

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

Il finanziamento delle PMI e start-up innovative tramite Venture Capital

Prof. Pierluigi Murro

RELATORE

Benedetta De Grano Matr.230851

CANDIDATA

Anno Accademico 2020/2021

*A Niccolò,
sei sempre al mio fianco, amico mio.*

*A papà e a tutta la mia famiglia,
per il supporto, l'amore e l'affetto di tutti i giorni.*

INDICE

Introduzione	5
1. L'investimento in capitale di rischio	7
1.1 Il fabbisogno finanziario delle imprese e le modalità di finanziamento: capitale di rischio e capitale di debito	7
1.2 La struttura finanziaria ottimale dell'impresa e la preferenza del debito	11
1.2.1 La teoria tradizionalista	11
1.2.2 La teoria dell'indifferenza	14
1.2.3 Il beneficio fiscale del debito	17
1.2.4 La Teoria dei Costi del Dissesto (<i>Trade-Off Theory</i>).....	20
1.2.5 La Teoria dell'Ordine di Scelta (<i>Pecking-Order Theory</i>).....	22
1.3 Le difficoltà di accesso al debito e la soluzione: il Private Equity.....	24
1.4 Le fasi del ciclo di vita dell'impresa e il loro finanziamento	26
1.4.1 L'avvio: <i>pre-seed, seed e start-up financing</i>	27
1.4.2 Sviluppo ed espansione: <i>early growth, sustained growth ed expansion capital</i>	29
1.4.3 Il cambiamento: <i>replacement capital, buy-out, turnaround</i>	32
2. Il Venture Capital	35
2.1 Definizione, funzionamento e benefici dei Venture Capital	35
2.2 La raccolta di capitali	40
2.3 Il <i>Venture Capital Process</i>	41
2.3.1 Il <i>deal flow</i>	42
2.3.2 Lo <i>screening</i> delle proposte	44
2.3.4 La valutazione dell'azienda e la determinazione del prezzo	48
2.3.5 Le trattative ed i patti parasociali	50
2.3.6 La gestione dell'investimento e la creazione di valore aggiunto	54
2.3.7 Il monitoraggio	55
2.4 Il disinvestimento	57
2.4.1 Il disinvestimento tramite IPO	58
2.4.2 Il disinvestimento tramite <i>trade sale</i>	62
2.4.3 Il disinvestimento tramite <i>buy-out</i>	63
2.4.4 Il disinvestimento tramite <i>buy-back</i>	63
2.4.5 Il <i>write off</i>	64

3. L'ecosistema di Venture Capital.....	65
3.1 Le origini e lo sviluppo eterogeneo del Venture Capital.....	65
3.2 L'Europa: l'ultimo decennio e l'impatto della pandemia.....	71
3.3 Il Venture Capital in Italia.....	77
3.4 Gli interventi europei e nazionali di sostegno al Venture Capital.....	80
3.4.1 Le politiche europee di supporto al Venture Capital.....	81
3.4.2 Le politiche nazionali di supporto al Venture Capital.....	85
Conclusione.....	89
Bibliografia.....	91
Sitografia.....	94

Introduzione

Il presente elaborato ha lo scopo di analizzare l'importanza del finanziamento tramite Venture Capital nello sviluppo di piccole e medie imprese e start-up innovative, evidenziando i numerosi benefici che tale tipologia di finanziamento apporta all'imprenditorialità ed al sistema economico in generale.

In un mondo di tassi ai minimi storici, di obbligazioni a rendimento negativo, di conti correnti con interessi prossimi allo zero, sempre più spesso gli investitori puntano a diversificare i propri portafogli per ricercare migliori rendimenti. Una delle strade prescelte, alternative al sistema bancario, è quella degli investimenti in imprese innovative di piccole e medie dimensioni, in fase di start-up o scale-up, attraverso i fondi di Private Equity e Venture Capital, o attraverso il *crowdfunding* e le emissioni di mini-bond.

All'interno di questo lavoro vengono innanzitutto analizzate le esigenze di finanziamento delle imprese e le modalità di raccolta di capitale di rischio e di debito, esponendo brevemente le principali teorie economiche riguardanti la struttura finanziaria ottimale dell'impresa. Si pone poi l'attenzione sulla realtà delle imprese di piccole e medie dimensioni, di giovane costituzione e/o operanti in settori altamente innovativi per mettere in evidenza le numerose problematiche in cui esse incorrono nella ricerca di fondi. Si conviene che per tali categorie di imprese la modalità di finanziamento migliore sia il Private Equity, in qualità di capitale "paziente" da poter impiegare per raggiungere la crescita desiderata con l'ausilio di un operatore specializzato in grado di direzionare il corretto sviluppo della *business idea* e di facilitare il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo. In particolare, vengono sottoposte ad analisi le diverse esigenze sviluppate nel corso delle fasi del ciclo di vita dell'impresa in virtù delle quali gli investitori istituzionali di Private Equity modellano la propria operazione, dando così vita alle categorie di finanziamento dell'avvio, della crescita e dello sviluppo e del cambiamento.

Nella seconda parte viene posta l'attenzione sul Venture Capital, cioè sul finanziamento tramite investimenti di Private Equity nelle fasi di *start-up*, *scale-up* ed *early stage*. Vengono evidenziati i grandi benefici economici e sociali che tale attività apporta non solo alle imprese partecipate ma a tutto il settore economico, in virtù della creazione di valore aggiunto e delle migliori performance realizzate dalle imprese *venture backed*. Viene poi effettuata l'analisi delle logiche d'intervento operative e dei fattori che determinano il successo delle operazioni d'investimento, esponendo il tipico procedimento delle operazioni di Venture Capital, dalla raccolta dei fondi presso il pubblico degli investitori fino al disinvestimento. Si evidenzia l'impatto positivo che la presenza del Venture Capitalist ha sia all'interno che all'esterno dell'impresa. Nel primo caso tale investitore istituzionale apporta, oltre ai benefici di natura finanziaria, un prezioso supporto strategico, direttivo, manageriale e di controllo; nel secondo, la sua presenza si riflette nel miglioramento dell'immagine e della solidità dell'impresa agli occhi di potenziali investitori, enti creditizi ed altri finanziatori, fornitori, clienti e partner.

Infine, viene esposto al lettore il quadro dell'attuale ecosistema di Venture Capital. Partendo dalla nascita negli Stati Uniti, si analizzano le ragioni per cui esista una grande eterogeneità dell'attività di investimento di Venture Capital nel mondo, in termini di ammontare di capitali erogati per ogni round di finanziamento, di numero di operazioni messe in atto e di dimensioni degli operatori. Il *focus* si sposta poi sull'Unione Europea e

sull'Italia. Dopo aver dato contezza dello sviluppo negli ultimi anni ed aver confrontato le performance ottenute con quelle dei leader del settore, si analizzano gli effetti della diffusione del COVID-19 sul mercato comunitario di Venture Capital. Spostando l'ottica a livello nazionale, si attua prima un confronto del mercato italiano rispetto ad altri due Paesi *benchmark* (Francia e Germania) al fine di dare contezza al lettore della situazione di debolezza del mercato italiano di Venture Capital; poi, si espone la situazione post-pandemica, a dimostrazione della capacità di tale categoria di investimento di reagire positivamente anche ai momenti di crisi. Si conclude che, grazie ai capitali privati dei Venture Capitalist, anche nel corso del 2020 sono stati finanziati numerosi progetti di sviluppo di nuovi prodotti e nuove tecnologie, è stato dato supporto a diverse acquisizioni d'impresе innovative ed è stato possibile rafforzare la struttura finanziaria di società consolidate ed in fase di espansione. In ultima analisi si evidenziano i principali interventi pubblici comunitari e nazionali di supporto all'attività di Venture Capital, con i quali si riconosce il ruolo di tale attività quale strumento privilegiato per il sostegno e lo sviluppo dell'innovazione, raggiungibile attraverso la costituzione di un solido tessuto imprenditoriale costellato da piccole e medie imprese e start-up innovative.

1.1 Il fabbisogno finanziario delle imprese e le modalità di finanziamento: capitale di rischio e capitale di debito

Per dare vita ad un'impresa, per farla funzionare e crescere e per portare i suoi prodotti o servizi sul mercato, bisogna disporre di finanze adeguate a far fronte a tutti i costi che ciascuna fase di vita e di sviluppo dell'impresa comporta. La necessità di capitali deriva essenzialmente dallo scarto temporale esistente tra il momento di manifestazione dei costi e quello del conseguimento dei ricavi, cioè tra le uscite e le entrate di moneta¹. Il fabbisogno finanziario è definito come il complesso di risorse finanziarie necessarie all'acquisizione dei fattori produttivi ed allo svolgimento dei cicli gestionali. Esso può essere diviso in fabbisogno finanziario strutturale (o durevole) e fabbisogno finanziario corrente (o di esercizio). Il fabbisogno strutturale è determinato dagli investimenti in capitale fisso, quello corrente dagli investimenti in capitale circolante. L'entità del fabbisogno finanziario, data dalla somma del capitale fisso e del capitale circolante, varia, in relazione al diverso rapporto di composizione tra i due richiesto sulla base dell'attività svolta dall'impresa, ed in relazione alle fasi di vita della stessa.

Il fabbisogno finanziario è espresso, in chiave statica, dall'ammontare di investimenti effettuati dall'impresa e rappresentati, in un dato istante, dall'Attivo di Stato Patrimoniale. Gli investimenti duraturi in immobilizzazioni², che concorrono a definire la struttura portante e tendenzialmente permanente dell'impresa, costituiscono il capitale fisso. Le attività immobilizzate rappresentano degli investimenti di durata pluriennale che contribuiscono, in qualità di beni strumentali, a generare flussi monetari in entrata nel medio-lungo periodo. Le risorse finanziarie impiegate per l'acquisizione di tali attività trovano reintegrazione indirettamente e gradualmente, attraverso i ricavi di vendita dei prodotti finali. Il capitale circolante invece è costituito da quegli investimenti³ che esauriscono la loro utilità economica partecipando ad un unico ciclo produttivo. Si tratta di investimenti destinati ad un rapido impiego ai fini della produzione (è il caso delle scorte di materie prime e semilavorati), della vendita (scorte di prodotti finiti) o della riscossione (crediti, titoli). Tali investimenti sono

¹ Antonio Ricciardi in *Economia aziendale. Istituzioni*, Giuseppe Fabbrini e Alessandro Montrone, FrancoAngeli, Milano, 2014, cap. 20 "Il fabbisogno finanziario dell'impresa, le fonti di finanziamento e le condizioni di equilibrio finanziario", pag. 397.

² Le attività immobilizzate sono rappresentate da: *immobilizzazioni materiali* (fabbricati, impianti, macchinari, attrezzature, ecc.); *immobilizzazioni immateriali* (brevetti, marchi, licenze, ecc.); *immobilizzazioni finanziarie* (crediti di finanziamento a medio e lungo termine; partecipazioni di controllo e di collegamento in altre imprese; titoli di cui non si prevede l'alienazione entro l'esercizio).

³ Gli investimenti in capitale circolante sono classificati in base alla loro attitudine a generare flussi monetari in entrata, in: *liquidità immediate* (disponibilità in cassa o su conti correnti bancari e/o postali); *liquidità differite* (crediti verso clienti, cambiali commerciali, prestiti di prossima riscossione, titoli acquisiti per temporaneo investimento di eccedenze di mezzi monetari); *rimanenze* (scorte di magazzino che saranno vendute – prodotti finiti – o consumate – materie prime e semilavorati); le "*rimanenze contabili*", quali, ad esempio, gli anticipi (o acconti) corrisposti a fornitori di materie, merci e servizi ed i risconti attivi annuali.

destinati a tornare in forma monetaria entro l'anno⁴.

Le risorse finanziarie necessarie per far fronte agli investimenti, immobilizzati e correnti, in essere e/o programmati nel periodo considerato, rappresentano il fabbisogno finanziario lordo dell'impresa. La differenza tra il fabbisogno finanziario lordo e l'ammontare di risorse che l'impresa è in grado di generare con la gestione operativa (autofinanziamento) esprime il fabbisogno finanziario netto. Per provvedere al proprio fabbisogno finanziario netto, l'impresa reperisce capitali a diversa scadenza e con diverse modalità. Le fonti di copertura del fabbisogno si dividono in due categorie: il capitale proprio (detto anche capitale di rischio, capitale netto o *equity*) ed il capitale di terzi (o capitale di debito).

Il capitale proprio viene costituito con le cosiddette fonti di finanziamento interne, attraverso le seguenti operazioni:

- apporto diretto di risorse da parte del proprietario (nel caso di impresa individuale) o dei proprietari (nel caso di impresa collettiva), in qualità di sottoscrittori del capitale sociale, al momento della costituzione dell'impresa (capitale di conferimento iniziale) od in sede di eventuali aumenti del capitale sociale (aumenti di capitale proprio);
- fondi derivanti dagli utili realizzati dall'azienda con lo svolgimento del ciclo operativo, non distribuiti ai proprietari e reinvestiti nel ciclo successivo (autofinanziamento);
- finanziamento tramite ammortamenti, per il quale si intende l'effetto finanziario che si ottiene dalla registrazione degli ammortamenti come spese che, a differenza degli altri costi, non generano alcun esborso monetario, e sono pertanto a disposizione dell'impresa sotto forma di liquidità.
- finanziamento tramite accantonamenti, chiamato anche finanziamento per dissoluzione di accantonamenti, che consiste nell'impiego di quei fondi accantonati per ragioni specifiche (come, ad esempio, l'accantonamento di capitale per cassa pensione), che, fino all'utilizzo degli accantonamenti, possono essere utilizzati per il finanziamento dell'impresa.

La raccolta del capitale di rischio si attua mediante l'emissione di azioni nelle società costituite in forma di società per azioni (Società per Azioni, Società in Accomandita per Azioni) e mediante la sottoscrizione di quote nelle altre società. Azioni e quote rappresentano una frazione del capitale sociale dell'impresa e conferiscono ai loro titolari il diritto di partecipare alle alterne vicende della società, con una responsabilità, rispettivamente, limitata alla quota sottoscritta (società di capitali) ovvero illimitata e solidale (società di persone). Il capitale proprio non prevede l'obbligo di rimborso, ma ha una remunerazione residuale ed aleatoria legata al risultato economico dell'azienda. La remunerazione del capitale è subordinata all'approvazione di una deliberazione assembleare di distribuzione degli utili, che ne determini l'*an* ed il *quantum*. Tale deliberazione è

⁴ Egidio Giannessi osserva che "la scelta dell'anno come periodo utile per la classificazione dei fenomeni non ha alcuna base scientifica e nulla potrebbe vietare di assumere un intervallo di tempo maggiore o minore, tuttavia è evidente che il ciclo annuale (...) ha nella vita delle aziende una grande importanza. La legge stessa ha codificato questa consuetudine (...) l'anno viene ritenuto un limite massimo al di là del quale non è conveniente andare nel formare le situazioni contabili ed i bilanci." in *L'equazione del fabbisogno finanziario nelle aziende di produzione e le possibili vie della sua soluzione*, Giuffrè Editore, 1982 pag. 13.

rimessa alla volontà degli organi aziendali, nei limiti di quanto concesso dalla legge⁵. Il rimborso del capitale investito non è previsto se non al momento della cessazione dell'attività d'impresa e della sua liquidazione.

I proprietari, siano essi soci o azionisti in base alla forma societaria adottata dall'impresa, godono di diritti economico-patrimoniali e amministrativi pro-quota⁶. Rientrano tra i primi il diritto a percepire una parte degli utili eventualmente distribuiti dalla società, in misura proporzionale alla quota proprietaria posseduta, ed il diritto al rimborso di tale quota in caso di recesso o di liquidazione della stessa. Tra i secondi, il diritto di intervento e di voto in assemblea. Chi investe in capitale proprio è assoggettato al rischio di impresa: il capitale che fornisce può essere integralmente eroso dalle perdite di gestione. Qualora un socio volesse liquidare il proprio investimento prima della scadenza egli dovrebbe, di norma, cedere la sua quota o le sue azioni sul mercato o a terzi, lasciando l'impresa incolume da qualsiasi effetto finanziario.

Il capitale di terzi viene costituito ricorrendo alle fonti di finanziamento esterne, apportate cioè da soggetti estranei all'impresa. Tipicamente si tratta di risorse finanziarie reperite attraverso il mercato creditizio o attraverso altre forme speciali quali il *factoring*, il *leasing* o il *crowdfunding*⁷. A differenza dell'apporto di capitale proprio, che qualifica i finanziatori come proprietari, l'apporto di capitale di terzi li qualifica come creditori dell'azienda. I creditori non godono di alcun diritto che gli consenta di prendere parte alle decisioni o alla gestione operativa dell'azienda, ma essi hanno il diritto di ottenere il rimborso delle somme prestate (diritto di credito), con prelazione rispetto ai soci. Il finanziamento con capitale di terzi si caratterizza per l'assenza del rischio di impresa (stante tuttavia la presenza del rischio di insolvenza e del rischio di credito), per la previsione di rimborso a scadenze prefissate e per la corrispondenza di un interesse sulle somme erogate. L'orizzonte temporale del finanziamento esterno dipende dalla tipologia del debito contratto. In base alla durata del debito contratto, questi si suddividono in: debiti a breve termine, se hanno scadenza inferiore ai 12 mesi, debiti a medio termine, se la scadenza è compresa tra 1 e 5 anni e debiti a lungo termine, se la scadenza va oltre i 5 anni.

Gli erogatori principali (e più tradizionali) di finanziamento esterno sono le banche, le quali, fornendo capitali alle imprese, danno luogo al cosiddetto prestito bancario. Le banche erogano finanziamenti di vario genere e natura, così da permettere alle imprese di far fronte ai propri bisogni di liquidità. Il finanziamento bancario a lungo termine è generalmente reperito attraverso un contratto di mutuo, con il quale la banca mette a disposizione del mutuatario una grande somma di denaro che potrà essere rimborsata in più anni. All'allungarsi dell'orizzonte temporale del rimborso, aumenta la rischiosità dell'operazione per la banca e, conseguentemente, il tasso di interesse applicato. Per quanto riguarda il finanziamento bancario a breve e medio termine,

⁵ Si veda quanto disposto dagli articoli 2303, 2432 e 2433 del Codice Civile.

⁶ I diritti patrimoniali ed amministrativi possono essere modificati col consenso di tutti i soci (art. 2468 c.c.), così come è possibile emettere categorie di azioni che attribuiscono diversi diritti al possessore (art. 2348 c.c.), nei limiti di quanto disposto dalla legge.

⁷ L'Italia è stato il primo paese ad aver adottato una normativa completa ed organica sull'*equity crowdfunding* con particolare riferimento alle start-up innovative: D.L. n.179 del 18/10/2012, convertito in L. n.221 del 17/12/2012. Gli aspetti specifici di tale fenomeno sono stati disciplinati dalla Consob con Regolamento n.18592 del 29/06/2013 (si veda il sito web <http://www.consob.it/main/trasversale/risparmiatori/investor/crowdfunding/index.html>).

ci sono una pluralità di operazioni che prevedono un rimborso nell'arco di 12-18 mesi, tra cui: apertura di credito in conto corrente, sconto di crediti, anticipazioni su ricevute bancarie. La remunerazione della banca per le somme erogate è rappresentata dagli interessi che su tali somme prese a prestito devono essere corrisposti.

I prestiti obbligazionari consistono nella raccolta di fondi presso il pubblico di investitori (persone fisiche, enti ed altre società) che, sottoscrivendo i titoli obbligazionari emessi dalle imprese, forniscono loro capitali. In cambio, la società emittente si impegna a corrispondere ai titolari degli interessi periodici detti cedole ed a rimborsare il valore del prestito a scadenza. A differenza dei mutui, il rimborso del capitale non è graduale, ma avviene in un'unica soluzione finale, con la quale si estingue il rapporto obbligazionario.

Il *factoring* è un contratto con il quale l'impresa cede i propri crediti esistenti o futuri ad una società specializzata (società di factoring), al fine di ottenere liquidità immediata per una percentuale del valore nominale del credito ceduto. L'impresa cedente ottiene anche una serie di servizi correlati alla gestione del credito ceduto, tra cui l'incasso e l'anticipazione dei crediti prima della loro scadenza. Il *factor* si assume l'onere di riscuotere l'importo dei crediti dietro pagamento di una commissione, che viene trattenuta dalle somme riscosse dal debitore ceduto.

