizzata dagli investitori istituzionali per dismettere la propria partecipazione, sia in Europa sia in Italia, è rappresentata dalla cessione delle quote della partecipata ad altre imprese.

Essa può avvenire in due modi: attraverso una trattativa privata o mediante un processo d'asta, prassi sempre più diffusa nei mercati maggiormente sofisticati.

Nel caso di trattativa privata, dovrà essere l'imprenditore ad andare a cercare, direttamente attraverso il suo network o avvalendosi di *advisors* esterni e individuare i potenziali acquirenti con i quali avviare una trattativa. L'imprenditore dovrà fornire tutti i dati della società all'acquirente, cui è consentito di compiere anche dei controlli e una *due diligente* più approfondita sull'impresa, in modo da avere una maggior qualità e quantità di informazioni, poter fare una valutazione veritiera del valore della stessa e formulare, qualora l'interesse sia confermato, un'offerta vincolante.

La seconda tipologia di *trade sale*, la dismissione della partecipazione attraverso asta competitiva, è sempre più utilizzata dagli operatori di *private equity* e *venture capital*, perché mette in competizione una pluralità di soggetti potenzialmente interessati all'azienda, ponendo le basi per un possibile aumento dei prezzi delle partecipazioni, e, quindi, per il conseguimento di un ritorno economico maggiormente significativo.

La modalità di disinvestimento rappresentata dal *secondary buy out* negli ultimi anni ha rappresentato una tipologia di *way out* sempre più diffusa, anche a causa della crisi finanziaria globale che ha reso più difficili

le operazioni di *trade sale* e della difficoltà di riuscita delle operazioni di quotazione su un mercato regolamentato, effettivamente realizzabile solo da alcune imprese e in alcuni paesi.

Il *buy back* consiste nel riacquisto della partecipazione dell'investitore da parte del socio imprenditore. Tale ipotesi può essere utilizzata nella circostanza in cui l'investimento da parte del *venture capitalist* non abbia prodotto i risultati sperati e, pertanto, l'impresa non è appetibile per il mercato.

Tale modo di disinvestimento rappresenta, infatti, un caso limite, realizzabile qualora non siano disponibili altri *way out* profittevoli, a causa del possibile insuccesso dell'operazione d'investimento e del processo di sviluppo della società o del fallimento di una trattativa d'acquisto o ancora nel caso in cui la prosecuzione dell'investimento sei inficiata e resa impraticabile da dissidi profondi tra le due categorie di soci e, quindi, nella circostanza in cui al *venture capitalist* non resti altro che cedere la propria quota allo stesso socio imprenditore.

La quotazione dei titoli della società su un mercato regolamentato rappresenta senza dubbio la più prestigiosa via di dismissione della partecipazione da parte del *venture capitalist*. Questo alla luce non solo dei maggiori vantaggi economici perseguibili, ma soprattutto dei vantaggi in termini di reputazione, che apporta un'efficace quotazione. Come detto, infatti, la reputazione del *venture capitalist* e un *track record* di successo costituiscono un valido segnale delle sue capacità in sede di raccolta di capitale e consentono allo stesso di godere di maggiore fiducia e considerazione da parte dell'ambiente finanziario.

In questo senso, la quotazione rappresenta il *way out* più ambito, anche e soprattutto a causa della difficoltà di realizzazione. Infatti, per imprese di piccola dimensione e operanti nelle prime fasi del ciclo di vita come quelle target dei fondi di *venture capital*, l'ammissione ad un mercato regolamentato non costituisce un processo semplice, ma una possibilità che potrà realizzarsi solo nel medio - lungo periodo, quando l'impresa avrà raggiunto un notevole grado di sviluppo.

L'ammissione al mercato dei capitali comporta, sia per il *venture capitalist* che per il socio imprenditore, vantaggi e svantaggi. L'imprenditore potrà, infatti, trarre beneficio dalla liquidità dei titoli rappresentativi della partecipazione nella società finanziata, che gli permetterebbe di smobilizzare la propria partecipazione al capitale azionario in modo graduale, d'altro canto però, il processo che porta alla quotazione su un mercato regolamentato è molto oneroso, sia in termini economici, sia riguardo al dispendio di attività organizzativa e gestionale necessaria per intraprendere questa strada, che presuppone una programmazione costante e una gestione imprenditoriale pienamente conforme alle normative¹⁵⁰.