Il *leasing* è una forma di finanziamento a medio termine con cui una società che opera nel settore della intermediazione finanziaria (società di leasing) concede il pieno godimento di determinati beni mobili o immobili ad un utilizzatore, contro il versamento di un corrispettivo periodico per un tempo predeterminato. Al termine del periodo di locazione l'utilizzatore può optare per il rinnovo della locazione a un canone molto ridotto, per la restituzione, o per il riscatto del bene ad un prezzo concordato *ex ante*.

Per *crowdfunding*, letteralmente "finanziamento collettivo", si intende generalmente un invito pubblico a raccogliere fondi per un progetto specifico⁸. Secondo la definizione fornita dall'*European Crowdfunding Network*⁹, i tratti caratterizzanti di tale forma di finanziamento sono: l'utilizzo di internet come mezzo di raccolta dei fondi, il fatto che il contributo individuale di ciascun individuo sia modesto, ma che il numero di individui che partecipano sia elevato, così da permettere alle imprese di raccogliere il capitale necessario. A riguardo infatti è possibile parlare di micro-finanziamento dal basso. Assume grande rilevanza anche il concetto di ricompensa, ossia di ritorno finanziario o non finanziario, che coloro che sostengono le iniziative ottengono dagli ideatori delle stesse. In base al ritorno richiesto da coloro che aderiscono all'iniziativa è possibile individuare quattro diverse categorie di *crowdfunding*: *donation* (donazione, per cui non è prevista alcuna

⁸ Consiglio Europeo, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni in merito alla possibilità di Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell'Unione europea*, Unione Europea, 2014 (COM/2014/0172 final). Il documento è scaricabile dal [sito](#) della Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea.

⁹ "Crowdfunding is a collective effort of many individuals who network and pool their resources to support efforts initiated by other people or organizations. This is usually done via or with the help of the Internet. Individual projects and businesses are financed with small contributions from a large number of individuals, allowing innovators, entrepreneurs and business owners to utilise their social networks to raise capital", 2012, disponibile sul sito ufficiale dell'European Crowdfunding Network o al seguente link: <https://eurocrowd.org/2012/10/26/about-crowdfunding-2/>.

ricompensa), *reward* (ricompensa prevista in forma di beni o servizi, cioè l'output dell'impresa), *lending* (prestito, che viene ricompensato con il pagamento di interessi) ed *equity* (la ricompensa dipende dal risultato economico ottenuto dall'impresa).

1.2 La struttura finanziaria ottimale dell'impresa e la preferenza del debito

Dal punto di vista dell'impresa è possibile fare molte considerazioni sui vantaggi e gli svantaggi che ciascuna tipologia di finanziamento comporta. Qualsiasi apporto di capitale determina un rendimento per il finanziatore e, quindi, un costo per l'impresa, che dovrà cercare di minimizzarlo. L'analisi sulla composizione ottimale di capitale di rischio-capitale di debito all'interno di un'impresa altro non è che l'analisi della sua struttura finanziaria. Molti studiosi hanno sviluppato teorie sulla struttura finanziaria ottimale delle imprese, di seguito brevemente analizzate, a conferma della conclusione che non esiste un'unica struttura ottimale. La struttura finanziaria, infatti, deve essere adattata sia alle peculiarità di ciascuna impresa, che alle diverse fasi del ciclo di vita che essa attraversa, con l'obiettivo di mantenere l'impresa stabile e flessibile. Le differenti teorie proposte nel tempo in merito alla struttura finanziaria delle imprese, a prescindere dalla specifica formulazione, tendono a verificare se esiste una struttura finanziaria ottimale che permetta di massimizzare il valore dell'impresa, e quali sono, (in caso di risposta affermativa) i fattori che costituiscono gli "elementi critici" necessari all'ottenimento di questa particolare combinazione di fonti.

1.2.1 La teoria tradizionalista

La prima scuola di pensiero che indaga il rapporto ottimale tra capitale di rischio e capitale di debito è quella dei cosiddetti "trazionalisti", tra cui Dean (1951), Graham e Dodd (1951), Guthmann e Dougall (1955), Taylor (1956), Watermann (1957). Secondo il loro approccio 'classico', esiste uno specifico rapporto tra debiti e capitale proprio che minimizza il costo medio ponderato del capitale e massimizza il valore complessivamente investito nell'impresa. Oltre questo rapporto, gli oneri che l'indebitamento finanziario comporta (incremento dei rischi finanziari, costi del dissesto, costi di negoziazione/di transazione...) incrementano il costo medio ponderato del capitale e riducono il valore dell'impresa. Rispetto ad un'impresa non indebitata perciò, un'impresa indebitata gioverà del debito contratto fintanto che il beneficio della leva finanziaria non verrà completamente eroso dal maggior rendimento richiesto dagli azionisti per supportare il maggior rischio. Tale maggior rischio discende dalle caratteristiche proprie dell'investimento in patrimonio netto sopra analizzate. Affinché gli investitori decidano di investire nel capitale di rischio di un'impresa è condizione necessaria che questa gli offra un rendimento almeno pari alla redditività che potrebbero ottenere da investimenti azionari alternativi aventi pari grado di rischio. In altre parole, il rendimento atteso del loro investimento deve essere almeno pari al costo opportunità del capitale, ovvero al miglior tasso di interesse di progetti di investimento alternativi, aventi stessa rischiosità, a cui rinunciano investendo nell'azienda in questione.

Il rendimento che gli azionisti desiderano ottenere può essere perciò stimato come costo opportunità del capitale di rischio, derivante, secondo il modello del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) da tre componenti:

- la redditività degli investimenti privi di rischio (*risk free rate*), ovvero gli investimenti in titoli di stato a medio-lungo termine (rf);
- il premio al rischio medio (*market risk premium, MRP*) derivante dalla differenza tra gli investimenti azionari e gli investimenti privi di rischio ($rm - rf$);
- una misura del rischio d'impresa che tenga conto sia della rischiosità del settore in cui l'impresa opera, sia delle specificità dell'impresa, come la sua leva operativa, la sua capitalizzazione di mercato e la ciclicità dei suoi ricavi (β)

$$r = rf + \beta (rm - rf)$$

Affinché gli investitori ottengano il tasso di rendimento desiderato, l'impresa deve ottenere come risultato della gestione operativa il cosiddetto ROE equo (indice di redditività del capitale proprio "equo"), o *fair ROE*¹⁰. Al di sotto del ROE equo, la performance dell'impresa non è soddisfacente: essa non crea valore per gli azionisti e non attrae altri finanziamenti. Al di sopra del ROE equo, la performance è soddisfacente: l'impresa crea valore per gli azionisti, garantendo loro un rendimento superiore rispetto ad altre opportunità di investimento a parità di rischio. Il ROE equo si configura pertanto come un utile benchmark per valutare la performance aziendale, il cui obiettivo primario è la creazione di valore per i suoi *shareholders*. Tale creazione (o distruzione) di valore effettivamente realizzata viene misurata calcolando il ROE (*Return on Equity*), ovvero il rapporto tra il risultato d'esercizio, l'utile netto, ed il capitale di rischio impiegato per produrre tale utile, il patrimonio netto.

$$\text{ROE (Return on Equity)} = \frac{\text{Utile Netto (UN)}}{\text{Patrimonio Netto (PN)}}$$

Se il ROE è soddisfacente e l'impresa è in grado, con la gestione operativa e finanziaria, di creare valore e nuova ricchezza per i propri investitori, questi allora beneficeranno di qualsiasi maggior investimento effettuato nell'attività di impresa. Prendere denaro a prestito a prestito, ad un tasso di interesse passivo i , ed investirlo nell'attività di impresa, permetterà agli *shareholders* di ottenere un maggior guadagno a patto che la remunerazione del capitale preso a prestito sia maggiore del suo prezzo (il tasso di interesse passivo i). Questo meccanismo viene chiamato leva finanziaria. L'effetto di leva finanziaria, infatti, permette all'impresa di ottenere un beneficio economico ogni qualvolta essa sia in grado di investire risorse finanziarie prese a prestito ad un rendimento superiore al tasso di interesse passivo. In base alla seguente relazione, che lega la redditività del capitale proprio al lordo delle imposte (ROE) al rendimento dei capitali investiti (ROI), appare evidente che, all'aumentare del rapporto di indebitamento (D/E) il risultato economico ottenuto dagli investitori migliori tanto più è elevato lo spread tra ROI ed i :

$$\text{ROE} = \text{ROI} + (\text{ROI} - i) * \frac{D}{E}$$

dove:

¹⁰ Giovanni Fiori e Riccardo Tiscini, *Economia Aziendale*, seconda edizione, Egea, Milano, 2017, pag. 373.

- ROE (*Return on Equity*) = $\frac{\text{Reddito Netto (RN)}}{\text{Equity (E)}} = \frac{\text{Reddito Netto (RN)}}{\text{Patrimonio Netto (PN)}}$
- ROI (*Return on Investment*) = $\frac{\text{Reddito Operativo (EBIT)}}{\text{Capitale investito operativo netto (CION)}}$
- i = tasso di interesse passivo medio da corrispondere sulle somme presa a prestito
- D = *Debt* (Debiti finanziari)
- E = *Equity* (Patrimonio Netto)
- $(ROI-i) * \frac{D}{E}$ = l'effetto di leva finanziaria (*leverage*)

Quando $ROI > i$, si parla di effetto di leva finanziaria positivo. Se invece la differenza tra ROI ed i è negativa, cioè se $i > ROI$, l'aumento dell'indebitamento finanziario ha effetti negativi sul ROE , e si dice che l'effetto di leva finanziaria è negativo.

Grazie all'effetto di leva finanziaria i soci guadagnano (o perdono) lo spread ($ROI - i$) per ogni euro di debito esistente rispetto agli euro di patrimonio netto. In caso di ROI pari al costo dell'indebitamento i , la scelta tra fonti esterne ed interne non produce alcun effetto sul ROE .

Perciò, se il ROI è maggiore del costo del finanziamento, agli azionisti conviene finanziare lo sviluppo dell'azienda con capitale di debito; in caso contrario, la scelta deve ricadere sul capitale di rischio.

A questo punto è possibile calcolare il costo complessivo che l'impresa sopporta per reperire le sue fonti di finanziamento interne (il costo dei mezzi propri) ed esterne (il costo del debito). Tale costo complessivo è una media dei rendimenti attesi dei finanziamenti di *equity* e debito, ponderata per le rispettive quote di capitale di patrimonio netto e di debito. Il costo medio ponderato del capitale dell'impresa (r_A) o *weighted average cost of capital* ($WACC$) sarà pari a:

$$WACC = r_E \frac{E}{V} + r_D \frac{D}{V}$$

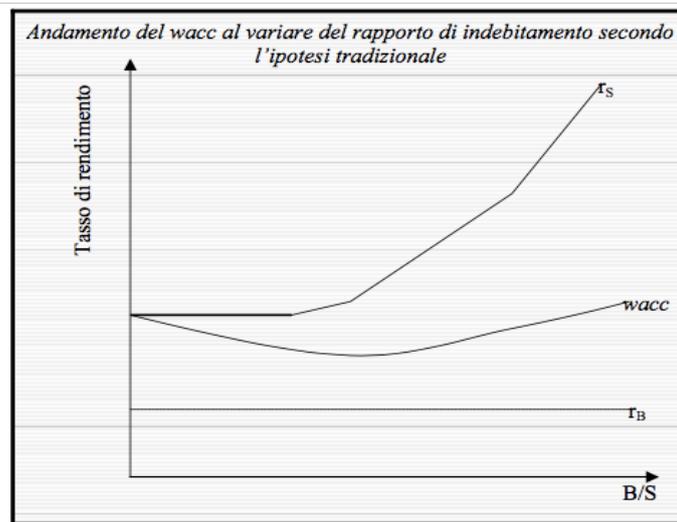
dove:

- r_E è il costo dei mezzi propri;
- r_D è il costo del debito;
- V è il valore dell'impresa, dato dalla somma di *Equity* e Debito: $V = E + D$

Nell'impostazione tradizionale il costo del debito, inteso semplicemente come tasso di interesse passivo medio, viene rappresentato come meno oneroso del costo dei mezzi propri. Questo perché i soci, remunerati subordinatamente rispetto ai creditori, supportano un rischio maggiore e perciò richiedono una remunerazione maggiore rispetto ai terzi finanziatori.

Perciò, all'aumentare del rapporto di indebitamento, il $WACC$ dapprima diminuisce, poi aumenta quando il rischio d'impresa inizia a crescere facendo apprezzare il costo del capitale di rischio, come rappresentato nella seguente figura (1.1).

Figura 1.1 – L'andamento del WACC al variare del rapporto di indebitamento secondo la teoria tradizionale¹¹



Fonte: Richard Brealey, 2015

1.2.2 La teoria dell'indifferenza

Franco Modigliani e Merton H. Miller ribaltarono completamente la teoria tradizionale. Nel celebre articolo "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment"¹², pubblicato su *The American Economic Review* nel 1958, essi dimostrarono la cosiddetta irrilevanza della struttura finanziaria, in base alla quale non esiste un rapporto ottimale di indebitamento rispetto ai mezzi propri.

Gli autori dimostrano attraverso l'"*homemade leverage*"¹³ che qualsiasi rapporto tra debito ed *equity* l'impresa selezioni, questo non influenzerà il valore complessivo dell'impresa (*Proposizione I: value invariance*). Questa conclusione deriva dal fatto che il capitale investito ed il suo rendimento sono autonomi rispetto alle modalità con cui vengono raccolte le risorse necessarie. Perciò, qualunque sia la fonte di finanziamento utilizzata, il rendimento e quindi il valore dell'impresa non varieranno.

Sotto un cospicuo e non indifferente numero di assunzioni, il valore di un'impresa finanziata tramite *equity* è pari al valore di un'impresa finanziata tramite indebitamento. Infatti, assumendo:

- l'assenza di imposte societarie e personali;
- la possibilità di ricorrere all'indebitamento alle stesse condizioni di mercato (tasso di interesse di mercato) e senza limiti, che valga indistintamente sia per le imprese che per i singoli individui;
- mercati finanziari perfetti, privi di asimmetrie informative e di attriti, di costi di agenzia e/o costi di transazione;
- l'assenza di costi legati al fallimento ed al dissesto finanziario, ivi compresi i costi di liquidazione ed i costi di reputazione per i dirigenti;

¹¹ Nella figura, B indica il Debito, S indica l'*Equity*.

¹² *The American Economic Review*, vol.48, n.3, pp. 261-297, 1958

¹³ Termine utilizzato per indicare che gli individui possono riprodurre in proprio gli effetti dell'indebitamento aziendale, finché si fanno prestare e prestano denaro alle stesse condizioni delle imprese.

ed ipotizzando altresì due imprese identiche, che effettuino gli stessi investimenti (ed abbiano perciò gli stessi flussi operativi e lo stesso grado di rischio) e differiscano tra di loro solo nella composizione del passivo, allora valore delle due imprese sarà lo stesso¹⁴.

Questa conclusione può essere espressa con la seguente equazione, indicando con V_U il valore dell'impresa non indebitata (*unlevered*), finanziata solo tramite *equity*, e con V_L (*levered*) il valore dell'impresa indebitata¹⁵:

$$V_U = V_L$$

Il valore d'impresa è il valore di mercato delle sue azioni e dei suoi debiti. Esso è calcolabile come valore attuale dei flussi di cassa che l'impresa è in grado di produrre al lordo degli interessi. Il tasso di sconto di tale *cash flow* è il rendimento atteso su imprese appartenenti alla stessa classe di rischio, cioè il costo opportunità del capitale. Il valore dell'impresa è dunque determinato unicamente da tale tasso di sconto e dai flussi di cassa dell'impresa. Esso dipende dagli impieghi di capitale (cioè dalla struttura dell'attivo) e non dalle forme di finanziamento con cui tale capitale viene reperito (struttura del passivo).

Nonostante l'indebitamento possa sembrare più conveniente dell'emissione di azioni, a causa dell'assenza di un premio di rischio, l'aumento del rapporto di indebitamento non ridurrebbe il costo medio del capitale per l'impresa, perché i suoi effetti sarebbero perfettamente compensati dal maggior costo del capitale di rischio. Infatti, all'aumentare della leva finanziaria, aumenta il flusso atteso di utili per azione, ma non aumenta il prezzo dell'azione. Ciò è dovuto al fatto che la variazione degli utili attesi viene completamente compensata dalla variazione del tasso a cui tali utili vengono attualizzati: ad ogni aumento del rendimento atteso corrisponde un aumento del rischio, per il quale gli investitori richiedono un tasso di rendimento maggiore.

L'effetto di leva finanziaria è perfettamente controbilanciato dal maggior rendimento richiesto, ed il prezzo dell'azione (quindi, il suo valore) resta invariato. Perciò, anche il costo medio del capitale, r_A o *WACC*, è indipendente dal volume e dalla struttura del debito. Secondo la *Proposizione II* del Teorema di Modigliani-Miller, il rendimento del capitale proprio (r_E) è pari al tasso di rendimento atteso delle attività (*WACC* o r_A), appropriato per un flusso di rendimenti operativi della stessa classe di rischio, più un premio ($WACC - r_D$) correlato al rischio finanziario misurato dal rapporto debiti/mezzi propri (D/E) dell'impresa.

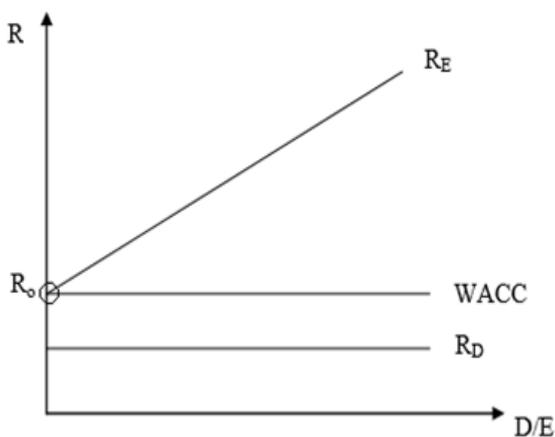
$$r_E = WACC + (WACC - r_D) \frac{D}{E}$$

Il tasso di rendimento atteso dell'*equity* è, perciò, una funzione lineare del rapporto di indebitamento, rappresentabile come segue:

¹⁴ Le ipotesi assunte sono così tuate ed hanno implicazioni così determinanti che la critica successiva parlò di "mondo di Modigliani-Miller". Si ricordano, tra gli altri, Hubbart (1998), Brealey, Mayers e Sandri (1999), e Venanzi (1999).

¹⁵ Per una semplice verifica matematica di tale conclusione si rimanda a Richard A. Braley, Steward C. Mayers, Franklin Allen, Sandro Sandri, "Principi di finanza aziendale", McGraw-Hill Education, Milano, ottava edizione, 2020, cap.17, pag. 432.

Figura 1.2 – L'andamento del rendimento atteso dell'equity secondo la II Proposizione di M&M

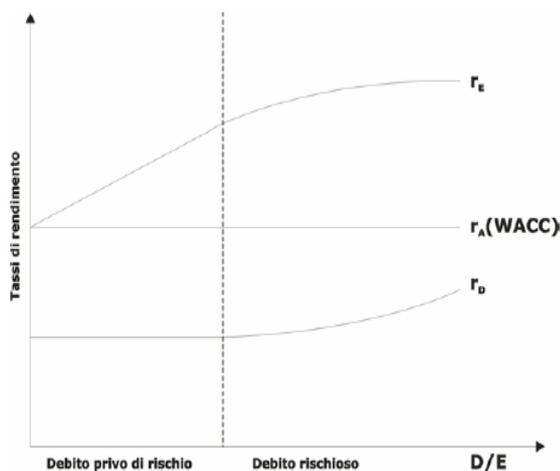


Fonte: David Hillier et al., 2015

Il WACC coincide con la redditività operativa dell'azienda, indicata in figura con R_o . Finché il debito è privo di rischio¹⁶, r_D è costante ed il rendimento atteso dell'equity, r_E , aumenta in maniera lineare in funzione del rapporto debito-equity, secondo il fattore di proporzionalità dato dallo *spread* ($WACC - r_D$).

Tuttavia, se la leva finanziaria aumenta oltre un certo limite, il rischio del debito diventa positivo e crescente, e gli erogatori di prestiti richiedono un tasso di interesse più elevato. Si verifica così un trasferimento di parte del rischio operativo dell'impresa dagli azionisti agli obbligazionisti, con il conseguente aumento di onerosità del ricorso all'indebitamento. Con l'assunzione di maggior rischio da parte dei finanziatori del debito, il rendimento atteso dell'equity aumenta più lentamente:

Figura 1.3 – L'andamento del WACC al variare dei rendimenti attesi su equity e debito



Fonte: Guatri, 1998

Modigliani e Miller suppongono che, almeno fino ad una certa soglia, il debito sia privo di rischio. Il rendimento atteso del capitale netto aumenta linearmente fino a quel punto (individuato dalla linea tratteggiata); poi l'incremento del grado di indebitamento determina un trasferimento parziale del rischio operativo sui

¹⁶ Per debito privo di rischio si intende che il beta del debito sia pari a zero.

possessori dei titoli di debito, e quindi r_E diminuisce la sua inclinazione, mentre r_D aumenta. Il rendimento medio delle attività d'impresa, cioè il costo totale del capitale aziendale, r_A o $WACC$, rimane invariato e costante. Esso è indipendente dal rapporto D/E , cioè dalla composizione del passivo. Questo resta vero anche in presenza di cambiamenti dei rendimenti richiesti su *equity* e debito, perché le variazioni dei rendimenti determinano, a loro volta, variazioni nella composizione del passivo (delle quote di *equity* e debito) di un'entità tale da bilanciare perfettamente gli effetti delle variazioni dei rendimenti, lasciando il rendimento totale delle attività invariato.

1.2.3 Il beneficio fiscale del debito

Riflettendo sulle proprie ipotesi, furono gli stessi Modigliani e Miller a modificare il loro modello originario, rimuovendo una delle assunzioni fondamentali: l'assenza di tassazione societaria¹⁷. La presenza di tassazione e la conseguente possibilità, per le imprese, di dedurre dal carico fiscale parte degli interessi passivi pagati sulle somme prese a prestito, determina un beneficio fiscale del debito (o scudo fiscale). Se le imprese godono di tale beneficio sul pagamento degli interessi, il costo del capitale di debito per l'impresa sarà ridotto dell'ammontare che essa recupera sui versamenti fiscali. Non essendo prevista alcuna deducibilità sulla distribuzione di dividendi, il costo del capitale proprio rimane invariato. Il valore dell'impresa indebitata V_L , perciò, non sarà più pari al valore dell'impresa non indebitata V_U , ma sarà maggiore di quest'ultimo a causa dello scudo fiscale. Ipotizzando che il debito sia permanente, il valore attuale del beneficio fiscale del debito può essere calcolato come il valore attuale di una rendita perpetua, attualizzata al proprio costo-opportunità del capitale, (il costo atteso del debito):

$$\text{VA del beneficio fiscale} = \frac{T_c (r_D D)}{r_D} = T_c D$$

- dove T_c è il valore dell'aliquota d'imposta marginale sulla società

Il valore dell'impresa indebitata sarà pari al valore dell'impresa non indebitata sommata al valore attuale del beneficio fiscale:

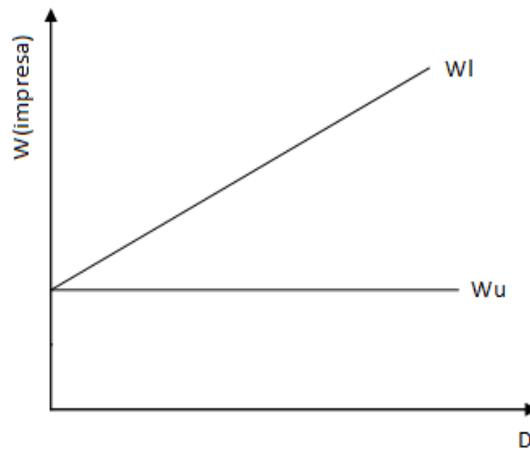
Valore impresa indebitata = Valore impresa finanziata solo tramite *equity* + VA beneficio fiscale

$$V_L = V_U + T_c D$$

Graficamente, all'aumentare dell'indebitamento D , l'aumento di valore dell'impresa indebitata può essere rappresentato come segue:

¹⁷ F. Modigliani, M.H. Miller "Corporate income taxes and the cost of capital: A correction", in *American Economic Review*, n.53, pp 433-443, Giugno 1963.

Figura 1.4 – Il valore dell'impresa indebitata in caso di beneficio fiscale del debito¹⁸



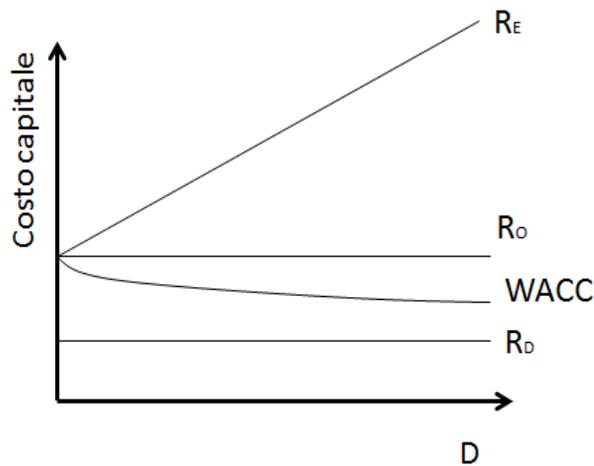
Fonte: David Hillier et al., 2015

Anche il WACC subisce variazioni a seguito del beneficio fiscale della deduzione degli interessi passivi. Infatti, tale beneficio riduce il costo del debito di un ammontare pari a $(1 - T_c)$; il WACC al netto delle imposte è perciò sarà ottenuto nel seguente modo:

$$WACC(\text{al netto delle imposte}) = r_E \frac{E}{V} + r_D \frac{D}{V} (1 - T_c)$$

All'aumentare dell'indebitamento D, il WACC diminuisce. Perciò esso può essere rappresentato come una retta decrescente all'aumentare del debito:

Figura 1.5 – Andamento decrescente del WACC in presenza dello scudo fiscale



Fonte: Celotto, 2017

L'effetto della leva finanziaria sul valore dell'impresa è talmente positivo che la soluzione ottimale sarebbe una struttura finanziaria composta interamente da debito¹⁹.

¹⁸ Nel grafico in figura, W sta per valore (V): Wl sta per Valore Levered, Wu sta per Valore Unlevered.

¹⁹ Questa conclusione non è assolutamente condivisibile. La sovrastima del beneficio fiscale del debito è dovuta, tra le altre, alle seguenti ragioni: non si considerano i limiti della normativa fiscale alla deducibilità degli interessi passivi; il VA è sovrastimato perché il debito è pensato come fisso e perpetuo, mentre esso varia nel tempo in base alla redditività ed al valore dell'impresa; non

Miller, nel 1977, introdusse nel modello anche le imposte personali sui redditi di capitale²⁰. In questo caso, l'obiettivo dell'impresa non è più quello di minimizzare il debito d'imposta sui suoi redditi, ma essa dovrà minimizzare il valore attuale di tutte le imposte, ivi incluse le imposte personali a carico degli azionisti e degli obbligazionisti. La struttura finanziaria ottimale, perciò, è configurabile come la combinazione che massimizza il reddito al netto di tutte le imposte. In questo caso, il vantaggio fiscale relativo del debito nei confronti dell'*equity* è pari a:

$$\text{Vantaggio fiscale relativo del debito} = \frac{1 - Tp}{(1 - Tpe)(1 - Tc)}$$

dove:

- Tc è il valore dell'aliquota d'imposta marginale della società.
- Tp è l'aliquota d'imposta personale sui redditi finanziari (interessi);
- Tpe è l'aliquota d'imposta personale sul reddito azionario (dividendi o *capital gain*²¹);

Se tale rapporto è maggiore di 1, l'assunzione di debito da parte dell'impresa è vantaggiosa. In caso contrario non lo è. In altre parole, conviene indebitarsi fino a quando l'aliquota di imposta personale da pagare sugli utili di impresa, Tpe , è superiore all'aliquota di imposta sugli interessi Tp .

Nel caso in cui $Tpe = Tp$, cioè se i redditi di capitale vengono tassati ugualmente in capo agli individui, siano essi azionisti o creditori, il vantaggio relativo dipenderebbe completamente dall'aliquota di imposta sul reddito delle società:

$$\text{Vantaggio relativo (se } Tpe = Tp) = \frac{1}{1 - Tc}$$

Nel caso in cui invece $1 - Tp = (1 - Tpe)(1 - Tc)$, allora il valore attuale del beneficio fiscale al netto delle imposte personali, ipotizzando un debito costante, sarà pari a:

$$\text{VA del beneficio fiscale del debito} = \frac{Tc (r_D D) (1 - Tp)}{r_D (1 - Tp)} = TcD$$

Il valore dell'impresa indebitata, anche in questo caso, sarà pari al valore dell'impresa non indebitata sommata allo scudo fiscale TcD . Questo perché, benché le imposte personali riducano i benefici fiscali degli interessi pagati dalle imprese, anche il tasso di attualizzazione appropriato diminuisce a causa di tale tassazione. In base a quanto esposto, il debito finanziario, in luogo del patrimonio netto, può generare un beneficio fiscale se e

è possibile utilizzare il debito come scudo fiscale se non vi è un reddito imponibile futuro sufficientemente capiente, e nessuna impresa può essere assolutamente sicura che lo avrà.

²⁰ Miller M.H., "Debt and Taxes", in *Journal of Finance*, n.32, pp.261-275, 1977.

²¹ Secondo la normativa fiscale, i *capital gain* (guadagni in conto capitale) vengono tassati quando si realizzano, non quando maturano. Perciò, Tpe sarà tanto minore di Tp quanto più gli azionisti otterranno sotto forma di *capital gain*. Se il realizzo dei *capital gain* avviene dopo un orizzonte temporale estremamente lungo, questi verranno tassati con un'aliquota vicina allo zero.

solo se l'imposizione fiscale personale sui proventi dei capitali investiti a titolo di credito è inferiore all'imposizione fiscale personale sui redditi di capitale proprio.

Pur costituendo un'importante base di pensiero, la teoria di Modigliani e Miller non può essere considerata una regola di scelta per le imprese nella decisione di finanziamento, perché essa non tiene in considerazione una serie di fattori che la critica successiva ha ampiamente evidenziato e discusso. Tuttavia, l'esistenza di un beneficio dello scudo fiscale è comprovata e, in presenza di altre determinanti, il ricorso al capitale di debito può apportare un vantaggio all'impresa, in questi termini ed in altri. La misura di tale beneficio però non può essere considerata infinita²². Bisogna considerare infatti, tra gli altri fattori: i limiti della normativa fiscale alla deducibilità degli interessi passivi²³; il fatto che le variazioni, che la redditività ed il valore dell'impresa subiscono nel tempo, incidono sul valore attuale del debito (che invece è considerato come fisso e perpetuo da M&M); che non è possibile utilizzare il debito come scudo fiscale se non vi è un reddito imponibile futuro sufficientemente capiente, e nessuna impresa può essere assolutamente sicura che lo avrà; che gli interessi passivi non solo l'unico strumento a disposizione delle imprese per abbattere il reddito imponibile, essendo previsti una serie di altre agevolazioni in tale senso che riducono il potenziale beneficio fiscale del debito²⁴; che qualsiasi grado di indebitamento trova un limite intrinseco nella propria sostenibilità.

1.2.4 La Teoria dei Costi del Dissesto (*Trade-Off Theory*)

Muovendo dagli studi di Modigliani e Miller, molti studiosi indagarono gli effetti dell'indebitamento sul valore dell'impresa. La teoria dei costi del dissesto poggia sulla constatazione che esista una categoria di costi, precedentemente non considerata, legata alla componente di debito della struttura finanziaria dell'impresa. Tali costi, se l'indebitamento è eccessivo, portano l'impresa ad una condizione di dissesto (finanziario, operativo e commerciale) che può anche causarne il fallimento. Perciò, benché esista un vantaggio fiscale del debito, questo non può essere eccessivo, perché va attentamente bilanciato con i relativi costi del dissesto. I costi associati al dissesto dipendono dalla sua probabilità di verificarsi e dall'ammontare dei costi che andranno affrontati se si verifica.

Il rischio legato alla probabilità che l'impresa diventi insolvente è stato quantificato in un costo (*bankruptcy cost*) scomponibile in due differenti componenti: i costi diretti e i costi indiretti²⁵. I primi si manifestano quando il dissesto è già in atto, e consistono nelle spese legali ed amministrative relative al processo di

²² John Graham stima che un'impresa tipica possa aumentare il suo valore del 7,5% facendo leva su un rapporto di indebitamento non eccessivo, tenendo conto sia dell'incertezza sui profitti sicuri, sia dell'esistenza di scudi fiscali alternativi al debito. Si veda Graham J.R., "How Big Are the Tax Benefits of Debt", in *Journal of Finance*, n.55 pp. 1901-1941, 2000.

²³ Il debito comporta un beneficio fiscale, ma non è così per tutti gli stati. Negli Stati Uniti, l'interesse pagato sul debito è fiscalmente deducibile. In Italia invece, ai fini IRAP gli oneri finanziari non sono deducibili, mentre per le imposte sui redditi (IRPEF ed IRES), gli oneri finanziari sono deducibili solo per un'entità pari al 30% del ROL (il reddito operativo lordo).

²⁴ Per un'esauritiva trattazione sugli scudi fiscali e sugli effetti di questi sul reddito si veda DeAngelo H. e Masulis R.W., "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation" in *Journal of Financial Economics*, n.8, pp. 5-29, 1980.

²⁵ Si veda Stephen.A. Ross, Randolph.W. Westerfield, Jeffrey F. Jaffe, *Finanza Aziendale*, Il Mulino, 1997, p. 553 ss.

ristrutturazione o liquidazione dell'impresa. I secondi invece emergono quando si avverte il rischio di un'imminente manifestazione di crisi, e sono legati a problemi organizzativi e gestionali che scaturiscono dai comportamenti opportunistici che gli *stakeholders* mettono in atto. Questa tipologia di costi, consistenti in maggiori oneri o minori incassi, può essere così sintetizzata²⁶:

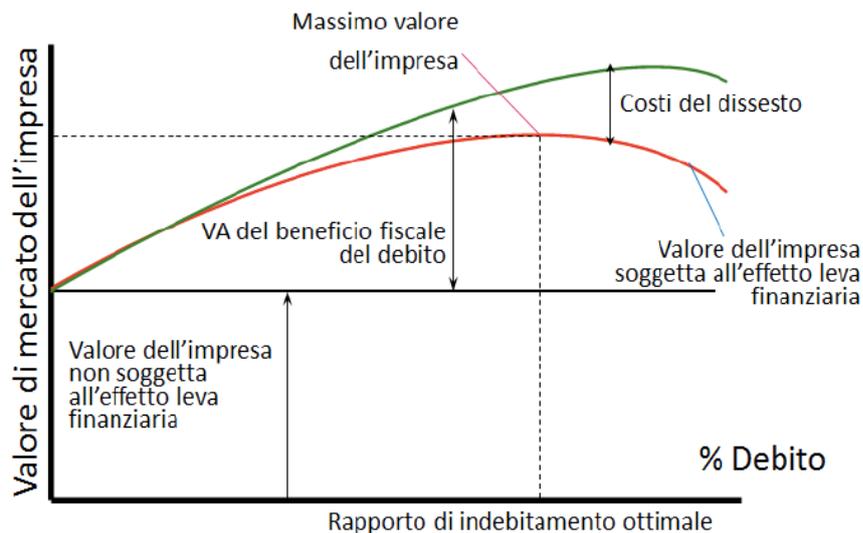
1. *costi di tipo finanziario*: le imprese molto indebitate hanno più difficoltà ad ottenere risorse finanziarie da terzi;
2. *costi legati alle risorse umane*: un'impresa fortemente indebitata deve pagare dei salari più elevati per convincere il proprio personale a non abbandonarla;
3. *costi legati agli approvvigionamenti*: i prezzi pattuiti dai fornitori di imprese fortemente indebitate sono più alti perché molti fornitori temono di non essere pagati per le loro forniture.
4. *costi commerciali*: i clienti preferiscono non acquistare da imprese che potrebbero non essere in grado di garantire la fornitura dei prodotti acquistati.

Nel *trade-off* tra benefici fiscali e costi associati al dissesto, è possibile individuare un livello di indebitamento ottimale. Tale punto di ottimo è dato dal rapporto di indebitamento in corrispondenza del quale il costo medio ponderato del capitale raggiunge il punto di minimo, e quindi il valore dell'impresa è massimo. Alla luce di queste considerazioni, il valore dell'impresa indebitata può essere determinato come segue:

$$\text{Valore impresa indebitata} = \text{Valore impresa finanziata solo tramite equity} + \text{VA beneficio fiscale} - \text{VA del dissesto}$$

La rappresentazione grafica del valore dell'impresa alla luce del *trade-off* tra benefici e costi del dissesto è:

Figura 1.6 – Beneficio fiscale, costi del dissesto e valore dell'impresa



Fonte: Brealey, Myers, Sandri, 2007

Come si può notare, per livelli di indebitamento moderati, le probabilità di dissesto sono insignificanti. Di conseguenza, il valore attuale dei relativi costi è minimo e dominano i vantaggi fiscali dell'indebitamento. Ma

²⁶ Myriam Spallino, "Struttura Finanziaria Delle PMI Italiane Prima E Dopo La Crisi: Prospettive Teoriche Ed Evidenze Empiriche", Università degli Studi di Palermo, 2017.

a un certo punto, contraendo sempre più debito, la probabilità del dissesto aumenta rapidamente e i relativi costi cominciano ad incidere sul valore dell'impresa. Inoltre, se l'impresa non può essere sicura di trarre benefici dal risparmio fiscale degli interessi, il vantaggio fiscale del debito comincia a diminuire fino a scomparire del tutto. L'ottimo teorico è raggiunto quando il valore attuale dei risparmi fiscali dovuti a un maggiore indebitamento viene compensato dall'incremento del valore attuale dei costi legati al dissesto.

La teoria del *trade-off* della struttura finanziaria riconosce che i rapporti di indebitamento ottimali possono variare da impresa a impresa. Le società con attività tangibili, sicure e facilmente liquidabili, o con abbondante reddito imponibile, dovrebbero tendere verso alti rapporti di indebitamento: esse sono poco esposte ai costi del dissesto e possono beneficiare molto dello scudo fiscale. Le società con attività intangibili e rischiose, con grandi prospettive di crescita o che vertono in situazione di perdita, dovrebbero fare affidamento principalmente sull'*equity*. È importante considerare anche che, benché queste conclusioni siano teoricamente valide e condivise, nella realtà si scontrano con alcune verifiche empiriche²⁷, perché non tengono conto delle difficoltà e dei costi che la modifica della struttura finanziaria comporta per l'impresa. Infatti, a fronte di qualsiasi evento casuale che allontani l'impresa dal proprio livello ottimale di indebitamento, essa dovrà compiere degli sforzi per tornare alla sua struttura finanziaria-obiettivo, e questo potrà richiedere anche molto tempo. Tuttavia, la teoria riesce a chiarire molte delle differenze di struttura finanziaria nei diversi settori, fermo restando che le previsioni della teoria non vengono sempre osservate nella realtà.