In questo senso, l'impresa sarà necessariamente sottoposta a numerosi e stringenti controlli da parte dell'autorità di controllo dei mercati finanziari, tal volta invasivi, che uniti ai costi prima menzionati, potrebbero creare discordie nel rapporto tra imprenditore e investitore, tali da rischiare di compromettere l'esito dell'intero processo.

I principali vantaggi per l'investitore, associati alla dismissione tramite offerta pubblica iniziale sono riconducibili, in primo luogo, alla possibilità di ottenere dal disinvestimento un più alto ritorno economico, e in secondo luogo, la maggiore collaborazione ottenibile dal *management team*, data l'importanza reputazionale ed economica della quotazione in borsa. Senza contare l'ulteriore profitto, in un momento successivo alla quotazione, conseguibile grazie all'eventuale incremento del valore delle azioni della società. Per la società, invece, l'ingresso nel mercato dei capitali comporta, ad esempio, l'ottenimento di nuovi finanziamenti per la crescita, la maggiore facilità di accesso al credito bancario, il miglioramento dell'immagine della società agli occhi del pubblico o la creazione di una base azionaria dispersa, maggiormente legata alla diversificazione e alla condivisione dei rischi.

I limiti associati al processo di quotazione sono attribuibili all'onerosità dell'operazione, rispetto alle altre tipologie di dismissione, alla presenza di clausole di *lock-up* che non permettono la cessione immediata dell'intera partecipazione detenuta, alla necessità di richiamare un grande numero di sottoscrittori affinché il

¹⁵⁰ Biscaro, Q., La Quotazione di una PMI: Costi, Benefici ed Effetti sulla Struttura EconomicoFinanziaria dell'Azienda, 1999.

processo possa dare gli esiti sperati, ma soprattutto allo scarso sviluppo del mercato dei capitali di rischio in Europa, che riduce la quotazione più ad una possibilità teorica che pratica, specialmente per imprese di piccole dimensioni¹⁵¹.

La presenza nella proprietà di un socio istituzionale può attenuare gli effetti negativi del processo di ammissione al mercato dei capitali e facilitare l'ingresso. Infatti, le regole di trasparenza, di revisione dei bilanci, di predisposizione reportistica periodica e in generale tutti gli adempimenti formali richiesti dalle autorità di vigilanza in sede di apertura al mercato, non sono altro che un'estensione dei principi di corporate governance e di best practice nella gestione, oggetto di formulazione all'interno dei patti parasociali, richieste dal venture capitalist al momento dell'investimento. In questo senso, il socio imprenditore e il management della società sono in qualche modo preparati alle stringenti imposizioni regolamentari e predisposti nell'affrontare nel migliore dei modi l'eventuale quotazione.

La partecipazione di investitori professionali nel capitale di rischio delle "matricole" di borsa ha, da sempre, suscitato largo interesse nei ricercatori accademici, a causa dell'evidente conflitto di interessi, implicito nel ruolo, nella fase di uscita dall'investimento. L'obiettivo dei venture capitalists, come detto più volte, è quello di sottoscrivere partecipazioni nel capitale sociale di imprese non quotate, partecipare in modo attivo o non con il management per sviluppare l'idea imprenditoriale e creare valore, al fine di ottenere il massimo ritorno sull'investimento effettuato attraverso la dismissione della partecipazione.

Tale obiettivo, può causare comportamenti opportunistici, perché l'investitore, puntando a massimizzare il prezzo dell'offerta all'exit, potrebbe essere interessato e quindi approfittare, di situazioni di momentanea sopravvalutazione dei titoli sul mercato in corrispondenza di eventuali bolle di prezzo oppure potrebbe premere per la quotazione in un momento in cui si prospettano minori opportunità di crescita futura, per il solo intento di fare cassa.

Tuttavia, i fondi di investimento e i venture capitalists operano con una certa regolarità sul mercato dei capitali, e, come detto più volte, giacché la reputazione gioca un ruolo importantissimo in sede di raccolta di capitale e in generale influisce notevolmente sull'esito delle possibili operazioni future, dovrebbero mirare a creare un rapporto duraturo e di lungo periodo con il mercato, con l'obiettivo di massimizzare il ritorno del loro portafoglio di investimenti nel lungo termine.

In questo senso, la messa in atto di comportamenti opportunistici, che rischiano di compromettere la loro reputazione e influenzare il giudizio del mercato nei loro confronti, è controproducente e, al contrario, essi sono portati a offrire le azioni sul mercato a sconto, per promuovere le relazioni di lungo periodo e preservare il track record.

Il conflitto d'interesse può riguardare anche il rapporto tra socio imprenditore e investitore esistente, con riferimento al timing dell'operazione di quotazione. Se, infatti, il fondatore dell'azienda non ha vincoli temporali predefiniti, lo stesso non vale per gli equity investors, che per loro natura sono investitori temporanei nel capitale sociale delle società e molte volte sono costretti a liquidare la partecipazione entro un certo numero di anni, e potrebbero spingere per l'ingresso in Borsa a discapito della volontà degli altri soci, senza attendere l'istante ottimale. Per questo equity investors e socio imprenditore, generalmente, predeterminano le modalità e i tempi dell'uscita attraverso le già citate clausole nei patti parasociali, in modo da scongiurare quasi del tutto i comportamenti opportunistici.

D'altro canto, i fondi di private equity e venture capital, selezionano tra le società presenti sul mercato, quelle con le prospettive di crescita migliori, grazie alle competenze professionali e all'esperienza maturata sul campo, quindi la loro presenza e partecipazione nel capitale innesca meccanismi di fiducia nella comunità finanziarie e funge da vera e propria "certificazione" della qualità dell'emittente e, allo stesso tempo, consente di ridurre le asimmetrie informative per gli investitori retail.

¹⁵¹ Wall, J., and Smith, J., Better Exits, Brussels: Price Waterhouse Corporate Finance and EVCA, 1997.

La presenza dei *venture capitalists* nell'azienda e la partecipazione attiva degli stessi nel processo di sviluppo societario presuppongono, inoltre, una professionalizzazione dell'impresa partecipata a livello organizzativo e gestionale, che permette alle matricole di presentarsi al mercato nel migliore dei modi, attirando la fiducia degli operatori riguardo alla possibilità di produrre ottimi risultati nel breve, come nel medio - lungo periodo.

Nonostante molte imprese, in Italia soprattutto, siano restie all'ingresso di nuovi soci all'interno della compagine aziendale, frenate magari dal timore di comportamenti opportunistici che un investitore esterno potrebbe mettere in atto nell'interesse di estrarre valore finanziario dall'impresa, a scapito del valore industriale, è indubbio che i vantaggi che la partecipazione di un investitore professionale può garantire, nell'ambito dell'accesso alla quotazione sul mercato regolamentato, sono senza dubbio superiori ai rischi che tali comportamenti meramente opportunistici si verifichino. Infatti, resta fondamentale per questi operatori preservare e tutelare gli interessi di reputazione e d'immagine, per operare con successo nel mercato finanziario: esigenza questa, che già di per sé evita l'adozione di atteggiamenti esclusivamente speculativi.

Per una piccola o media impresa, magari a conduzione familiare e con un management inesperto, è molto complicato, se non impossibile, programmare e sostenere, anche in termini di costi, un processo di quotazione in borsa, che può essere innegabilmente agevolato dalla presenza nell'impresa di un gruppo di professionisti nel settore, che, oltre ad apportare risorse finanziarie, mette a disposizione le proprie competenze specialistiche per indirizzare e aiutare l'impresa a realizzare questo delicato passaggio.

Si definisce una matricola come "*venture-backed*" se nel capitale di rischio prima della quotazione era presente un investitore professionale, quale un fondo di *venture capital* o di *private equity*, un veicolo di emanazione bancaria o una finanziaria d'investimento non legata al nucleo imprenditoriale.

Focalizzando l'attenzione sulle offerte pubbliche iniziali relative ai mercati borsistici italiani nel periodo da gennaio 2009 a dicembre 2019, il numero di IPO nel cui azionariato era presente un investitore professionale conta 32 imprese, di cui 21 relative al listino principale (conteggio nel quale sono inserite anche le imprese quotate sul segmento STAR) e 11 relative all'AIM Italia.