1.2.5 La Teoria dell'Ordine di Scelta (*Pecking-Order Theory*)

La Teoria dell'Ordine di Scelta²⁸, anche detta *Pecking-Order Theory* muove dalla constatazione che tra manager e *stakeholders* esterni (azionisti e creditori) vi è una grande asimmetria informativa, le cui implicazioni sono osservabili in comportamenti di selezione avversa (*adverse selection*) e azzardo morale (*moral hazard*). Secondo tale teoria, l'asimmetria informativa influenza le scelte tra finanziamento interno ed esterno, determinando una vera e propria gerarchia dell'ordine di scelta. Il management ha a propria disposizione la totalità (o quasi) delle informazioni rilevanti per i finanziatori, come il valore reale, il rischio ed il rendimento degli investimenti dell'azienda. Queste informazioni non sono disponibili al pubblico e perciò gli investitori non hanno strumenti a disposizione adatti per poter compiere analisi e valutazioni accorte: essi commetteranno errori di *pricing*, cioè sottostimeranno o sovrastimeranno il valore dei titoli dell'impresa. I manager possono sfruttare a vantaggio dell'azienda questo squilibrio di informazioni. Essi procederanno all'emissione di nuove azioni solo quando il loro prezzo è sopravvalutato dal mercato, o quando si aspettano che i flussi di cassa si

²⁷ Si vedano, tra gli altri: De Angelo H. e Roll R., "*Capital Structure Instability*" in *Journal of Applied Corporate Finance*, n.28, pp. 38-52, 2016; Lemmon M.L., Roberts M.R. e J.F. Zender, "Back at the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure" in *Journal of Finance*, n.63, pp. 1575-1608, 2008; Wald K., "*How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison*", in *Journal of Financial Research*, n.22, pp.161-187, 1999; Fama E.F. e French K.R. "*Taxes, Financing Decisions and Firm Value*" in *Journal of Finance*, n.53, pp. 819-843, 1998.

²⁸ Steward C. Myers, "*The Capital Structure Puzzle*" in *Journal of Finance*, n.39, pp. 574-592, 1984.

ridurranno; sceglieranno invece di ricorrere al debito quando le azioni risultano sottovalutate, o quando si aspettano un aumento quantitativo dei flussi di cassa. Gli investitori razionali, tuttavia, consapevoli di vertere in una posizione di svantaggio, dubiteranno del valore effettivo delle azioni di nuova emissione, ed interpreteranno il tentativo di vendere azioni come una dimostrazione che queste debbano valere meno del prezzo di vendita. Perciò, il finanziamento tramite *equity* dovrebbe essere l'ultima fonte di finanziamento a cui l'impresa ricorre, perché esso è visto come un segnale negativo sul mercato. Al contrario, l'emissione di nuovo debito è un segnale positivo: dimostra che l'impresa ha ancora capacità di indebitamento, ed è perciò preferibile al ricorso all'emissione di nuove azioni. Tuttavia, anche il ricorso al debito non può essere eccessivo, per scongiurare all'aumento dei costi del dissesto. Perciò esso non sarà la prima scelta di finanziamento. Il podio spetta infatti all'autofinanziamento, che non comporta alcun problema di informazione e neanche costi di emissione. La teoria dell'ordine di scelta stabilisce che²⁹:

1. Le imprese preferiscono il finanziamento interno.
2. Adattano il loro rapporto di distribuzione degli utili-obiettivo alle loro opportunità di investimento, cercando al tempo stesso di evitare variazioni improvvise dei dividendi.
3. Le rigide politiche dei dividendi, sommate alle imprevedibili fluttuazioni della redditività e delle opportunità di investimento, fanno sì che i flussi di cassa generati dalla gestione possano essere a volte superiori ed altre volte inferiori alle spese per investimenti. Se sono superiori, l'impresa rimborsa il debito o investe in titoli negoziabili. Se sono inferiori, l'impresa utilizza la liquidità già disponibile oppure vende i suoi titoli negoziabili.
4. Se è richiesto un finanziamento esterno, le imprese emettono prima i titoli più sicuri. Iniziano cioè con il debito, poi forse utilizzano i titoli ibridi come le obbligazioni convertibili e infine, come ultima risorsa, le azioni.

Non vi è perciò alcun rapporto di indebitamento ottimale nella teoria dell'ordine di scelta. Il rapporto di indebitamento osservato per ciascuna impresa riflette le sue necessità cumulate di finanziamento esterno. Le imprese più redditizie ricorrono meno al debito perché non necessitano di denaro esterno; quelle meno redditizie invece, non avendo sufficienti fondi interni per coprire i loro programmi di investimento, ricorrono al debito perché questo è al primo posto nell'ordine di scelta del finanziamento esterno.

Molti studi ed analisi empiriche sono stati condotti negli anni per cercare riscontri pratici delle teorie finora esposte e per indagarne effetti ed implicazioni³⁰. Ovviamente, nessuna teoria può essere generalizzata tanto da essere applicata all'universalità delle imprese esistenti, ma, generalmente, le seguenti conclusioni sono state

²⁹ Steward C. Myers, "The Capital Structure Puzzle", traduzione e parafrasi ad opera di R.A. Braley, S.C. Mayers, F. Allen, S. Sandri, "Principi di finanza aziendale", McGraw-Hill Education, Milano, ottava edizione, 2020, cap.18 p.479.

³⁰ Si vedano, tra gli altri, Shyam-Sunder L. e Myers S.C., "Testing Static Trade-off against Pecking-Order Models of Capital Structure" in *Journal of Financial Economics* n.51, pp.219-244, 1999; Frank M. e Goyal V., "Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure", in *Journal of Financial Economics*, n.67, pp.217-248, 2003; Fama E. e French K., "Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt" in *Review of Financial Studies*, pp.1-33, 2002.

confermate. Il costo del capitale di debito è, per un'impresa finanziariamente stabile e sicura, minore del costo del capitale proprio, grazie al risparmio fiscale della deducibilità degli interessi passivi. Inoltre, ricorrere al capitale di terzi consente all'impresa di reperire risorse senza l'ingresso di nuovi soci, mantenendo stabili gli assetti proprietari e quindi il controllo dell'impresa. L'indebitamento, tuttavia, se eccessivo e non sostenibile, aumenta il rischio di insolvenza dell'impresa, minando, agli occhi dei creditori e di altri possibili investitori, la sua capacità di produrre utili. Se le banche e gli altri creditori temono che l'impresa possa non corrispondere le somme dovute, le chiederanno delle garanzie di corretto adempimento dell'obbligazione, quali ipoteche sugli immobili o pegni, ridurranno gli affidamenti in conto corrente e, nel caso fossero ancora disposti a concederle prestiti, il tasso di interesse richiesto sarebbe più alto a causa del maggior rischio di insolvenza. In caso di dissesto, i fornitori dell'impresa diventerebbero ben più restii a concederle pagamenti dilazionati e forse non sarebbero più neanche disposti ad effettuare le consegne. I costi di un indebitamento eccessivo sono molti e rischiano di portare al fallimento delle imprese. Le grandi imprese con molte attività tangibili sono meno esposte ai costi del dissesto, e possono ricorrere all'indebitamento anche in maniera massiccia. Le piccole sono più caute e ricorrono solo in piccola parte all'indebitamento. Le imprese di grandi dimensioni e che sono già mature si finanziano principalmente tramite autofinanziamento, ricorrono in seconda battuta al mercato obbligazionario e solo raramente all'emissione di azioni. Le imprese di piccole dimensioni, più giovani o che attraversano la fase di crescita, si affidano con maggiori probabilità all'emissione di azioni, qualora si renda necessario il ricorso al finanziamento esterno.

Perciò, i fattori principali che determinano differenze nel ricorso all'indebitamento tra imprese sono i seguenti³¹:

1. La dimensione: le grandi imprese tendono ad avere rapporti di indebitamento più elevati.
2. Le attività tangibili: le imprese con un'alta percentuale di attività fisse sul totale delle attività hanno rapporti di indebitamento più elevati.
3. La redditività: le imprese più redditizie hanno rapporti di indebitamento più bassi.
4. Il rapporto valore di mercato - valore contabile: le imprese con elevati rapporti valore di mercato- valore contabile hanno rapporti di indebitamento più bassi.

Questi quattro fattori sono estremamente variabili: differiscono molto non solo tra impresa ed impresa, ma anche tra momenti diversi della vita della stessa impresa. È opportuno perciò analizzare come, al variare delle quattro dimensioni indicate, varino le condizioni di indebitamento dell'impresa, e quale siano le migliori alternative di finanziamento ad esso disponibili.

1.3 Le difficoltà di accesso al debito e la soluzione: il Private Equity

Nel corso di vita dell'impresa variano il suo fabbisogno finanziario, le sue condizioni di indebitamento, le sue esigenze, le sue peculiarità. Il modello classico del ciclo di vita di un'impresa consta di quattro fasi

³¹ Rajan R.G. e Zingales L., "What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data" in *Journal of Finance*, n.50, pp.1421-1460, 1995.

fondamentali: la nascita, la fase di crescita e sviluppo, la maturità ed il declino. Nelle prime due fasi di vita i neoimprenditori possono riscontrare parecchie difficoltà di accesso al finanziamento bancario a causa della mancanza di antecedenti positivi e di garanzie reali o personali da apporre al prestito richiesto³². A questo riguardo è opportuno ricordare che, anche se qualche istituto di credito fosse disposto ad erogare un finanziamento, il tasso di interesse richiesto sulle somme erogate sarebbe molto alto perché questo viene commisurato all'affidabilità del soggetto richiedente, in termini di reputazione e di garanzie che tale soggetto può offrire. In più, per il breve/medio periodo la nuova impresa può presentare cash flow negativi, ed il compito di valutare una semplice idea e le sue prospettive di sviluppo può risultare estremamente difficile. Questo problema si amplifica in presenza di progetti imprenditoriali molto innovativi, basati su intuizioni la cui applicazione ed il cui buon esito non sono per nulla scontati, o progetti ad alto tasso tecnologico, per cui gli investimenti effettuati non danno luogo ad alcuna attività tangibile. Nella fase di maturità invece, come visto in precedenza, un ricorso sostenibile all'indebitamento non presenta grandi problematiche.

Le difficoltà nel reperire tradizionalmente capitale di debito per quelle imprese che hanno progetti validi ma bassa patrimonializzazione, hanno aperto la strada agli investimenti in capitale di rischio da parte di investitori istituzionali³³. Tali operatori si prestano a colmare il vuoto lasciato dagli erogatori istituzionali di capitale di debito, fornendo alle imprese ad alto potenziale di crescita il capitale necessario, in un'ottica di investimento di medio-lungo periodo, finalizzato al conseguimento di un guadagno in conto capitale in sede di dismissione. Si tratta di operatori di Private Equity, che investono cioè nel capitale proprio (*equity*) di imprese non quotate (*private*, in contrapposizione allo status *public* delle imprese quotate in Borsa).

L'apporto di capitale "paziente", rimborsabile solo nel lungo periodo, da parte di operatori specializzati, consente di affrontare al meglio i momenti più delicati della vita dell'impresa, come, ad esempio, l'implementazione di strategie, di piani di sviluppo, di nuovi prodotti o di nuove tecnologie. Si tratta di situazioni in cui l'investimento risulta rischioso ma le prospettive di crescita del business sono molto elevate. Il capitale fornito può essere impiegato per espandere il circolante, per finanziare acquisizioni, per rafforzare la struttura finanziaria della società, per effettuare passaggi generazionali o altri processi critici del ciclo di vita aziendale. In tutte queste situazioni così delicate, il supporto dell'investitore istituzionale non si esaurisce nell'aspetto finanziario, ma si arricchisce di un'altra componente altrettanto necessaria e preziosa per l'impresa: il supporto strategico e manageriale. Infatti, oltre a fornire il capitale di rischio, l'operatore specializzato di Private Equity mette a disposizione il proprio *know how*, la propria esperienza e le proprie conoscenze, per aiutare l'impresa a raggiungere i suoi obiettivi di sviluppo. Egli è di supporto alla crescita esterna attraverso contatti, investimenti,

³² Per maggiori informazioni a riguardo si veda il *quaderno* IBAN "Guida pratica allo sviluppo di progetti imprenditoriali", capitolo 1, in par. 1.4 *La difficoltà nel reperire prestiti bancari*.

³³ Anna Gervasoni e Fabio L. Sattin, "Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio", Guerini e Associati, Milano, quarta edizione, 2008, classificano le principali categorie di investitori professionali che effettuano investimenti in capitale di rischio, secondo le loro caratteristiche operative, in: banche d'affari e divisioni di banche commerciali, fondi chiusi a carattere sovranazionale/internazionale, fondi chiusi a carattere locale/regionale, finanziarie di partecipazione di emanazione privata o industriale, operatori pubblici.

collaborazioni ed altro, con imprenditori dello stesso o di altri settori. Solitamente, ha molta esperienza anche in tema di accompagnamento alla quotazione, e può essere d'aiuto nel definire il timing e le procedure interne ottimali. L'operatore specializzato perciò si configura come uno *shareholder* strategico.

L'investimento in Private Equity si realizza attraverso l'acquisto o la sottoscrizione di azioni o quote di capitale, o tramite titoli obbligazionari convertibili o altri strumenti assimilabili. Se la società in cui si è investito ha successo, l'uscita dell'investitore istituzionale si ha quando essa ha raggiunto lo sviluppo previsto. Nel caso di insuccesso l'investitore abbandona quando si rende conto che non è più possibile risolvere la situazione di crisi. Il disinvestimento può avvenire³⁴: con la quotazione in Borsa dei titoli della partecipata; con la vendita dei titoli ad un'altra società o investitore istituzionale; con il riacquisto della partecipazione da parte del gruppo imprenditoriale originario; con la vendita a nuovi e vecchi soci.

1.4 Le fasi del ciclo di vita dell'impresa e il loro finanziamento

Come visto in precedenza, le problematiche inerenti al finanziamento dell'impresa si modificano in funzione delle fasi del ciclo di vita della stessa, sotto il duplice profilo finanziario e strategico. Per questa ragione, l'intervento dell'operatore specializzato deve avere caratteristiche ben differenti tra le fasi, per rispondere adeguatamente alle mutevoli esigenze dell'impresa. In ogni stadio di sviluppo dell'azienda, cui corrispondono dimensioni, profittabilità, esigenze e prospettive specifiche ed eterogenee, si rende necessario un diverso intervento dell'investitore istituzionale, soprattutto in termini di diverse combinazioni delle due variabili chiave, capitale e *know-how*. Gli interventi in capitale di rischio da parte di investitori istituzionali possono quindi essere classificati in tre macro-categorie³⁵:

- finanziamento dell'avvio;
- finanziamento dello sviluppo;
- finanziamento del cambiamento.

Alla prima categoria viene ricondotta l'attività propriamente detta di Venture Capital³⁶, mentre alla seconda ed alla terza quella di Private Equity, benché i fondi di Venture Capital siano molto attivi anche nella seconda fase, soprattutto con riguardo alla cosiddetta *early growth* (crescita iniziale).

³⁴ Modalità individuate ed elencate da Borsa Italiana - *Glossario finanziario*, consultabile online al seguente link: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/private-equity.html>.

³⁵ Classificazione AIFI- *Investimento*, consultabile sul sito <https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/investimento/>.

³⁶ “È importante effettuare una precisazione terminologica, poiché il concetto di investimento istituzionale nel capitale di rischio ha assunto in passato connotati differenti tra gli Stati Uniti e l'Europa. Secondo la definizione statunitense il private equity identifica la globalità delle attività di investimento in capitale di rischio da parte di investitori istituzionali; all'interno della *species* del Private Equity viene operata una distinzione tra Venture Capital (finanziamento delle fasi di avvio e sviluppo di un nuovo business) e *buyout* (finanziamento della fase di cambiamento di un business già consolidato). In Europa invece è stata tradizionalmente effettuata una distinzione tra attività di Venture Capital, riguardante le primissime fasi di vita dell'impresa (genericamente, la fase di avvio), ed attività di Private Equity, riferita agli investimenti riguardano le fasi successive (di sviluppo e cambiamento). A seguito di un processo di standardizzazione metodologica e lessicale, anche in Europa ed in Italia si ha aderito alla definizione statunitense, così che

1.4.1 L'avvio: *pre-seed, seed e start-up financing*

Il primo stadio di investimento nel capitale di rischio dell'impresa è la fase di avvio (*early stage o first stage*). All'interno di tale categoria vengono ricondotti tutti gli interventi finalizzati al supporto della nascita di una nuova iniziativa imprenditoriale, dalla fase embrionale alla prima commercializzazione. La richiesta di intervento è generalmente riconducibile a un imprenditore - o aspirante tale - intenzionato a sviluppare una nuova invenzione, o a migliorare ed implementare un prodotto o processo produttivo esistente³⁷. I problemi finanziari rappresentano uno degli aspetti rilevanti non solo nella fase di avvio, ma anche nelle prime fasi di sviluppo, stanti le criticità finanziarie che qualsiasi impresa affronta finché non riesce ad innescare circoli virtuosi di autofinanziamento. Si affiancano ad esse, nelle prime fasi, numerose difficoltà legate all'implementazione di iniziative imprenditoriali innovative o ad alto contenuto tecnologico (*start-up innovative ed high-tech*). Le ragioni di tali difficoltà risiedono in problematiche "istituzionali" o, comunque di contesto ambientale, quali³⁸:

- la distanza tra il mondo della ricerca e il sistema delle imprese;
- la carenza di servizi per l'innovazione;
- l'assenza di un reale "mercato" del trasferimento di tecnologie;
- la difficoltà riscontrata tra gli operatori di Venture Capital ad intervenire nelle fasi di *seed capital* vale a dire nelle fasi precedenti l'avvio dell'attività di impresa vera e propria.

Ciò di cui il neomanager ha più bisogno durante l'avvio dell'attività risulta essere perciò, oltre ad un apporto di capitali adeguato, un supporto in termini di capacità manageriali, aziendali ed imprenditoriali, per riuscire a definire una formula che abbia prospettive di successo sul mercato, soprattutto con riguardo alla giusta identificazione della propria posizione competitiva. È importante sottolineare che in questo contesto l'investitore deve necessariamente avere fiducia nelle potenzialità del business e nelle persone che lo condurranno.

La fase di avvio può essere scissa in *pre-seed, seed e start-up financing*³⁹.

Il *pre-seed financing* riguarda la primissima fase di nascita e concepimento dell'idea imprenditoriale e consiste nella analisi, valutazione ed eventualmente finanziamento della stessa. Generalmente si tratta di un apporto di capitale modesto (in media, tra i 30.000 e i 50.000 euro⁴⁰) ma che risulta necessario per effettuare le dovute valutazioni in termini di applicabilità ed operatività della *business idea*. Per questo motivo, cui si aggiungono l'elevatissima rischiosità del progetto e la mancanza di qualsiasi garanzia concreta sulla sua validità tecnica e sulle sue probabilità di successo dell'idea, in questa fase il capitale viene apportato solo dalla cosiddetta

Private Equity sia il termine utilizzato per indicare, in modo generale, l'attività dell'investitore nel capitale di rischio." Gervasoni, A. e Sattin F.L., "*Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*", Guerini e Associati, Milano, quarta edizione, 2008, cit.

³⁷ AIFI - *Il finanziamento dell'avvio*, disponibile sul sito <https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/investimento/>

³⁸ Anna Gervasoni e Fabio L. Sattin, "*Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*", Guerini e Associati, Milano, quarta edizione, 2008, cap.4 *Le operazioni di avvio*.

³⁹ Le seguenti informazioni sono tratte da AIFI - *Guida al Venture Capital*.

⁴⁰ Dati tratti da Martina Azzolini, 2019, disponibili su <https://www.trovabando.it/business-angel-italia-venture-capital-italia/>.

categoria “FFF” - *family, friends and fools* - che investono sulla fiducia, oltre che, ovviamente, dal fondatore stesso. Occasionalmente i fondi vengono raccolti tramite iniziative pubbliche di finanziamenti agevolati o incubatori⁴¹.

Il *seed financing* è il vero e proprio finanziamento della *business idea* attraverso l’elaborazione del prodotto/servizio, lo sviluppo di un piano aziendale e lo svolgimento delle dovute analisi di mercato. Questa fase include la sperimentazione, l’ingegnerizzazione e la domanda di brevetto del prodotto. L’investimento in medio oscilla tra i 200 e i 500 mila euro⁴², ma poiché ancora non esiste un *business plan* strutturato, all’investimento familiare si affiancano solo gli operatori che hanno abbastanza conoscenze (tecniche e specialistiche nel settore in questione) da comprendere a pieno la validità e le buone prospettive del progetto. Si tratta di *business angels*, incubatori o fondi di Venture Capital specializzati. La rischiosità in questo stadio è molto alta.