In seguito al drastico arresto negli anni successivi al 2008 per via della crisi finanziaria globale, si assiste a una ripresa nel numero delle IPO negli ultimi cinque anni, ovvero quelli che vanno dal 2014 al 2019 e, in particolar modo, spicca il rapido incremento nella numerosità delle IPO dell'AIM, notevolmente superiore rispetto a quella registrata negli anni precedenti.

Negli anni post-crisi, in particolare, il numero di IPO *venture-backed* è arrivato a 28 nuove quotazioni, quasi la totalità delle imprese prese in esame per la nostra analisi, che fa riferimento agli ultimi 5 anni di valutazione.

Il flusso di nuove quotazioni sui mercati regolamentati è ciclico, sia rispetto sia al numero di quotazioni che rispetto al settore di business delle imprese quotande ed è legato al trend dei mercati e alla volatilità.

Per quanto riguarda, invece, la distribuzione settoriale delle imprese *venture-backed*, si riscontra una certa eterogeneità, con l'alternanza di settori tradizionali e settori a maggiore contenuto tecnologico.

Infatti, sebbene la maggior parte delle imprese appartenga al settore ICT, che comprende i settori del digitale e dell'elettronica e a quello dei servizi finanziari e consulenza, che comprende il settore bancario e assicurativo, nel campione sono presenti anche aziende appartenenti ad altri settori: energie rinnovabili, *automotive*, moda, edile, farmaceutico, immobiliare, stampa, trasporti, ecc., il che riflette l'eterogeneità delle imprese target di investimenti di *private equity* e *venture capital*.

Obiettivo del presente lavoro è di apportare un contributo al tema riguardante l'impatto della presenza d'investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese e in particolare s'intende concentrare l'attenzione sulle performance delle IPO *venture backed* dopo la quotazione, sia rispetto ai risultati di bilancio, sia rispetto al prezzo di Borsa, con la finalità di confrontare i risultati con quelli delle altre matricole di Borsa e identificare eventuali determinanti di un migliore o peggiore risultato.

L'aspetto riguardante la sopravvivenza nel tempo e le performance delle imprese partecipate da investitori professionali è poco esplorato nel contesto italiano. L'intento di questo studio, pertanto, è cercare di valutare se l'investitore contribuisce concretamente allo sviluppo e alla sopravvivenza delle imprese target, con l'utilizzo dell'analisi dei risultati economici e finanziari conseguiti dalle stesse in confronto con i risultati delle altre aziende, che non godevano della presenza di operatori di *private equity* al momento della quotazione sul mercato regolamentato.

Per assicurare che l'analisi proposta sia significativa e omogenea rispetto al contesto macroeconomico, si è scelto di focalizzare l'attenzione sulle offerte pubbliche iniziali avvenute negli ultimi 5 anni, dal 2014 al 2018.

Il campione in analisi è composto da 48 imprese quotate sul listino principale (di cui 11 *venture backed*) e 76 quotate sull'AIM (di cui 10 *venture backed*).

L'arco temporale scelto per l'analisi in questione è di cinque anni (i due anni pre-IPO e i due anni post-IPO), prendendo in esame l'ultimo anno di cui si ha disponibilità di dati e i 4 anni antecedenti per ciascuna azienda.

Questo per disporre di risultati coerenti e robusti, che siano indicativi sull'evoluzione delle variabili economico-finanziarie durante le fasi pre e post offerta pubblica iniziale e per mettere in luce se l'entrata dell'investitore abbia avuto ricadute positive sulle *performance* aziendali.

Per il raggiungimento degli obiettivi di approfondimento, si è deciso di prendere in considerazione diverse banche dati che elaborano giornalmente report circa la maggior parte delle attività d'investimento svolta nel periodo di riferimento in Italia.

Le matricole di Borsa partecipate da investitori istituzionali sono state individuate attraverso lo screening dei dati messi a disposizione da CB Insights e Thomson Reuters, e in seguito, tramite l'utilizzo della banca dati Analisi Informatizzata delle Aziende (AIDA) e della banca dati Orbis, entrambe di proprietà del Bureau Van Dijk, società di analisi e raccolta informazioni posseduta dall'agenzia di rating statunitense Moody's, sono stati consultati i relativi bilanci. Dopo un'attenta selezione, sono state estratte le voci di bilancio più importanti per ogni azienda e le informazioni anagrafiche fondamentali per lo studio.

I dati storici dei prezzi di mercato delle imprese analizzate, utilizzati per il calcolo del rendimento post-IPO, sono stati reperiti attraverso la piattaforma di analisi finanziaria Bloomberg Professional.

Attraverso lo studio dei dati riguardanti bilanci aziendali depositati dalle suddette società sono stati calcolati e in seguito interpretati alcuni dati e indicatori, che ci hanno permesso di osservare ai fini del presente lavoro la situazione economica e finanziaria delle imprese in esame ed in particolare le performance pre e post IPO rispetto alle imprese non *venture backed*.

L'analisi effettuata ha inteso verificare, in termini concreti e operativi quali sono state, al momento dell'ingresso sul mercato borsistico e nel periodo considerato, le differenze di performance pre e post quotazione tra le imprese partecipate da un investitore professionale, cosiddette *venture backed* e le imprese non trahettate da investitori di *private equity*.

In prima battuta, alla luce dei primi risultati elaborati con i dati di mercato unitari, si è osservato che le aziende *venture backed* hanno registrato una performance nettamente superiore rispetto a quella dell'altra categoria d'imprese, confermando in toto la considerazione che ci sia una stretta correlazione tra la presenza di un operatore di *private equity* nel capitale di rischio e la buona riuscita dell'IPO dell'impresa partecipata.

Quasi tutti gli indici considerati, infatti, evidenziano una netta superiorità delle imprese *venture backed* sia in termini di performance operativa (ROI, ROA, ROE, ROS), che di performance di mercato (BHR, PE, P/BV, MKT CAP, Q di TOBIN e così via).

In via successiva, al fine di eseguire una valutazione più dettagliata ed eliminare eventuali distorsioni dipendenti dal raggruppamento dei dati precedenti, si è eseguita una nuova elaborazione degli indici, riferendoli questa volta ai mercati di riferimento delle imprese considerate (MTA incluso il segmento STAR e società quotate sul mercato alternativo del capitale). I risultati della seconda analisi descrivono una

situazione leggermente diversa dalla precedente e indicano che le differenze di performance, che dapprima disegnavano un marcato vantaggio di tutti gli indici in favore delle matricole *venture backed*, si assottigliano notevolmente per le società appartenenti al mercato al mercato alternativo del capitale (AIM) e presentano andamenti degli indici considerati molto simili e talvolta addirittura peggiori, rispetto alle aziende non partecipate da un investitore istituzionale.

Le differenze tra aziende partecipate da operatori di *private equity* e non, sono, quindi, sostanzialmente nulle se si considerano le matricole appartenenti al mercato AIM.

Nel mercato MTA, invece, le società *venture backed* sono più performanti rispetto alle non *venture backed* e gli andamenti positivi, riscontrati in prima analisi, rimangono e si confermano, seppure con margini meno evidenti.

Le aziende *venture backed* del listino principale registrano valori superiori sia per indici di redditività operativa, quali ROI, ROE e ROA, sia per quanto riguarda gli indici di performance di mercato; su tutti la Q di Tobin, che solo per queste imprese presenta un valore superiore a uno, indicando che il loro valore di mercato è superiore al costo di sostituzione delle proprie attività.

Fanno eccezione solo alcuni indici, come ad esempio il ROS, per il quale le matricole partecipate da investitore istituzionale non hanno sovraperformato, nel periodo post-IPO, rispetto al benchmark di riferimento.

Alla luce di quanto sopra si può concludere che le differenze, tra aziende partecipate da operatori di *private equity*, sono state sostanzialmente nulle per le matricole appartenenti al mercato AIM e che la performance delle aziende *venture backed* è stata superiore, seppur di poco rispetto alle non *venture backed*, per le società quotate sul listino principale di Borsa Italiana.

Per queste ultime, in particolare, si conferma la considerazione che i migliori risultati registrati, rispetto alle imprese che non godevano della presenza di operatori di *private equity* al momento della quotazione sul mercato regolamentato, sono correlati e attribuibili alla presenza dell'investitore istituzionale, che condiziona positivamente le prestazioni delle imprese partecipate e contribuisce concretamente allo sviluppo e alla sopravvivenza delle imprese target.