Lo *start-up financing* consiste nell’intervento nella fase di avvio dell’attività produttiva, quando esiste già un prodotto testato ma la cui validità commerciale è ancora da dimostrare. Esiste un’organizzazione di tipo imprenditoriale, caratterizzata da rapporti informali fra gli individui e dall’assenza di burocrazia. Si effettuano eventuali completamenti/perfezionamenti del prodotto, si definisce la strategia dell’impresa e si ottengono i primi riscontri commerciali. L’obiettivo fondamentale diviene l’attivazione dei primi rapporti con i clienti, ricercando la loro fidelizzazione. La necessità di capitali cresce per supportare l’attività produttiva delle diverse funzioni aziendali e per effettuare operazioni quali il lancio di nuovi prodotti o altre iniziative di marketing necessarie. Contestualmente ai progressivi riconoscimenti da parte del mercato, aumenta l’interesse e la disponibilità da parte di investitori ad acquisire partecipazioni in capitale di rischio. I fondi di Venture Capital investono mediamente tra 1 e 5 milioni di euro in questa fase. Nell’attuazione e messa in pratica della business idea e nel suo incontro col mercato le start-up incontrano le maggiori criticità: il 75% di loro non supera questa fase, che è stata perciò denominata “*death valley*”⁴³.

Si parla inoltre di *first stage financing* con riguardo alla partecipazione alla primissima fase di sviluppo, qualora l’avvio dell’attività produttiva sia già completato, ma si debba ancora convalidare appieno la validità commerciale del prodotto offerto. Il business, di modeste dimensioni, ricerca fondi per finanziare la sua crescita ed il suo consolidamento che, per varie ragioni, non conviene reperire sotto forma di capitale di debito.

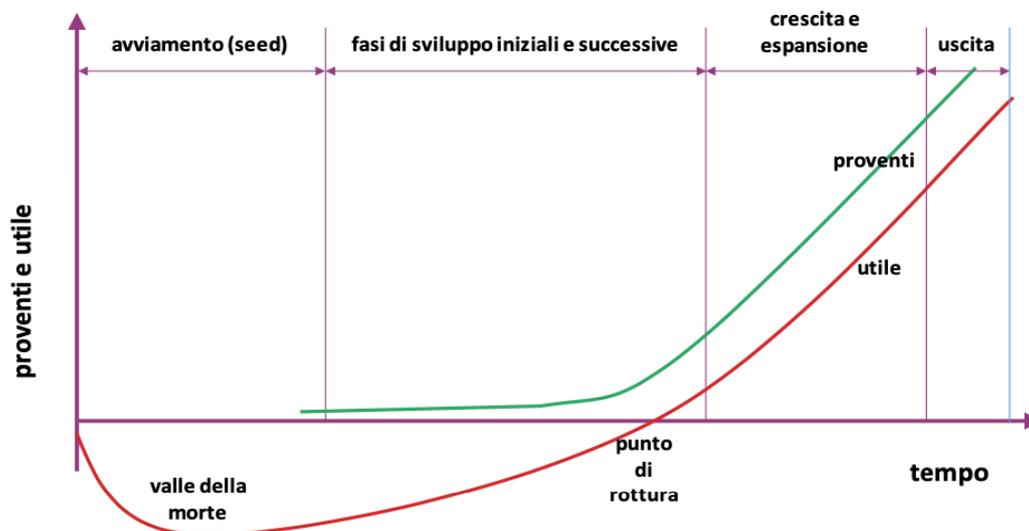
⁴¹ “Con il termine incubatore si intende un’istituzione che interagisce con potenziali soggetti imprenditori, offrendo servizi e, talvolta, risorse finanziarie, con l’obiettivo di favorire e sostenere l’avvio di nuove forme di impresa. (...) Gli incubatori si presentano in linea generale come uno spazio fisico all’interno del quale le startup possono trovare tutte le attrezzature e l’assistenza necessaria per far decollare la propria idea di business. L’esplosione poi della new economy ha spostato l’identificazione di tali operatori dal piano “fisico” a quello “virtuale”, che offre tutti gli ingredienti necessari per creare nuovi business: spazi, consulenza, network, risorse finanziarie e competenze professionali”, cit. AIFI - *Guida al Venture Capital*.

⁴² Dati tratti da Martina Azzolini, 2019 disponibili su <https://www.trovabando.it/business-angel-italia-venture-capital-italia/>.

⁴³ Secondo il rapporto CBInsights, “*The Top 20 Reasons Startups Fail*”, novembre 2019, su un campione di 101 startup fallite, le cause principali che ciascuna di essa ha indicato per il fallimento sono: l’assenza di Product Market Fit (42%), la mancanza di fondi (29%), un team non adeguato (23%), la concorrenza (19%).

Per l'investitore risulta più facile valutare il business, essendo già completate le fasi di ideazione, progettazione, sperimentazione e avvio dell'attività produttiva. Perciò, anche operatori più "generalisti", che non abbiano particolari esperienze e conoscenze del business in questione, possono prendere parte al finanziamento in questo stadio, basandosi sulle analisi di mercato e sulle potenzialità commerciali che rilevano nell'attività.

Figura 1.7 – Fasi delle start-up ed evoluzione di introiti e utili



Fonte: Corte dei Conti Europea, 2019

1.4.2 Sviluppo ed espansione: *early growth*, *sustained growth* ed *expansion capital*

Alla fase di nascita segue la fase di crescita vera e propria, nella quale l'impresa conosce un momento di forte espansione. Nel corso di tale sviluppo, l'impresa inizia raggiungendo il punto di pareggio (o punto di rottura, *break even point*) e registrando i primi utili, per poi puntare alla crescita dei profitti e all'acquisizione di una più ampia quota di mercato. La struttura organizzativa si evolve e, contestualmente all'aumento della base di clienti e dell'attività produttiva, aumentano il numero degli addetti, le procedure ed il grado di formalizzazione. Si rendono ancora necessari finanziamenti esterni ingenti, destinati a supportare la crescita dimensionale e lo sviluppo dell'impresa e della sua reputazione, ma, essendo l'attività già avviata, una parte dei fondi inizia ad essere recapitata tramite autofinanziamento. L'impresa non è più completamente esposta alla dinamicità dei mercati, l'orizzonte temporale degli investimenti si restringe e diminuisce la rischiosità degli stessi. Anche in questa fase però, il contributo del socio istituzionale non si esaurisce nel supporto finanziario, ma si rende necessario il suo supporto manageriale, strategico e di consulenza, al fine di indirizzare opportunamente lo sviluppo aziendale e la sua successiva industrializzazione; diventa anche estremamente preziosa la rete di conoscenze nazionali e internazionali di cui tale socio dispone.

La fase di crescita e sviluppo (*second stage financing*) può essere suddivisa in crescita iniziale (*early growth*) e crescita accelerata (*sustained growth*). Segue poi la vera e propria fase di espansione (*expansion* o *third stage financing*), per infine arrivare alla maturità o alla quotazione in Borsa (*fourth stage financing*).

Nella fase di *early growth* si lavora ancora sul business model, sul piano di marketing e sulla strategia, con l'obiettivo di consolidare l'attività commerciale ed acquisire nuovi clienti fedeli, ponendo le basi per una più grande espansione. Quando l'azienda riesce a consolidare il suo *track record*, costituito da una base di utenti,

cifre costanti sulle entrate ed una concreta validazione del mercato, allora gli investitori istituzionali erogano i cosiddetti finanziamenti, o round, di serie A e di serie B. I primi variano generalmente tra un ammontare di 2 ed 11 milioni di euro, mentre l'entità dei secondi varia tra i 15 ed i 20 milioni⁴⁴. Il finanziamento di serie A è generalmente finalizzato al lancio di nuovi prodotti collaterali, ed allo sviluppo di nuovi canali di distribuzione, e perciò rientra nella categoria di investimenti a sostegno della *early growth*. Il finanziamento di *serie B* invece è volto a replicare su larga scala i risultati raggiunti fino a quel momento, espandendo l'attività oltre i suoi confini tradizionali, ed aumentando la quota di mercato dell'impresa, così da ottenere quella che viene definita la *sustained growth* (crescita accelerata). L'impresa che ambisca al finanziamento di serie B deve dimostrare ai potenziali investitori sia di poter ottenere successo sul mercato internazionale, sia di non aver ancora raggiunto il culmine della propria crescita. Generalmente, perciò, si tratta di imprese che hanno raggiunto le medie dimensioni e puntano al consolidamento o al miglioramento della propria posizione competitiva, le cui prospettive di crescita risultano elevate, certe e sostenibili. Con l'ottenimento del finanziamento di serie B si passa tecnicamente dalla fase di start-up a quella di scale-up⁴⁵.

Nel momento in cui l'impresa inizia a crescere a ritmi sostenuti si parla di fase di espansione, ovvero di consolidamento dello sviluppo (*expansion stage* o *third stage*). Gli investimenti in questa fase vengono detti di *expansion financing*, o, alternativamente di *development financing*, e vengono erogati principalmente da fondi di Private Equity, da Hedge funds e banche di investimento, o dai fondi di Venture Capital che hanno già sostenuto i round A e B (ed i cui apporti di capitale in questa fase vengono perciò detti perciò round C, D e così via). A questo punto infatti l'impresa transita verso la sua vera e propria fase di maturità, nella quale otterrà i massimi risultati economici, risultando in grado di produrre utili con la propria attività operativa. I prodotti o servizi che l'impresa commercializza sono affermati e noti sul mercato, la clientela è fedele e soddisfatta. Le operazioni di *expansion financing* si concretizzano nella sottoscrizione di un aumento di capitale o di un prestito obbligazionario convertibile, finalizzato all'acquisizione di una quota di minoranza della società. Esse sono volte a sostenere e ad accelerare i piani di sviluppo delle imprese, grazie alla presenza del socio istituzionale negli organi societari, che partecipa alla formulazione della strategia d'impresa con il proprio prezioso apporto di esperienza, *know-how*, conoscenze e relazioni, ma lasciando piena autonomia all'imprenditore per tutto quanto riguarda la gestione operativa del business. L'entità degli investimenti in questa fase è ingente: varia generalmente tra i 10 ed i 50 milioni di euro, ma può arrivare a risultare in cifre ancora maggiori. Il rischio è più contenuto e le aziende possono raggiungere un livello di espansione desiderato attraverso tre modalità principali: sviluppo per vie interne, per vie esterne ed a rete⁴⁶.

⁴⁴ Dati riferiti all'Europa, raccolti da Crunchbase fino al 28 novembre 2019.

⁴⁵ La *scale-up* è una società innovativa che ha già sviluppato il suo prodotto e il suo *business model*, opera sul mercato e presenta alcune caratteristiche di successo che le permettono di ambire a una crescita internazionale.

⁴⁶ Anna Gervasoni e Fabio L. Sattin, "*Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*", Guerini e Associati, Milano, quarta edizione, 2008, cap.5, *Le operazioni di sviluppo*.

- Lo sviluppo per vie interne consiste nell'aumento o diversificazione diretta della capacità produttiva. In questo caso il contributo dell'investitore è prevalentemente di natura finanziaria, ma anche l'elemento della consulenza può essere molto prezioso, soprattutto considerando che molte aree di sviluppo risultano spesso ancora inesplorate in termini di diversificazione produttiva e geografica, e che la struttura organizzativa può risultare inadeguata all'espansione desiderata.
- Lo sviluppo per vie esterne si ottiene attraverso l'acquisizione di altre aziende o rami di azienda. Per una crescita di questo tipo è di particolare importanza il network di conoscenze nazionali ed internazionali che l'investitore è in grado di attivare per l'individuazione di un partner ideale per l'impresa. In virtù di ciò, questo genere di interventi risulta particolarmente congeniale agli operatori come le banche di investimento, appartenenti a grandi gruppi internazionali, che dispongono di una consolidata esperienza di carattere internazionale e di una notevole rete di conoscenze in seno a realtà economiche e industriali di paesi diversi.
- Lo sviluppo a rete (*cluster venture*, letteralmente "poli industriali") invece fa riferimento ad una tipologia di intervento finalizzata al raggruppamento di più società operative indipendenti, integrabili verticalmente od orizzontalmente, caratterizzate da considerevoli similitudini in termini di prodotti, mercati e tecnologie. Il raggruppamento avviene tramite la costituzione di una holding che svolge un ruolo di coordinamento strategico. La partecipazione di maggioranza o anche di controllo è detenuta da una o più società di investimento. Questa tipologia di sviluppo industriale apporta due grandi vantaggi: il primo in termini di sinergie, il secondo di carattere finanziario. Infatti, grazie alla costituzione di un gruppo così strutturato è possibile utilizzare al meglio le capacità tecnologiche, manageriali, scientifiche e commerciali di ciascuna azienda, mantenendo al contempo un elevato grado di autonomia e indipendenza decisionale e operativa, nonché la specializzazione e focalizzazione delle proprie attività. Inoltre, risulta più facile attrarre capitali a condizioni vantaggiose per un gruppo di aziende diversificate che non per le singole aziende.

Infine, quando l'azienda è già consolidata, ma vuole ricorrere all'ausilio dell'investitore istituzionale per perfezionare i suoi progetti di sviluppo, si parla del *fourth stage financing*, ovvero del finanziamento in fase di maturità o di quotazione in Borsa. Quando l'obiettivo di sviluppo è direttamente connesso alla volontà di raggiungere, nel breve periodo, la massa critica necessaria per affrontare il processo di quotazione in Borsa, si parla precisamente di *bridge financing* o *pre-ipo* (IPO è l'acronimo di *Initial Public Offer*): un vero e proprio finanziamento "ponte" tra lo status di azienda a capitale chiuso e quello di società quotata.

In tutti i casi sopra analizzati l'intervento dell'operatore specializzato è collegato e volto al finanziamento di progetti di ampliamento di capacità produttiva, di sviluppo di nuovi prodotti o servizi e/o di estensione su nuovi mercati, o volto al consolidamento delle fonti finanziarie legate a strategie di crescita di medio-lungo termine. Gli investitori in Private Equity sono attratti da questo tipo di investimenti perché, avendo fiducia nelle potenzialità del business, credono che il valore dell'azienda crescerà a seguito dello sviluppo progettato, permettendogli di conseguire un sostanzioso *capital gain* in sede di dismissione della partecipazione. Tuttavia, gli investimenti in fase di sviluppo possono risultare più complessi per l'operatore finanziario rispetto a quelli

in fase di avvio, a causa del maggior numero di soggetti coinvolti a titolo di *shareholders*, della presenza di una passata storia aziendale, e di un'organizzazione già strutturata. La partecipazione dell'operatore finanziario risulta in questa fase essere di minoranza, a differenza di quanto avviene nella fase di avvio o in quella di cambiamento. Durante lo sviluppo l'erogatore di Private Equity non rileva il controllo della società, che resta in mano all'azionista di maggioranza (tipicamente, l'imprenditore stesso). Pertanto, si usa parlare di una vera e propria *partnership* tra operatore di Private Equity ed imprenditore⁴⁷.

1.4.3 Il cambiamento: *replacement capital, buy-out, turnaround*

La terza macro-categoria di investimenti in capitale di rischio riguarda quelle situazioni della fase di maturità del ciclo di vita dell'impresa in cui si rende necessaria la presenza dell'investitore istituzionale per "ripensare" o rivitalizzare l'attività. Per superare il momento di stallo, vengono effettuati cambiamenti interni che, pur potendo essere più o meno drastici, generalmente modificano l'assetto proprietario dell'organizzazione.

Una prima motivazione fondante dell'esigenza di cambiamento è la scelta di abbandono dell'attività imprenditoriale da parte di uno o più investitori, che vogliono cedere le quote in proprio possesso.

Si parla, a riguardo, di *replacement capital* (capitale di sostituzione) qualora ci si riferisca alla mera sostituzione di azionisti di minoranza, la cui uscita generalmente non comporta grandi cambiamenti a livello di strategia d'impresa. Grazie a questi interventi, quanti tra i soci non sono più interessati a strategie di lungo termine, possono liquidare il proprio investimento, uscendo dalla compagine societaria, ottenendo un guadagno, e lasciando il loro posto a chi invece crede nelle possibilità di sviluppo dell'impresa e vuole ancora investire tempo e denaro nella sua attività.

Nel caso in cui invece si abbia un cambiamento radicale di proprietà dell'impresa si parla generalmente di operazioni di *buy-out*. Tale esigenza più drastica può derivare da una molteplicità di fattori, tra i quali: la mera volontà del gruppo imprenditoriale di liquidare l'attività svolta, o un ramo di essa, cedendola *in toto*; la mancanza di un successore nei casi di trasmissione generazionale; la privatizzazione (processo mediante il quale le amministrazioni pubbliche, centrali o locali, trasferiscono un'attività imprenditoriale dalla sfera pubblica a quella privata). In queste situazioni l'obiettivo dell'investitore istituzionale è quello di supportare finanziariamente l'impresa e di aiutare a realizzare il cambiamento dell'assetto proprietario. Contestualmente all'investimento, perciò, si verifica un cambiamento della struttura azionaria di controllo che normalmente viene acquisito dall'operatore di Private Equity (o da un insieme di operatori), con tutte le conseguenze e le responsabilità che questo comporta. Tuttavia, pur essendo a tutti gli effetti l'azionista di maggioranza, operatore di Private Equity non svolge il ruolo di gestione operativa, che viene lasciata al management team, ma il suo ruolo è come sempre quello di direzione strategica, supporto allo sviluppo, monitoraggio e valutazione dei risultati.

⁴⁷ Per un approfondimento sul rapporto tra investitore istituzionale ed azionista di maggioranza nella fase di sviluppo si veda Anna Gervasoni e Fabio L. Sattin, "Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio", Guerini e Associati, Milano, quarta edizione, 2008, cap. 5 par 5.2.

Per quanto riguarda il management team che assume il controllo operativo e gestionale, è possibile fare una distinzione tra: *management buy-out* (MBO), nel caso in cui il gruppo manageriale fosse già operativo all'interno dell'azienda; *management buy-in*, nel caso invece provenga dall'esterno; *buy-in management buy-out* (BIMBO), nel caso in cui il gruppo abbia una provenienza "mista". Si parla inoltre di *employee o worker buy-out* (EBO o WBO) nel caso in cui il nuovo assetto proprietario preveda la partecipazione di una compagine più ampia di dipendenti dell'azienda, o di *family buy-out* (FBO) qualora ad assumere il controllo gestionale sia una parte della famiglia interessata al prosieguo dell'attività aziendale che, per farlo, rileva le quote degli altri familiari.

Menzione a parte meritano due operazioni particolarmente importanti di *buy-out*, che sono il *reverse buy-out* (RBO) ed il *leveraged buy-out* (LBO). Nel primo caso, si ha un'operazione di buy-out definita 'inversa' perché consiste nell'offerta di vendita al pubblico o a privati di partecipazioni di un'impresa precedentemente tornata privata dopo un'esperienza di quotazione sul mercato che non abbia dato i risultati sperati. Per mettere in atto questa operazione, l'investitore istituzionale deve innanzitutto far tornare privata l'impresa quotata, acquistando i titoli disponibili sul mercato (si parla a riguardo di "*venture purchase of quoted shares*" o di "*public to private*") in una quantità tale da effettuare il cosiddetto *delisting*, cioè, appunto, l'uscita dell'impresa dal "listino" delle imprese sul mercato. Secondo poi, il socio istituzionale deve preparare l'azienda alla sua successiva cessione o quotazione in Borsa, impiegando il suo *know-how*, la sua esperienza e le sue capacità affinché, questa volta, l'operazione dia i risultati desiderati.

Il *leveraged buy-out* invece indica una qualsiasi acquisizione di società o di beni aziendali effettuata ricorrendo in misura prevalente al capitale di terzi (in genere istituti bancari) e limitando l'apporto finanziario del compratore, in termini di capitale di rischio, ad una parte circoscritta del prezzo pagato: un'acquisizione finanziata con debito⁴⁸. Queste operazioni determinano contemporaneamente due grandi cambiamenti per l'impresa target (l'impresa obiettivo, oggetto dell'operazione): il cambiamento dell'assetto proprietario (*buy-out*) e la ristrutturazione di tutte le passività della società oggetto di cessione (*leveraged*). Le operazioni di LBO possono essere schematizzate in una sequenza di fasi successive⁴⁹, di seguito riportate.

1. La costituzione di una società veicolo (*newco*), nella quale alcuni investitori (interni od esterni all'impresa obiettivo), supportati da un investitore istituzionale, versano somme di denaro a titolo di capitale proprio. Questa somma rappresenta solo una piccola parte dell'ammontare necessario per l'acquisizione dell'impresa target;
2. Una o più società finanziarie concedono capitali alla società veicolo per un ammontare tale da coprire la restante parte necessaria all'acquisizione. Questo finanziamento, essendo erogato ad una società priva di struttura operativa, è tipicamente non garantito.