In proposito, a supporto delle relazioni osservate al momento della quotazione, è qui opportuno richiamare quella che è stata evidenziata dalla letteratura in materia come la precipua caratteristica degli investimenti di *private equity*: costituiscono un driver di sviluppo per le imprese, non solo perché l'ingresso di un investitore istituzionale nella compagine societaria costituisce un apporto di capitali, ma soprattutto perché tale ingresso comporta anche l'apporto di competenze, trasferimento di *know how*, aiuto nella gestione e sfruttamento del *network* di contatti che lo stesso possiede.

Il *private equity*, infine, presenta numerosi vantaggi rispetto alle forme di ricorso al credito tradizionale. Rappresenta, infatti, un cosiddetto "*capitale paziente*", svincolato dalle scadenze di rimborso di capitale e interessi prefissati, totalmente sganciati dai risultati dell'impresa, propri del prestito bancario.

Si tratta di un investimento di lungo periodo e che dà luogo a un rapporto definito *win-win*: il *venture capitalist* non si limita a prestare capitali, ma si adopera attivamente affinché l'impresa si sviluppi e aumenti il suo valore, mosso dall'intento di eseguire una dismissione della partecipazione, la più profittevole possibile.

In un contesto economico come quello italiano, dominato dalla presenza di PMI per lo più a condizione familiare, in cui si registra la cui crescente difficoltà da parte delle stesse di reperire risorse finanziarie sul mercato a costi sostenibili, associata a una conseguente situazione di sottocapitalizzazione, che le rende estremamente vulnerabili alle contingenze esterne, il ricorso a fonti di finanziamento alternative, con operatori a più alta propensione al rischio, può rappresentare un'importante opportunità di sviluppo.

Purtroppo, però, in Italia il mercato del *private equity* è ancora poco sviluppato, a differenza di altri Paesi.

In particolare è veramente negativo che tra le PMI familiari non vi sia una diffusa propensione ad aprire il proprio capitale a operatori di *private equity*. Una maggiore fiducia potrebbe affrancarle dalla dipendenza dal sistema bancario, apportare competenze manageriali, gestionali, commerciali e portarle a successi insperati. Non è un caso che nella legge di bilancio (ex "legge di stabilità", prima ancora "legge finanziaria") e del bilancio pluriennale per il triennio 2020-2022, pubblicata nella Gazzetta Ufficiale lo scorso 30 dicembre 2019, sia stata inserita, tra le tante voci, anche una norma che richiama attenzione al *venture capital*, si tratta dell'articolo 19), commi dal 7 al 20.

Infatti, per ovviare lo storico ritardo l'articolo 19) in questione:

- rimarca il forte ritardo di sviluppo del mercato del *Venture Capital* nel nostro Paese, in termini di raccolta fondi, investimenti finalizzati e transazioni fatte, rispetto agli stadi di sviluppo del VC presenti in Paesi a noi vicini quali Spagna, Francia e Germania;
- chiude i precedenti fondi statali che non hanno prodotto i risultati attesi, il “*Fondo Balcani*” e il “*Fondo start-up*” ;
- istituisce, presso il MISE, un “*Fondo per il sostegno al Venture Capital*”, con una dotazione di 30 milioni di euro annui dal 2019 al 2021 e di 5 milioni di euro annui anni dal 2022 al 2025, che possa investire a sua volta in Fondi di VC.

Questa dotazione è stata giudicata dagli operatori appena sufficiente riguardo all'effettiva necessità del settore, ma vi è la speranza che questo tipo d'intervento, più che spostare da solo la bilancia delle risorse disponibili, possa fare da volano per la crescita degli investimenti privati nella direzione del *venture capital* e per il sostegno alle imprese di nuova generazione.

BIBLIOGRAFIA

A. Gervasoni, F. L. Sattin, *Private equity e venture capital. Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, Guerini Studio, Milano, 2008.

AIDA: analisi informatizzata delle aziende di capitale italiane, Banca dati di analisi finanziaria e anagrafica, bilanci dettagliati secondo la IV Direttiva CEE, informazioni sulle Partecipazioni e il Management relativa a circa 1.300.000 società di capitale italiane.

Anil K. Gupta and Harry J., *Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments*, Journal of Business Venturing, 1992.

Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI).

Banca d'Italia, *Il private equity in Italia: un'analisi sulle imprese target*, Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers) n.98.

Banca d'Italia, Relazione annuale 2018.