⁴⁸ Fino al 2003 il *leveraged buy-out* non era consentito in base all'articolo 2358 del codice civile, che proibiva di accordare prestiti o concedere finanziamenti per l'acquisto di proprie azioni.

⁴⁹ Schematizzazione effettuata da Borsa italiana, consultabile sul sito <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/leveragebuy-out.htm>.

3. Avendo raccolto il capitale necessario, la società veicolo procede alla fusione per incorporazione dell'impresa target, risultando l'impresa incorporata, (evento più frequente), o alla rilevazione delle partecipazioni della stessa (evento meno frequente).

A seguito della fusione, il finanziamento erogato alla società veicolo entrerà a far parte delle passività dell'impresa obiettivo, aumentando drasticamente il suo grado di indebitamento. Una condizione essenziale è, perciò, che la società target sia caratterizzata da un basso grado di leva finanziaria e da un'alta capacità di produrre cash flow abbondanti e costanti, proprio perché la nuova società, nata dall'incorporazione, dovrà essere in grado di ripagare il debito impiegato per l'acquisizione. Tale debito risulterà, al termine dell'operazione, garantito dalle attività della *target* e dalla sua capacità di produrre cash flow positivi. Per queste ragioni, non si prestano ad essere oggetto di LBO né le società operanti in mercati ad alto grado di crescita, né le società innovative o *high-tech*. La società target ottimale dovrebbe essere un'impresa matura, operante in un mercato a basso tasso di crescita in cui ricopre un'ampia quota di mercato, con una situazione patrimoniale il più possibile solida, in cui la maggior parte delle immobilizzazioni siano materiali e che abbia anche possibilmente molti crediti commerciali facilmente liquidabili⁵⁰.

Infine, la terza categoria di operazioni di cambiamento è definita *turnaround financing*. Esso consiste nel finanziamento della ristrutturazione di imprese in perdita e/o in crisi finanziaria. Questa viene perseguita mediante investimenti nel capitale di rischio (o in strumenti finanziari assimilabili) unitamente al cambiamento del gruppo proprietario e manageriale. In questo caso l'operatore specializzato supporterà non solo il rischio imprenditoriale, ma anche la responsabilità di condurre la ristrutturazione aziendale ed il rilancio dell'attività, con le relative implicazioni in termini di salvaguardia dei posti di lavoro e di preservazione del valore economico dell'impresa. Stante la situazione di difficoltà in cui verte l'impresa, si rende necessario l'intervento di un operatore esterno specializzato⁵¹ che supporti l'azienda nelle sue relazioni con gli istituti di credito e nella formulazione del progetto di ristrutturazione finanziaria. Infatti, deve essere redatto un piano di ristrutturazione, che essenzialmente presenti la visione strategica dell'impresa, la valutazione della situazione industriale e la precisa definizione della situazione finanziaria, puntuale e prospettica. L'analisi industriale del piano, fondata sugli aspetti e sulle peculiarità del business, deve individuare le cause strategiche della crisi, verificare le possibilità di superamento, indicando i relativi costi e proponendo soluzioni operative idonee (in particolare in termini di percorso strategico per il risanamento, flussi finanziari conseguibili con la gestione operativa ed ammontare di risorse necessarie).

⁵⁰ Anna Gervasoni e Fabio L. Sattin, "Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio", Guerini e Associati, Milano, quarta edizione, 2008, Cap.6, par. 6.5.

⁵¹ Si tratta di un *advisor*, che può essere nominato dagli azionisti nel caso in cui la ristrutturazione non sia legata ad una situazione di particolare difficoltà. Nel caso contrario, sono le banche creditrici ad indirizzare la scelta dell'*advisor*.

1.1 Definizione, funzionamento e benefici dei Venture Capital

Con il termine “Venture Capital” (VC) si fa riferimento all’attività di investimento istituzionale⁵² in capitale di rischio di aziende non quotate, generalmente in fase di start-up, caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo e crescita, con l’obiettivo di ottenere un consistente guadagno in conto capitale attraverso la vendita della partecipazione acquisita o tramite la quotazione in borsa⁵³. L’attività di Venture Capital, tuttavia, non si esaurisce nell’apporto di capitale di rischio, ma include la presenza, più o meno marcata, del Venture Capitalist all’interno della società, al fine di contribuire alla crescita partecipando alla definizione delle strategie, svolgendo consulenza sugli aspetti finanziari, apportando esperienze professionali preziose, monitorando e supervisionando il processo decisionale, e lasciando al contempo la gestione operativa al management aziendale.

Il socio istituzionale possiede una profonda esperienza basata su una moltitudine di realtà imprenditoriali diverse e, pertanto, la società trae benefici dal suo *know-how*, del suo senso pratico del business e della sua visione. In più, essendo l’investitore istituzionale (auspicabilmente) una figura di prestigio dell’ambiente finanziario, egli apporta benefici alla società anche in termini di relazioni e conoscenze, di notorietà e di fiducia da parte del pubblico di investitori e del mercato, sia al momento della quotazione in borsa, che nel ruolo di “certificatore” agli occhi dei creditori, facilitando così la raccolta di mezzi da altri finanziatori e migliorando i rapporti con le banche⁵⁴. L’investitore, dal canto suo, ottiene benefici dal successo dell’impresa, potendo realizzare un consistente *capital gain* in sede di dismissione delle partecipazioni. Affinché questo sia possibile, tra il momento dell’investimento e quello del disinvestimento la partecipazione deve subire un notevole incremento di valore. Per questa ragione, i business verso cui il Venture Capitalist rivolge la sua attenzione presentano opportunità di crescita molto elevate (“*high-grow companies*”), riscontrabili principalmente nelle imprese ad alto contenuto tecnologico (cosiddetta “*high-tech*”) o che comunque dimostrino di poter sfruttare le discontinuità create dalle innovazioni radicali⁵⁵, attraverso l’individuazione di *macrotrend* o di fattori critici di successo. Agli elevati livelli di rendimenti connessi a queste categorie di business si accompagnano però rischi

⁵² L’investitore istituzionale è “l’operatore economico che esercita in modo continuativo e professionale l’attività di investimento, in valori mobiliari o immobiliari, di rilevanti risorse finanziarie, frutto di raccolta presso comunità, spesso molto ampie, di risparmiatori. Rientrano in questa categoria le compagnie di assicurazioni, le banche di investimento e di affari, i fondi comuni di investimento, i fondi pensione, gli hedge fund, le Società di Gestione del Risparmio, gli enti pubblici previdenziali.” Laura Ziani in *Dizionario di Economia e Finanza* (2012), cit.

⁵³ Borsa Italiana - *Glossario Finanziario*.

⁵⁴ AIFI, “*Investimenti e Innovazione: Il supporto dei fondi di private equity e venture capital e la piattaforma venture up*” di Valentina Lanfranchi, 2019.

⁵⁵ Il termine “innovazione radicale”, utilizzato per la prima volta da Christopher Freeman in “*The Economics of Industrial Innovation*” (1982), indica un prodotto/servizio dotato di un così alto grado di innovatività da posizionarsi a grande distanza dai prodotti o servizi esistenti, aprendo l’opportunità di sviluppo di un nuovo mercato e distruggendo il business preesistente.

altrettanto elevati, perciò il Venture Capitalist deve selezionare attentamente le opportunità di investimento più attraenti, svolgendo una verifica delle prospettive di crescita e di fattibilità del piano di sviluppo. I rischi che i Venture Capitalist devono sopportare sono principalmente legati alla rapida obsolescenza del prodotto o servizio offerto, al suo mancato successo commerciale (anche a causa della concorrenza), ed al rischio della necessità di rifinanziamenti. Il rischio complessivo dell'investimento viene drammaticamente amplificato dall'impossibilità di smobilitare il capitale investito prima del raggiungimento delle dimensioni di crescita prefissate. Per queste ragioni, i Venture Capitalist sviluppano portafogli diversificati di più aziende giovani all'interno di un singolo fondo, nei limiti dei canoni di ammissibilità del portafoglio del Fondo (*qualifying portfolio undertakings*)⁵⁶, oppure controllano diversi fondi simultaneamente. A causa dell'elevata rischiosità legata all'attività di Venture Capital, sono previsti obblighi rafforzati in tema di doveri di diligenza nella gestione e di informazione nei confronti di investitori ed Autorità di Vigilanza.

L'attività di Venture Capital si svolge con strutture diverse, tipicamente attraverso la creazione di un veicolo societario per raccogliere capitali dagli investitori ed incanalarlo, sotto forma di partecipazioni, verso le imprese selezionate. Le società di Venture Capital possono essere costituite secondo tre modalità di investimento⁵⁷:

- *Limited Partnership*, caratterizzata dalla presenza di due distinte categorie di azionisti: i *limited partner* (soci sottoscrittori del fondo), che sottoscrivono le quote del fondo e hanno un potere limitato; ed i *general partner* (soci amministratori del fondo) che, oltre a sottoscrivere le quote del fondo, sono responsabili della gestione, del *fund raising*, della scelta degli investimenti e del rimborso delle quote. I *general partner* hanno responsabilità illimitata. Ricorrere alla *Limited Partnership* presenta indubbi vantaggi, tra cui si ricordano la "neutralità fiscale" e la grande flessibilità di tale forma. In base al principio di "neutralità fiscale" profitti, perdite e plusvalenze vengono tassate in capo ai *partner*, secondo quanto stabilito all'interno dell'accordo di *partnership*. La forma è molto flessibile, sia in termini di capitale e di regolamentazione, essendo il più rimandato all'accordo di *partnership*, sia dal punto di vista della sorveglianza, in virtù dell'assenza di obbligo di revisione contabile e di standard nella redazione dei bilanci.
- *Società per azioni*, in cui gli azionisti sono anche investitori. In questo caso la società è soggetta a tassazione sui guadagni in conto capitale realizzati e non distribuiti.
- *Fondi chiusi di investimento*, che hanno un patrimonio distinto da quello dei sottoscrittori e della società che li gestisce (tipicamente, una società di gestione del risparmio). I fondi mobiliari chiusi sono caratterizzati da un numero di quote fisso e perciò, una volta effettuata la sottoscrizione delle quote, i sottoscrittori non hanno la possibilità di riscattarle prima della scadenza del fondo stesso; non è possibile tantomeno per i gestori effettuare nuove emissioni: per raccogliere nuovi capitali dovranno creare un nuovo fondo.

In alternativa alla costituzione di una società, esiste la possibilità di svolgere individualmente l'attività di Venture Capital, senza avvalersi dell'intermediazione di un fondo o di una banca. In questo caso si fa riferimento

⁵⁶ Regolamento (UE) n. 346/2013 del Parlamento e del Consiglio Europeo.

⁵⁷ Federic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccalli, "Istituzioni e mercati finanziari", Pearson, Milano, 2019, cap.11 p.267.

ai cosiddetti Business Angels⁵⁸. Secondo la definizione dell'IBAN (*Italian Business Angels Network*), “il Business Angel è un investitore informale non istituzionale che, mediante ricerca diretta e autonoma, apporta del capitale proprio ad una o più start up o ad imprese con forte potenziale di crescita, diventandone così azionista ed assumendo una responsabilità nell'azienda. In particolare, grazie alla sua natura imprenditoriale, alla sua esperienza manageriale, alla rete di contatti e al patrimonio personale, esso è in grado di agevolare l'avvio e lo sviluppo di nuove iniziative economiche. I Business Angels si configurano come degli “investitori a valore aggiunto”, in grado di sostenere rischi elevati e fornire la giusta interpretazione delle potenzialità del business.”⁵⁹. Questo tipo di investitori di solito acquisisce una partecipazione di minoranza ed investe in settori in cui ha precedentemente operato in qualità di manager, libero professionista o imprenditore, e dei quali perciò conosce bene caratteristiche e opportunità. Egli offre all'impresa, oltre al supporto finanziario, anche le proprie competenze gestionali, le conoscenze tecnico-operative, ed una consolidata e diffusa rete di relazioni con il mondo economico-finanziario. Il Business Angel può affiancare l'imprenditore secondo due diversi approcci: partecipando attivamente alla gestione con il proprio *know-how* e con le proprie capacità manageriali e professionali (in questo caso si parla di Business Angels Industriali), oppure optando per un coinvolgimento marginale nell'attività gestionale, e scegliendo di svolgere principalmente le attività di supervisione e controllo, agendo così da semplice ‘facilitatore’ del business (cosiddetti Business Angels Finanziari). Va comunque sottolineato che, in entrambi i casi, il Business Angel ha solitamente un interesse a monetizzare, entro un orizzonte temporale di medio periodo (3-5 anni), una significativa plusvalenza al momento dell'uscita. I Business Angels, perciò, svolgono esattamente la stessa attività dei fondi di Venture Capital, ma trattandosi di investitori privati informali l'entità e durata dell'investimento risultano ridimensionate. Tuttavia, esattamente come i Venture Capitalists, i Business Angels investono direttamente nel capitale di rischio di PMI non quotate o di start-up al fine di generare una plusvalenza nel momento della dismissione della partecipazione, e contribuiscono attivamente alla crescita economica dell'azienda, impiegando non solo denaro ma anche tempo e competenze per sostenere neoimprenditori di talento nello sviluppo della propria *business idea*.

L'attività di Venture Capital, da chiunque svolta, permette di coprire il vuoto esistente tra i potenziali investitori - quali grandi aziende, governo, privati - e le tradizionali strutture finanziarie - quali banche e altri intermediari, che rivolgono la propria attenzione solo ad aziende operative. Raccogliendo capitali privati e pubblici, offrendo agli investitori un ritorno finanziario attraente ed incoraggiando i potenziali imprenditori a sviluppare idee di qualità, i Venture Capitalists ed i Business Angels contribuiscono notevolmente allo sviluppo del sistema industriale e dell'economia nel suo complesso, selezionando imprese a rapido tasso di crescita e fornendo loro il capitale necessario per svilupparsi. Essi fanno sì che nuove valide idee di R&S arrivino sul mercato e si trasformino in vere e proprie iniziative industriali, apportando benefici a livello di sistema al

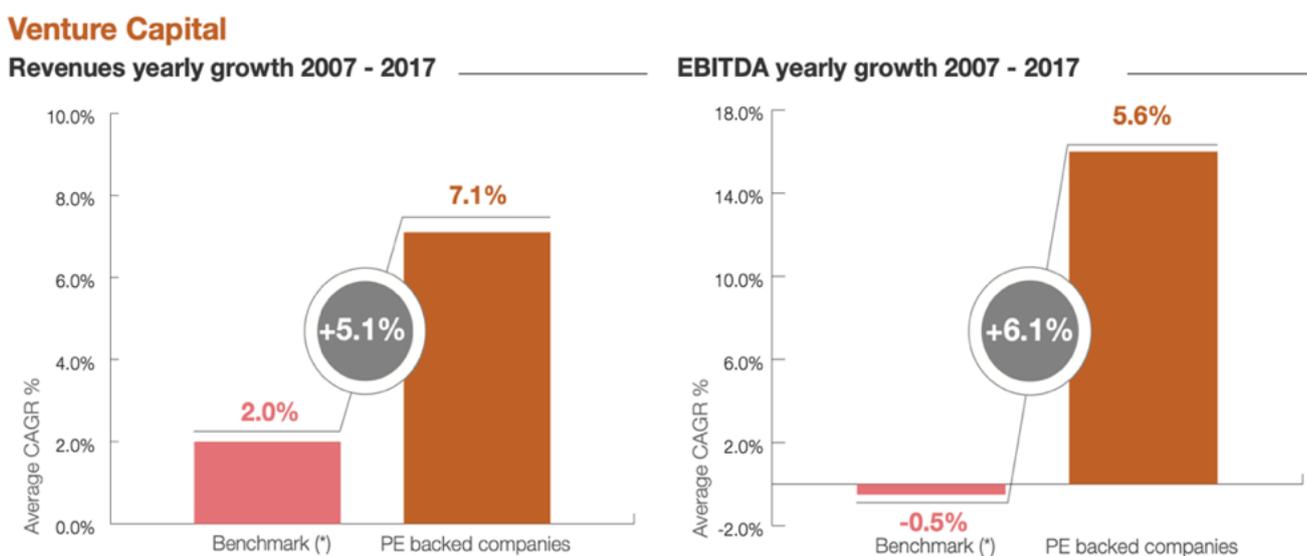
⁵⁸ Conosciuti anche come *angel investors*, *seed investors*, *angel funders* e *private investors*. In italiano: investitori informali.

⁵⁹ IBAN, *Guida Pratica allo Sviluppo di progetti imprenditoriali*, capitolo 1, consultabile al seguente link <http://www.iban.it/fron-tend/iban/public/file/Guidapratca.pdf>.

tessuto industriale e, per suo tramite, al sistema economico in generale⁶⁰. È infatti comprovato che alle imprese partecipate da investitori istituzionali siano riconducibili performance economiche superiori rispetto alle altre realtà imprenditoriali. In tal senso, risulta utile riportare i risultati ottenuti dallo studio *“The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy”*⁶¹, realizzato nel 2019 da PricewaterhouseCoopers (PwC) ed AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt). La ricerca, condotta su un campione di 500 imprese partecipate da fondi di Private Equity (*Private Equity backed companies*) e di Venture Capital (*Venture Capital backed companies*) nel decennio 2007-2017, dimostra che le aziende partecipate registrano performance migliori rispetto alle altre aziende italiane in termini di ricavi delle vendite, prestazioni, EBITDA ed occupazione. In particolare, la ricerca è stata compiuta su un campione di 500 operazioni di investimento dei fondi (216 di Venture Capital e 284 di *buy-out*) condotti dai fondi tra il 2007 e il 2017. I risultati sono stati ottenuti confrontando i dati di bilancio dell’ultimo anno di permanenza delle aziende nel portafoglio dei fondi con i dati di bilancio dell’anno precedente l’ingresso dei fondi stessi. Il benchmark delle aziende non partecipate è costituito da tutte le imprese censite nel rapporto *“Le principali società italiane”* di Mediobanca. I risultati ottenuti, di seguito riportati, dimostrano che i benefici dell’intervento dei fondi di Venture Capital sono molto rilevanti.

Le società partecipate da fondi di VC hanno visto una crescita media annua dei propri ricavi del 7.1%, mentre per le aziende del benchmark la crescita è stata solo del 2% annuo; la variazione annuale dell’EBITDA delle società partecipate dai Venture Capital è stata pari ad un aumento del 5.6% ogni anno, contro un calo annuale dello 0.5% per le società del benchmark:

Figura 2.1 - Ricavi ed EBITDA: confronto tra aziende non partecipate e partecipate da VC



Fonte: PwC e AIFI, 2019

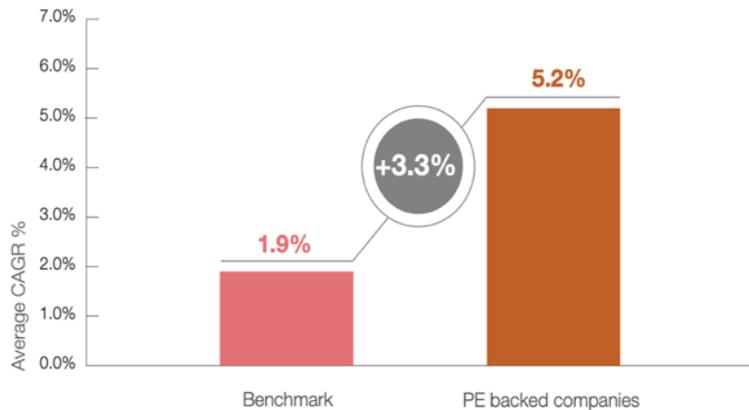
⁶⁰ Elsinio Piol, Prefazione di *“Private Equity e Venture Capital”* di A. Gervasni e F. L. Sattin, Guerini, Milano, quarta edizione, 2008.

⁶¹ La ricerca è consultabile al seguente link https://bebeez.it/files/2019/04/economic-impact_2019.pdf.