Barry, C. B., Mihov, V. T., *Debt financing, venture capital, and the performance of initial public offerings*, Journal of Banking & Finance 58, 2015.

Bartlett, J. W., *Fundamentals of venture capital*, Madison Books, 1999.

Bayar, O., *IPOs versus acquisitions and the IPO valuation premium puzzle: An empirical analysis*, Boston College Business White Paper, 2006.

Beaton, *Valuing early stage and venture backed companies*, UK, 2010.

Becker, Hellmann, *The genesis of Venture Capital – lesson from the German experience*.

Bengtsson, O., & Ravid, S. A., *The importance of geographical location and distance on venture capital contracts*, 2009.

Bertoni, F., Giudici, G., *The strategic reallocation of IPO shares*, Journal of Banking & Finance 39, 2014.

Bessler, W., Seim, M., *The performance of venture-backed IPOs in Europe*, Venture Capital 14 (4), 2012.

Biscaro, Q., *La Quotazione di una PMI: Costi, Benefici ed Effetti sulla Struttura Economico-Finanziaria dell'Azienda*, 1999.

Bloomfield, S., *Venture capital funding: a practical guide to raising finance*. Kogan Page Publishers, 2008.

Borsa Italiana, glossario finanziario.

Carlo Cattaneo: *Venticinque anni di private equity in Italia: evoluzione e caratteristiche dall'origine ai giorni nostri*.

CB Insights / cbinsights.com, banca dati contenente dati ed analisi relativi al mercato internazionale di venture capital, startup, brevetti, accordi e partnership.

Cicchetti A. (a cura di), *Ricerca scientifica e trasferimento tecnologico*, FrancoAngeli, Milano, 2007.

C.I.Rider, *Constraints on the Control Benefits of Brokerage, A Study of Placement Agents in U.S. Venture Capital Fundraising*, 2009.

Cotei, C., Farhat, J., *Informational externalities of initial public offerings: Does venture capital backing matter?*, Journal of Economics and Finance 37 (1), 2013.

Cumming, *Contracts and exits in venture capital finance*, The Review of Financial Studies, 2008.

Cumming, Fleming, Schwienbacher, *Legality and venture capital exits*, Journal of Corporate Finance, 2006.

Cumming, Johan, *Preplanned exit strategies in venture capital*, European Economic Review, 2008.

Cumming, Jonah, *Information asymmetries, agency costs and venture capital exit outcomes*, Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, 2008.

Cumming, MacIntosh, *A cross-country comparison of full and partial venture capital exits*, Journal of Banking and Finance, 2003.

D.lgs. 24 febbraio 1998 n.58.

D.lgs. 385/93.

Delibera CICR 6.2.1987.

Delibera del Consiglio Direttivo AIFI del 22/07/2004.

Dell'Acqua & Previtero, 2006.

Divizia, P., *Le clausole di tag e drag along*. IPSOA, 2013.

Dizionario di Economie e Finanza Treccani.

Dolvin, S. D., Pyles, M. K., *Venture capitalist quality and IPO certification*, Venture Capital 8, 2006.

Ernst & Young, *How do private equity investors create value? A global study of 2007 exits. Beyond the credit crunch*, 2008.

European Private Equity and Venture Capital Association, Glossario.

EVCA, Yearbook 2018, *Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments by Private Equity and Venture Capital Firms in Europe*.

Fama, E. F., French, K. R., *The cross-section of expected stock returns*, The Journal of Finance 47, 1992.

Federica Sottrici, *Venticinque anni di private equity in Italia: evoluzione e caratteristiche dall'origine ai giorni nostri*, *Financial markets and corporate governance* 8, n. 262, febbraio 2013, Pubblicazione periodica.

Field, L. C., Hanka, G., 2001, *The expiration of IPO share lockups*, The Journal of Finance 56 (2).

G. M. Mantovani :“*Competence value emersion: as a key to sound practices in entrepreneurial finance*”.

Gervasoni A. et al., AIFI, *Il private equity come motore di sviluppo*, Egea, Milano 2012.

Gervasoni A., *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana: aspetti economici e giuridici*, Il Mulino, Bologna, 2007.

Gervasoni, A., Sattin F. L., *Private Equity e Venture Capital*, Guerini Studio, 2008.