I ricavi delle 500 aziende partecipate hanno subito, nell'arco dei dieci anni, un incremento del 5.2%, a fronte di un incremento dell'1.9% per il benchmark:

Figura 2.2 – La crescita dei ricavi tra il 2007 ed il 2017

Revenues growth 2007 - 2017



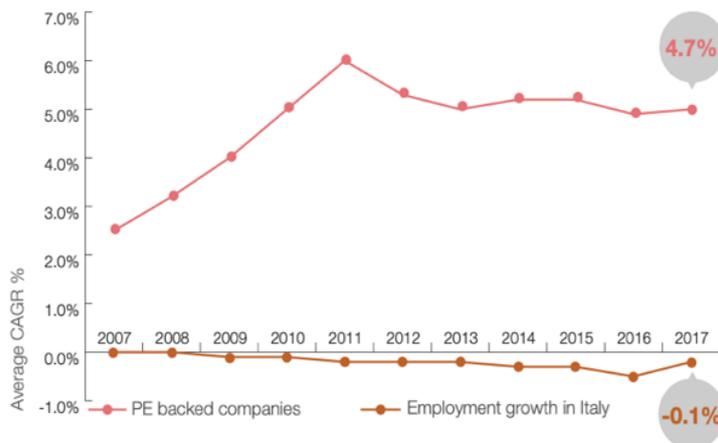
Furthermore, the revenues growth rate of companies backed by Private Equity and Venture Capital is higher than the benchmark (+3.3%).

Fonte: PwC e AIFI, 2019

Il tasso di crescita dell'occupazione nei dieci anni è stato del 4.7% per le imprese partecipate, a fronte di un lieve decremento (pari al -0.1%) del benchmark, in linea con il trend nazionale:

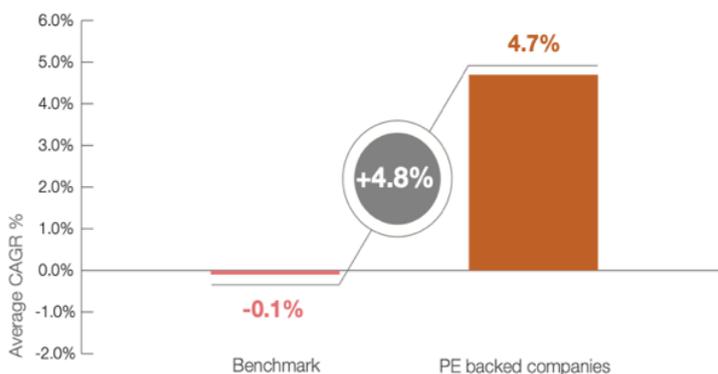
Figura 2.3 – La crescita dell'occupazione tra il 2007 ed il 2017

Trend of employment rate in Italy vs employment rate growth in the PE



Despite over the past 10 years the employment rate growth trend in Italy remained stable at values close to zero (-0.1% over the decade 2007 - 2017), Private Equity and Venture Capital backed companies have always kept a positive trend of the employment rate (+4.7% over the same period).

Employment growth 2007-2017



The employment growth rate of Private Equity backed companies (+4.7%) is significantly higher than the benchmark (-0.1%), which is in line with the Italian growth rate.

In the past 5 years the sample of companies analysed (248) generated c. 29.000 new job positions.

Fonte: PwC, AIFI ed ISTAT, 2019

È evidente, perciò, che l'attività di Venture Capital può essere una fonte molto importante di innovazione e sviluppo industriale, e che può apportare molti benefici economici e sociali, tra cui l'aumento del livello di occupazione, il maggior orientamento alla ricerca ed allo sviluppo, e la maggior propensione all'investimento grazie alla sua raccolta ed impiego di capitali. A questo punto è utile indagare come i Venture Capitalist, con il proprio operato, riescano a determinare migliori performance aziendali, valorizzando le aziende che fanno parte del proprio portafogli ed agevolando la creazione di valore da parte di tali aziende. A tal fine, verrà ora analizzato il ciclo tipico di un'operazione di Venture Capital, costituito dalle seguenti fasi consecutive: la raccolta di capitali, il processo di investimento (il cosiddetto *Venture Capital Process*) ed il disinvestimento.

1.2 La raccolta di capitali

La prima fase del ciclo di vita di un'operazione di Venture Capital è la raccolta di capitali o *fund raising*. La società di Venture Capital sollecita impegni di capitale da parte degli investitori, fino ad un massimo di 100 *limited partner*. Gli investitori cui si rivolge sono principalmente fondi pensione, banche, società o soggetti privati con un patrimonio particolarmente consistente, perché l'impegno minimo richiesto è di norma alquanto elevato. Generalmente, l'attività di *fund raising* impegna gli investitori per circa un anno⁶². Gli investitori che scelgano di aderire al fondo devono essere ben consapevoli che si tratta di un investimento a lungo termine: prima di ottenere un ritorno economico, il capitale rimarrà vincolato per una durata che oscilla mediamente tra i 7 e i 10 anni. Quando il fondo inizia ad investire, "richiama" i suoi impegni dai *limited partner* con un'operazione chiamata in gergo *takedown* o *paid-in-capital*. Gli apporti di capitale vengono richiamati dalla società in maniera del tutto discrezionale, man mano che essa lo ritiene necessario per effettuare gli investimenti. Il processo di *fund raising* può essere sintetizzato in una sequenza di sette fasi, individuate dall'European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) e di seguito riportate.

1. Identificazione del mercato target: l'operatore, prima di contattare i potenziali investitori, identifica i mercati strategicamente più appetibili per la raccolta.
2. Pre-marketing: è la scelta dei primi investitori cui rivolgersi, effettuata sperando che il consenso raccolto presso di essi possa attrarre altri investitori di dimensioni maggiori, innescando così un circolo virtuoso. A questo riguardo è importante segnalare l'esistenza di particolari soggetti, chiamati *gatekeepers*, la cui buona accoglienza risulta come un "marchio di garanzia" per altri potenziali investitori. Si tratta di professionisti quali consulenti, gestori di portafogli di fondi o manager di grandi investitori istituzionali, che, in virtù di ragioni personali come l'esperienza o la stima di cui godono o in virtù delle rigorose e standardizzate procedure di *due diligence* che mettono in atto, vengono visti dall'ambiente istituzionale come abili selettori di progetti di investimento di buona qualità.
3. Strutturazione del fondo: il promotore deve predisporre una dettagliata struttura tecnica, legale e fiscale del fondo. Egli deve definire altresì: la dimensione del fondo, la dimensione delle quote di partecipazione,

⁶² Fonte: AIFI - *Raccolta*, consultabile sul sito <https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/raccolta/>.

- la durata del fondo, le politiche di distribuzione dei dividendi, l'eventuale *management fee*, i costi di organizzazione e di struttura ed eventuali altri costi ed attività di report verso gli investitori.
4. Preparazione e distribuzione del materiale di marketing: il promotore deve redigere un documento di presentazione chiamato *placement memorandum*. Questo documento deve contenere tutti gli elementi strutturali del fondo, i suoi termini e condizioni, una sintesi di ciò che è stato fatto in passato, che mostri le performance ottenute e le modalità con cui il gestore intende mantenere o migliorare i suoi risultati e, soprattutto, che metta in evidenza qual è il proprio vantaggio competitivo rispetto ad altri fondi di investimento. Chiaramente, questo documento è cruciale per orientare la scelta degli investitori e convincerli ad aderire al proprio progetto d'investimento.
 5. Incontri con i potenziali investitori: in questa fase gli investitori valutano e decidono se proseguire i contatti col fondo o se interromperli, nel caso in cui non siano soddisfatti della prospettiva di investimento ricevuta o nel caso in cui non l'abbiano compresa a pieno.
 6. Preparazione della documentazione legale: il promotore deve predisporre tutti gli atti ed i contratti necessari per formalizzare e perfezionare le adesioni al fondo.
 7. Chiusura: una volta siglata la documentazione legale, la procedura di raccolta è conclusa.

Come evidenziato in precedenza, i principali soggetti erogatori di capitale nel settore del Private Equity e del Venture Capital sono essi stessi investitori istituzionali. Trattasi, per lo più, di fondi pensione (in particolare nei mercati anglosassoni) e di istituzioni bancarie (nell'Europa continentale, Italia compresa), impossibilitati a svolgere direttamente tale attività di investimento ma, al tempo stesso, interessati ai ritorni ottenibili nel medio-lungo periodo⁶³. Un ruolo via via crescente all'interno del panorama dei soggetti "fornitori" di risorse finanziarie per il mercato del capitale di rischio internazionale lo stanno assumendo i cosiddetti fondi di fondi. Si tratta di veri e propri fondi con disponibilità di capitali molto ingenti, spesso lanciati da banche di investimento, che impiegano le risorse da loro raccolte prevalentemente in quote di altri fondi di Private Equity e Venture Capital, invece che direttamente in partecipazioni di imprese.

1.3 Il *Venture Capital Process*

Al processo di raccolta dei capitali segue ovviamente la fase di investimento. Il processo di investimento può essere ben diverso in base alle diverse operazioni che attraverso l'investimento vogliono essere compiute. Come visto in precedenza, alle diverse esigenze e fasi di vita dell'impresa, corrispondono diverse modalità di intervento dell'investitore istituzionale nel capitale di rischio. Tuttavia, è possibile individuare una serie di operazioni che vengono messe in atto per scegliere, valutare e monitorare il proprio investimento di Venture Capital e per questo vengono chiamate il *Venture Capital Process*. In particolare, le fasi del processo di investimento possono essere così schematizzate: l'identificazione delle opportunità di investimento (*deal flow*); lo *screening* delle proposte; l'analisi approfondita dell'azienda e la strutturazione del *business plan*; la

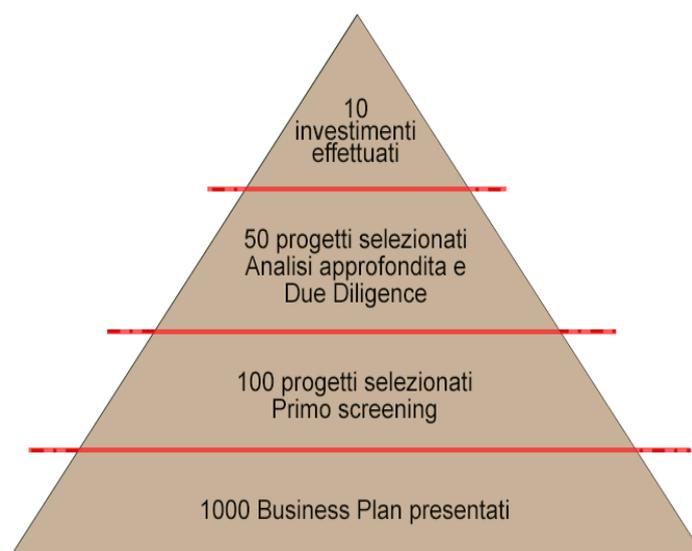
⁶³ Fonte: AIFI - *Raccolta*, consultabile sul sito <https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/raccolta/>

valutazione dell'azienda e la determinazione del prezzo; le trattative sulle modalità di investimento ed il monitoraggio; ed infine, la fase di disinvestimento.

1.3.1 Il *deal flow*

Con il termine *deal flow* si intende il flusso di opportunità di investimento, cioè di proposte potenzialmente interessanti, che l'investitore in capitale di rischio identifica e valuta al fine di selezionare l'impresa target in cui investire. Tali proposte di investimento si configurano come un *business plan*⁶⁴ preventivo, sommario ma sufficientemente esaustivo, che metta in luce come l'impresa intende creare valore, così da convincere i potenziali investitori a scegliere il proprio progetto di investimento tra tutti gli altri. Il Venture Capitalist deve fare in modo di ottenere un flusso crescente di opportunità di investimento. Questo è un obiettivo molto importante, ed altrettanto difficile da raggiungere, soprattutto a causa della severità del processo di selezione, che agisce da disincentivo per le imprese il cui *business plan* non viene considerato credibile in termini di redditività e crescita nel periodo considerato. Effettivamente, secondo quanto riportato dal Venture Capital Journal, su 1000 proposte ricevute da un Venture Capitalist, solo il 100 passano la prima fase di *screening*; la metà di queste supera anche l'analisi approfondita e la *due diligence*, ed infine solo 10 investimenti vengono effettuati.

Figura 2.4 – Il processo di selezione delle idee imprenditoriali



Fonte: Venture Capital Journal

Le proposte di investimento possono arrivare sia dagli imprenditori, che strutturano e formulano una richiesta di intervento perché sono alla ricerca di un partner finanziario, che da parte di consulenti esperti, che, conoscendo bene il settore e gli operatori di Private Equity, indirizzano le imprese verso gli interlocutori più affini alle proprie esigenze e peculiarità. Le modalità attraverso cui l'investitore istituzionale tende a strutturare un

⁶⁴ “Il business plan è un documento che illustra le intenzioni strategiche dell'imprenditore e del management relative alle strategie competitive dell'azienda, le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici, l'evoluzione dei *key value drivers* e dei risultati economici e finanziari attesi.”, A. Gervasoni e F. L. Sattin “*Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*”, Guerini e Associati, Milano, quarta edizione, 2008, cap.7, *Il processo di investimento*, par. 7.5 *Il business plan*, cit.

proprio flusso sistematico di opportunità sono in genere riconducibili a tre ordini di fattori: le sue caratteristiche, l'area geografica in cui opera e la tipologia di investimenti che effettua⁶⁵.

Per quanto concerne le caratteristiche dell'investitore, elementi come la notorietà, l'immagine, l'esperienza e la considerazione di cui gode sul mercato diventano cruciali per riuscire a generare un flusso sistematico di opportunità di investimento. Tali elementi sono legati alla quantità ed alla qualità delle operazioni precedentemente svolte dall'operatore, ovvero al suo *track record*. Se l'operatore di Venture Capital non ha maturato abbastanza esperienze positive, sarà più difficile che venga considerato sul mercato. Tuttavia, la capacità di pubblicizzare e di rendere noti i propri successi può contribuire notevolmente a generare un degno flusso di opportunità. L'operatore può ricorrere ai più tradizionali canali di marketing, tra cui riviste, giornali, pubblicazioni e conferenze. È importante ricordare che la notorietà e l'affidabilità di cui un investitore istituzionale può godere in un determinato Stato o area geografica, possono, e sono spesso, completamente ignorate altrove. La scarsa trasferibilità di esperienza ed immagine può determinare forti limitazioni per l'investitore in questione.

Altro fattore molto importante per la massimizzazione del *deal flow* è la conoscenza delle caratteristiche specifiche del mercato geografico di intervento, soprattutto con riguardo alle esperienze ed alle abitudini degli operatori economici e della classe imprenditoriale in tale mercato. Diventa estremamente rilevante, infatti, che l'operatore sia in grado di sfruttare le caratteristiche del mercato, come la presenza di intermediari professionali specializzati. Se le aziende si affidano a tali intermediari per definire e sviluppare i propri progetti imprenditoriali, essi allora possono offrire al Venture Capitalist molte opportunità di investimento. È il caso, per esempio, degli intermediari professionali specializzati nel settore del *merger and acquisitions* statunitense, che aiutano le imprese nella strutturazione del *business plan*, nella valutazione del progetto e nel processo di vendita, per massimizzare il valore della transazione a favore del proprio cliente. Contatti sistematici con questo genere di intermediari, che si pongono come il vero e proprio interlocutore del potenziale finanziatore, diventano essenziali per accedere a queste opportunità di investimento. L'assenza di questo genere di figure sul mercato, come tipicamente accade sul mercato italiano, determina invece che ad indirizzare le imprese verso i potenziali investitori siano società di consulenza o esperti di fiducia come il commercialista della società.

Il terzo fattore rilevante nella strutturazione del deal flow è la tipologia di investimenti che l'operatore vuole effettuare. È importante basarsi sulle peculiarità dell'investimento in questione, così come sulle caratteristiche degli attori coinvolti e dei *decision maker*, per organizzare azioni di comunicazione e di contatto coerenti con tali fattispecie. Ad esempio, se l'obiettivo è quello di finanziare le *start up* innovative e le loro nuove idee nel campo tecnologico, il marketing deve essere indirizzato agli ambienti universitari, ai centri di ricerca, alle associazioni di ricercatori, ai laboratori specializzati ed agli esperti del settore. Se invece si vogliono finanziare operazioni di Private Equity come il *turnaround*, bisognerà avere contatti sistematici con professionisti esperti in procedure concorsuali.

⁶⁵ Anna Gervasoni e Fabio L. Sattin, "Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio", Guerini e Associati, Milano, quarta edizione, 2008, cap.7, *Il processo di investimento*.

1.3.2 Lo *screening* delle proposte

Dopo l'individuazione delle opportunità di investimento, l'investitore effettua le sue valutazioni per determinare quali siano le migliori opportunità di investimento tra i *business plan* presentati. Basandosi su determinati criteri prefissati, il Venture Capitalist può agevolmente escludere le opportunità di investimento non corrispondenti all'investimento desiderato in termini di ammontare dell'investimento, durata e profilo rischio-rendimento. Nella fase di *screening* iniziale, perciò, l'investitore cercherà di capire quali, tra le opportunità di investimento, corrispondono alle sue intenzioni e quali no. L'analisi si svolge principalmente con riguardo a: stadio del finanziamento, entità del finanziamento, mercato geografico, grandezza del mercato, tecnologia e prodotto. Dopo aver escluso gli investimenti non congeniali alle proprie intenzioni, l'investitore deve selezionare le imprese o i progetti imprenditoriali che considera più validi e che hanno maggiori probabilità di successo. Il profilo dell'impresa ottimale varia moltissimo in base alla tipologia di investimento che si vuole effettuare, e perciò non è possibile identificare un modello di impresa target valido per qualsiasi investimento in Private Equity. Come visto in precedenza, per le operazioni di *seed financing* e di *early stage financing*, si privilegiano le imprese neocostituite o giovani con le migliori prospettive di crescita; per le operazioni di *buy out*, invece, l'impresa target che si cerca è già matura, ha raggiunto dimensioni medio-grandi ed ha consolidato la propria posizione sul mercato; per le operazioni di *turnaround*, le target sono aziende che versano in condizioni di difficoltà economico-finanziaria e l'elemento discriminante della scelta è la miglior possibilità di recupero. Gli investimenti in Private Equity coprono tutte le situazioni aziendali, e nessun profilo-obiettivo può essere adeguato ad una così ampia gamma di situazioni. Tuttavia, alcune considerazioni risultano valide per tutte le tipologie di investimenti e possono essere generalizzate. Infatti, vengono sempre valutati la tipologia di business ed il posizionamento competitivo dell'impresa. Questi sono elementi determinanti della valutazione di qualsiasi investimento, e vengono indagati sotto un triplice profilo: strategico, imprenditoriale e manageriale.