Giorgino, M., Giudici, G., Paleari, S., *Nuove quotazioni e IPOs: l'esame alle matricole. Performance aziendali e di mercato delle neo-quotate in Borsa*, Bancaria Editrice, 2001.

Gompers, Lerner, *Venture Capital Cycle*, Cambridge, 2004.

Gompers, P. A., & Lerner, J., *What drives venture capital fundraising?* (No. w6906), National bureau of economic research, 1999.

Gompers, P. A., 1996, *Grandstanding in the venture capital industry*, Journal of Financial Economics.

Gorman, Sahlman, *What do venture capitalists do?*, Journal of Business Venturing, 1989.

H. J., Manigart, S., & Vermeir, W. , *Venture capitalist governance and value added in four countries*, Journal of Business Venturing, 1996.

Hall, Hofer, *Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation*, Journal of Business Venturing, 1993.

Invest Europe, EVCA.

Koller, Goedhart, Wessel, *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*, USA, 2010;

Lerner, J., Leamon, A., Hardyman, F. (2012). *Venture Capital Private Equity and the Financing of Entrepreneurship*, Boston, Wiley.

Lerner, *Venture Capital & Private Equity, A Casebook*, USA, 2012.

Liberatore L., *Fondi di private equity: mai così tanti attivi sul mercato*, Wall Street Italia, 2018.

Lykken, A., *Secondary Buyouts - The Ins and Outs*. PitchBook Platform, 2014.

M. Carloti (a cura di), *Tecniche di private equity*, Egea, Milano, 2006.

MacMillan, Kulow, Khoylian, *Venture capitalists' involvement in their investments: extent and performance*, Journal of Business Venturing, 1988.

Mason, Stark, *What do investors Look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels*, International Small Business Journal, 2004.

Meles A. et al, *L'impatto del private equity per l'impresa target: benefici transitori o strutturali?*, Impresa Progetto, in Electronic Journal of Knowledge Management, n. 1, 2016

Nuovissima Enciclopedia di Banca, Borsa e Finanza, Voce: Expansion financing.

Politecnico di Milano, Intermonte, *Le IPO venture backed sul mercato italiano*, Roma, n. 1 Marzo, 2016.

PwC, *L'impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia*, Marzo 2012.

Querci F., *Private Equity in Italy: Performances and Investment Selection Ability*, Bancaria n. 4/2009.

Reid, Smith, *Risk management in venture capital investor? investee relations*, The European Journal of Finance, 1997.

Reid, Smith, *Venture Capital and risk in high-technology enterprises*, International Journal of Business and Economics, 2003.

Relander, Syrjanen, Miettinen. *Analysis of the trade sale as a venture capital exit route, Realizing Investment Value*, London, Pitman Publishing, 1994.

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.

Ritter, J R., *The long-run performance of initial public offerings*, The Journal of Finance 46, 1991.

Roggi O., *Le imprese venture backed, la quotazione e gli effetti del monitoraggio del Fondo*, in AA.VV. *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2009.

Romano G., *Strategie aziendali e quotazione in borsa*, Giuffrè, Milano, 2012.

Sarah Kumpf, *Listed private equity, Investment strategies and returns*, Diplomica Verlag GmbH, Amburgo, 2013.

Schwiebacher, *Innovation and Venture Capital Exits*, The Economic Journal, 2008.

Smith, *The exit structure of venture capital*, UCLA Law Review, 2005.

Talmor E., Vasvari F., *International private equity*, UK: John Wiley and Sons, 2011.

Thomson one Investment banking, piattaforma Thomson Reuters di analisi finanziaria a supporto della strategia di impresa.

Tom Weidig e Pierre-Yves Mathonet, *The risk profiles of private equity*, paper, Gennaio 2004.

Trester, *Venture capital contracting under asymmetric information*, Journal of Banking & Finance, 1998.

Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V., *A model of venture capitalist investment activity*, Management science, 1984.

Van Osnabrugge, *A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: and agency – theory based analysis*, An International Journal of Entrepreneurial Finance, 2000.

Wall, J., and Smith, J., *Better Exits*, Brussels, Price Waterhouse Corporate Finance and EVCA, 1997.

Wiley, *International private equity*, 2011.

Zambelli S., *Private Equity: teoria ed evidenza in Italia*, ARACNE, Roma, 2008.