Dal punto di vista strategico, l'investitore istituzionale valuta con attenzione tre aspetti in particolare: la dimensione del mercato, il piano di marketing e la strategia di mercato che l'impresa intende perseguire. La dimensione totale del mercato è un dato necessario per quantificare la quota di mercato potenziale, che deve essere stimata sulla base di ricerche di mercato dirette, piuttosto che sulla base di dati provenienti da fonti esterne. Il piano di marketing descrive dettagliatamente le azioni che verranno intraprese per ottenere i livelli di vendita prospettati, ivi incluse le politiche di distribuzione, le strategie di prezzo, gli investimenti pubblicitari e le operazioni di promozione. Infine, per quanto riguarda la strategia di mercato, l'investitore non sarà interessato tanto al mercato in sé, quanto alle potenzialità dello stesso, in termini di posizionamento competitivo e di difendibilità di quest'ultimo. Le imprese che, grazie all'esperienza accumulata o grazie a licenze, brevetti, marchi o altre protezioni, possono scoraggiare, per un ragionevole tempo, l'ingresso o l'intensificazione della concorrenza, vengono viste con favore dagli investitori. Perciò, non è un determinato prodotto o servizio offerto dall'impresa a fare la differenza, ma è la sua capacità di distinguersi e di affermarsi sul mercato, offrendo un prodotto ben riconoscibile e competitivo. Come visto in precedenza, *nell'early stage*

financing, a cui i Venture Capitalist dedicano particolare attenzione, la neo-impresa deve dimostrare all'investitore che esiste un mercato per il proprio prodotto/servizio, che i clienti saranno spinti ad acquistarlo per determinate ragioni, che la strategia di penetrazione sarà efficace e che l'impresa riuscirà a consolidare la propria posizione competitiva, sviluppandosi ed espandendosi. Se dalla lettura del documento di presentazione dell'iniziativa l'investitore trae il convincimento di trovarsi di fronte ad una buona opportunità di investimento, allora sottoporrà all'imprenditore una prima serie di quesiti per approfondire alcuni aspetti chiave dell'operazione in esame. Dall'approfondita conoscenza dell'imprenditore e del management della società, il Venture Capitalist trae le sue conclusioni di carattere imprenditoriale e manageriale. Questa valutazione, improntata sul fattore umano, assume grande rilevanza nell'ambito delle operazioni di Venture Capital. Infatti, è fondamentale che gli investitori credano nelle capacità imprenditoriali e manageriali dei dirigenti dell'azienda, ancor più di quanto credano nelle potenzialità del prodotto o del business. La figura dell'imprenditore, che gioca un ruolo essenziale, deve essere competente sotto tutti gli aspetti rilevanti del business, deve condividere a pieno l'obiettivo di crescita dell'impresa e le modalità con cui conseguirlo e deve dimostrare che sarà disposto a delegare compiti e ruoli ed a rinunciare al controllo assoluto della società per permettere che questa si sviluppi a pieno. Pur non esistendo una figura ideale di imprenditore, alcuni aspetti legati alla sua personalità e al suo carattere sono considerati dai Venture Capitalist e dagli altri potenziali investitori come fattori determinanti per il buon esito dell'investimento e per il raggiungimento del successo dell'impresa. Si tratta di qualità come, ad esempio, la credibilità, il *know-how* maturato nel settore in cui si intende operare, la capacità di *leadership*, la determinazione nel perseguire gli obiettivi, la lealtà, la trasparenza e l'apertura verso il socio investitore, la determinazione, la motivazione e la chiara consapevolezza dei rischi connessi all'attività. L'imprenditore, competente, proattivo e determinato, deve essere affiancato da un management team altrettanto valido. Il management deve essere in grado di gestire al meglio tutte le fasi di vita e le diverse situazioni, anche le più critiche, in cui l'impresa potrà trovarsi e deve orientare il proprio operato agli interessi degli *shareholders*. L'investitore istituzionale, perciò, valuterà il management team sulla base di determinati fattori, tra cui:

- l'esperienza nel settore e la conoscenza delle dinamiche, degli operatori del mercato e della clientela;
- il *track record* di precedenti esperienze e successi imprenditoriali;
- la complementarità del team, che sia composto cioè da soggetti dalle competenze specifiche, esperti della propria area operativa, così che il team nel suo complesso risulti preparato sotto tutti i punti di vista del business;
- una visione chiara, organica e condivisa da tutti i componenti sulle strategie da mettere in atto;
- l'ambizione e la determinazione nella conduzione del progetto di sviluppo;
- la predisposizione ad un sistema di incentivazione coerente con l'imprenditorialità del progetto.

È importante che investitori, imprenditori e manager condividano intendenze e prospettive sui piani di sviluppo dell'impresa e che ripongano fiducia l'uno negli altri, in un clima collaborativo di impegno, comunicazione e coordinamento.

Un altro elemento di fondamentale importanza nelle valutazioni delle opportunità di investimento è, per i Venture Capitalist, l'innovazione. Tutto ciò che comporta un nuovo modo di pensare, agire o organizzare è spesso il fattore che spinge l'investitore a prediligere una società rispetto ad un'altra. Vengono preferite le innovazioni radicali o che determinino miglioramenti drastici in termini di prestazioni e/o di costi. Le innovazioni devono essere sostenibili e devono presentare buone possibilità di sviluppo della tecnologia, evitando l'obsolescenza prima che l'impresa raggiunga la maturità. Esse devono altresì essere flessibili, per adattarsi a una molteplicità di applicazioni. Infine, devono essere difendibili, sia per quanto riguarda la protezione della proprietà intellettuale, sia per quanto riguarda la possibilità di mantenere nel tempo il vantaggio competitivo raggiunto.

Infine, l'ultimo elemento che viene attentamente analizzato durante lo *screening* iniziale delle proposte riguarda le potenzialità di uscita dal business, con la conseguente valutazione del ritorno atteso dell'investimento. L'uscita deve infatti risultare credibile e devono essere individuabili dei potenziali acquirenti in una numerosità sufficiente. La tempistica dell'uscita deve essere adeguata alla durata del fondo di Venture Capital, e perciò risulterà estremamente rilevante l'analisi dell'andamento prospettico dei mercati di destinazione. Infine, il ritorno finanziario atteso dell'investimento deve essere congeniale al Venture Capitalist. Esso può essere calcolato come il Tasso Interno di Rendimento dell'investimento (TIR o IRR - *Internal Rate of Return*), cioè come quel tasso che rende il valore attuale netto (VAN) dell'operazione pari a zero. In base a tale criterio, il progetto di investimento risulta desiderabile se il TIR è superiore al costo-opportunità del capitale.

Come visto in precedenza, tra le opportunità che non si adeguano alle intenzioni di investimento del Venture Capitalist in termini di stadio, entità o smobilizzo dell'investimento ed a seguito della selezione effettuata dal punto di vista strategico, imprenditoriale, manageriale e di innovazione, su 100 progetti analizzati, la metà viene scartata durante la fase di *screening*⁶⁶.

1.3.3 L'analisi approfondita e la *due diligence*

Le proposte di investimento che superano lo *screening* preliminare devono poi essere analizzate più attentamente. La *due diligence* è l'insieme di attività, svolte direttamente dall'investitore o per mezzo di consulenti esterni, finalizzate ad approfondire, preventivamente all'investimento, lo "stato di salute" dell'impresa e la corrispondenza con la realtà delle informazioni contenute nel *business plan*⁶⁷.

Tale attività di analisi è infatti finalizzata a:

- far emergere eventuali profili di rischio e punti di debolezza dell'impresa oggetto di valutazione;
- verificare il suo potenziale di sviluppo e le possibili modalità di acquisizione;
- permettere all'investitore di raccogliere gli elementi necessari per svolgere una corretta valutazione e per ridurre lo squilibrio informativo tra le parti durante l'eventuale negoziazione.

⁶⁶ Fonte: *Venture Capital Journal*.

⁶⁷ Fonte: *Glossario della Startup e del Venture Capital*, consultabile sul sito <https://www.startupbusiness.it/glossario-della-startup-e-del-venture-capital/84857/>.

Questo processo, infatti, si rende necessario per ridurre le asimmetrie informative tra acquirente e venditore dell'azienda oggetto del potenziale investimento, così che l'acquirente possa prendere decisioni informate, conoscendo a pieno il business dell'impresa target⁶⁸. Nella prassi, questo processo può impiegare il team incaricato per un periodo che va dai tre ai sei mesi, perché esso deve svolgere controlli accurati, raccogliendo tutte le informazioni utili, effettuando le dovute verifiche e ricercando riscontri tra le diverse fonti di informazione. Allo stesso tempo, è importante non appesantire il quadro valutativo con dettagli eccessivi o producendo documenti troppo prolissi. La *due diligence* può essere scomposta in quattro macro-aree di approfondimento: tecnologia, business, contabilità e documentazione legale⁶⁹.

La *due diligence* tecnologica è finalizzata a verificare che la soluzione di prodotto e/o il servizio ideata e sviluppata dalla società, su cui essa ha basato le proprie aspettative di crescita, sia effettivamente innovativa e solida. Gli elementi principali su cui si concentra questa analisi approfondita sono: l'esistenza della proprietà intellettuale e la sua solidità, la scadenza e la copertura geografica di tale proprietà intellettuale (la cosiddetta difendibilità); la probabilità che sia possibile generare una nuova proprietà intellettuale; l'inesistenza di diritti di terzi gravanti sul prodotto/servizio (per esempio, royalties su brevetti di riferimento); la solidità e scalabilità dell'architettura tecnologica su cui si basa il prodotto/servizio; il piano di sviluppo del prodotto e le relative tempistiche; le aree di miglioramento da coprire affinché la soluzione possa essere commercializzata ed il *time to market*.

La *due diligence* di business è finalizzata a verificare che: il mercato a cui è destinato il prodotto o servizio sia sufficientemente ampio e potenzialmente globale; il mercato sia potenzialmente interessato al prodotto o servizio ideato o sviluppato dalla società; il piano di penetrazione ipotizzato dal management sia credibile, fattibile e ben schedulato nel tempo; il mercato non sia presidiato da competitors o che questi non siano eccessivamente numerosi o di dimensioni eccessivamente grandi; i potenziali clienti possano percepire un vantaggio competitivo del prodotto o servizio rispetto ai prodotti già disponibili; il modello di business sia coerente con gli standard di mercato o, se innovativo, che sia comunque accettabile dal mercato; esistano *players* di dimensioni rilevanti interessati all'acquisto di tale prodotto/servizio o della stessa società (come strategia di uscita). La *due diligence* contabile comporta l'analisi di documenti contabili, in particolare l'analisi dei bilanci degli esercizi precedenti e della contabilità relativa all'esercizio in corso. Tale controllo è volto a verificare che: la società abbia adempiuto, dalla data della sua costituzione, agli obblighi di redazione e tenuta di una documentazione contabile veritiera e corretta nel rispetto delle normative vigenti; la società presenti, alla data di valutazione, una situazione patrimoniale non critica. Gli elementi su cui si concentra questo approfondimento sono i processi interni di tenuta della contabilità analitica e di stesura del bilancio d'esercizio ed il rispetto della

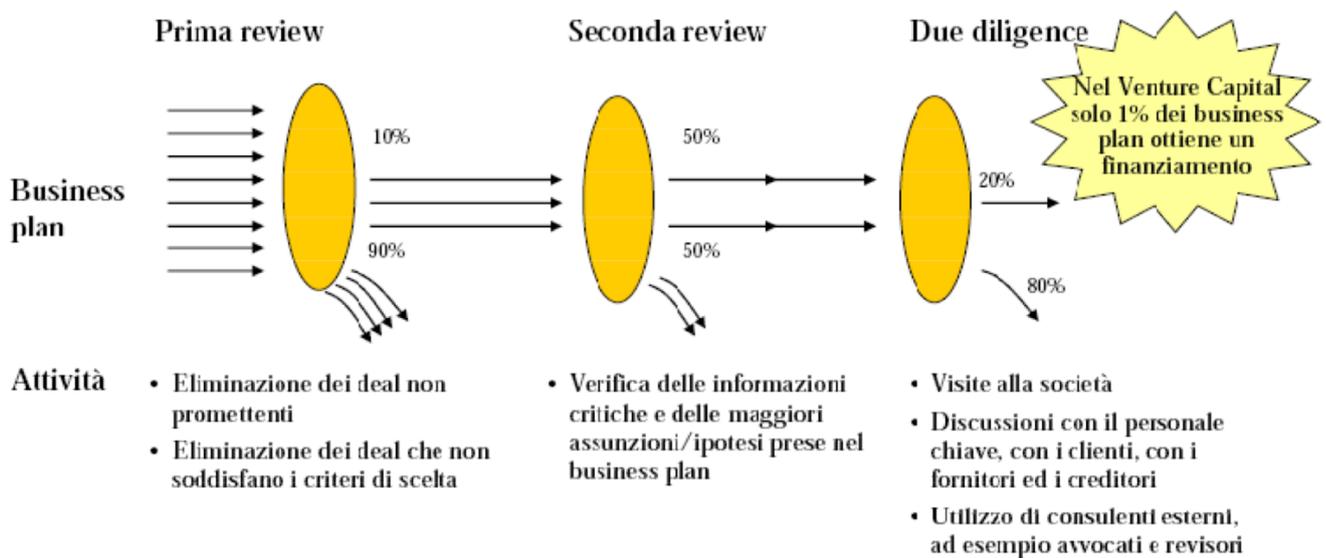
⁶⁸ Anna Gervasoni e Fabio L. Sattin, "Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio", Guerini e Associati, Milano, quarta edizione, 2008, cap.7, *Il processo di investimento*, par. 7.7.1 *Il processo di verifica (due diligence)*.

⁶⁹ Stefano Molino, "L'ATTIVITA' DI VENTURE CAPITAL: DALLA STRATEGIA ALL'EXECUTION", 2010, pdf. disponibile al seguente link https://www.unifg.it/sites/default/files/allegatiparagrafo/04-07-2013/ilo2_ws26_10_2010_molino.pdf.

normativa fiscale e civilistica. Alla fine di tale procedura deve essere redatta una relazione dettagliata, da cui emergano gli eventuali profili di rischio, attuali e/o prospettici, dovuti ad inadempimenti.

La *due diligence* legale invece è finalizzata a verificare che: la società sia stata regolarmente costituita ed iscritta nei pubblici registri; che non siano presenti controversie pendenti che evidenziano elevati rischi di pregiudizio per la società; l'attività effettivamente svolta della società sia legale; le modalità secondo cui la società ha gestito in passato i propri adempimenti di natura legale non rappresentino, né nell'immediato né per il futuro, fattori di rischio rilevanti; la privacy dei soggetti che lavorano nella società o che con essa intrattengono relazioni di natura commerciale o professionale sia tutelata; i contratti sottoscritti dalla società, sia in veste di proponente che di accettante, siano validi e corrispondenti ai dettami di legge; lo statuto della società ed i patti tra i soci non impediscano né vincolino l'ingresso o l'uscita di un socio di capitali, e consentano la libera circolazione delle quote. A seguito di questo impegnativo processo di verifiche, su 50 proposte di investimento analizzate, circa l'80% viene solitamente escluso.

Figura 2.6 – Sintesi del processo di selezione del Venture Capitalist



Fonte: Molino, Innogest, 2010

1.3.4 La valutazione dell'azienda e la determinazione del prezzo

Il processo di valutazione aziendale è volto alla determinazione di un valore di partenza sulla base del quale possa essere avviato il processo di negoziazione dell'investimento. A riguardo, la teoria della valutazione aziendale "classica" riconduce il valore dell'impresa (inteso in senso lato, e non come valore di mercato dell'impresa) al concetto di capitale economico, cioè ad una valutazione generale, razionale, dimostrabile e, possibilmente, stabile, che determini una quantificazione oggettiva dell'attività di creazione di valore dell'impresa. Perciò, la valutazione aziendale dovrebbe prescindere dalla forza negoziale delle parti della transazione/negoziazione, dalle potenzialità del business, dalle situazioni contingenti di domanda e offerta, dalle condizioni di mercato delle acquisizioni aziendali, e, in generale, da qualsiasi fattore contingente, mutevole, o dipendente dalle specifiche parti in causa. Una valutazione che prescinda da così tanti fattori non è nella pratica immaginabile. Basti pesare alle società quotate, ove il prezzo in Borsa è influenzato giornalmente da molti

fattori estranei all'impresa e perciò si discosta quasi sempre dal prezzo calcolato impiegando tecniche valutative. Nell'ambito delle transazioni di Venture Capital e Private Equity, la valutazione è sempre volta a determinare un prezzo, reale ed effettivo, che costituisca la base di scambio della negoziazione. Nel risultato finale entreranno in gioco, durante il processo di negoziazione, molti fattori qualitativi determinanti, tra cui l'attaccamento affettivo dell'imprenditore, la forza negoziale dei contraenti, le prospettive e le potenzialità del business. Perciò è evidente come non possano essere impiegati metodi di valutazione tradizionali come, ad esempio, i metodi di valutazione patrimoniali. La determinazione del prezzo di base deve essere effettuata con calcoli semplici di dati il più possibile reali e verificabili, lasciando poi alla dinamica negoziale e di mercato l'identificazione del parametro più corretto per stabilire il prezzo finale. Tuttavia, per un Venture Capitalist che investe nella fase di *early stage*, la determinazione di un prezzo base può risultare tutt'altro che semplice, perché molti metodi di valutazione si basano su parametri quali il fatturato ed i flussi di cassa che, nei primi anni di vita dell'impresa, sono spesso pari a zero o negativi.

Proprio per questo motivo, è stato ideato un metodo che prende il nome di *Venture Capital Method (VCM)*⁷⁰. Tale metodo, basato sulla considerazione che il valore dell'investimento da effettuare sia già determinato *ex ante* (dovendo corrispondere all'ammontare di capitale necessario per ottenere la crescita desiderata), punta ad individuare la quota di partecipazioni che dovranno essere cedute al Venture Capitalist in cambio dell'investimento che tale soggetto effettuerà. Generalmente si considera che tale quota non debba eccedere il 50%, perché l'imprenditore, non essendo più il vero e proprio titolare, potrebbe perdere l'incentivo ad impegnarsi per la crescita della società e perché non ci sarebbe spazio per nuovi investitori in un eventuale round di finanziamento successivo. Perciò, normalmente, la quota ceduta per il primo investimento varia dal 5% al 20% del capitale sociale. La scelta in questo *range* è determinata dalle potenzialità di crescita della start-up e da metriche di rilievo quali il fatturato, il numero di utenti e la reputazione. Il calcolo del valore della società al momento della negoziazione è basato sull'*anticipated ROI (anticipated Return on Investment)*, cioè sul ritorno atteso dell'investimento, e sul *terminal value*, cioè il valore alla fine dell'investimento, ovvero il prezzo di vendita stimato a circa 5-8 anni. Il ritorno atteso dell'investimento viene determinato sulla base del profilo rischio-rendimento dell'investimento e delle potenzialità di crescita della società. Il *terminal value* viene determinato sulla base di multipli di mercato (il cosiddetto Metodo dei Multipli), ottenuti attraverso l'identificazione dei *comparable*, cioè aziende di riferimento, comparabili con l'azienda in questione per alcune variabili chiave quali business, dimensioni, grado di indebitamento, fatturato o utili. Alternativamente, il *terminal value* potrebbe essere calcolato attualizzando i flussi di cassa futuri, ma come detto in precedenza questo metodo non è opportuno per le startup che generalmente presentano flussi di cassa troppo incerti. Una volta calcolati questi due fattori, si procede a determinare il valore *post money* come quoziente del rapporto tra *terminal value* ed *anticipated ROI*:

⁷⁰ Questo metodo è stato elaborato nel 1987. Il primo ad utilizzarlo è stato Bill Sahlman, professore della Harvard Business School.

$$\text{Valutazione post money} = \frac{\text{terminal value}}{\text{anticipated ROI}}$$

Infine, si calcola il valore odierno della società come differenza tra il valore *post money* e l'investimento:

$$\text{Valutazione pre money} = \text{valutazione post money} - \text{investimento}$$

Il *Venture Capital Method*, essendo relativamente semplice e fornendo una valutazione di massima, coerente con l'incertezza di una società in avvio, è il metodo più comunemente utilizzato dagli investitori di *Venture Capital*.

Quando la società ha raggiunto un certo grado di maturità, è possibile impiegare direttamente il Metodo dei Multipli per ottenere agevolmente una stima dei valori necessari. Questo è il metodo più utilizzato per le operazioni di *Private Equity*, e consiste nel rapportare l'*entreprice value* (EV) ad un multiplo di valutazione. L'EV è il valore totale dell'azienda, ovvero il valore di mercato di capitale di debito e capitale proprio. Perciò, esso può essere ottenuto come la somma tra il valore dell'impresa finanziata solo tramite *equity* (cosiddetto *shareholders value*) e la posizione finanziaria netta dell'impresa (PFN):

$$EV = \text{valore 100\% equity (shareholders value)} + PFN$$

L'*entreprice value* viene poi rapportato al multiplo di mercato scelto (tipicamente il fatturato, il margine operativo lordo (EBITDA) o il risultato operativo (EBIT)) delle società *comparables*, così da ottenere una stima di tale valore per la società in questione. Il valore della società all'exit dipende perciò dalle ipotesi sulla crescita del fatturato, sul miglioramento della marginalità (aumento dell'EBITDA o dell'EBIT), e sulla capacità di generare cassa per ripagare il debito (miglioramento della posizione finanziaria netta).

Infine, le aziende consolidate, in grado di generare flussi di cassa omogenei e consistenti per un periodo di tempo sufficientemente lungo e per le quali perciò le previsioni dei flussi di cassa risultino ragionevolmente sicure e certe, possono impiegare il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF). In questo caso è possibile determinare il valore finale dell'impresa come somma tra il valore attuale dei flussi di cassa degli anni dell'investimento ed il valore attuale del *terminal value* (valore di realizzo). Il tasso di sconto appropriato per attualizzare tali flussi è il WACC⁷¹, in quanto tasso a cui la società deve remunerare i suoi finanziatori (soci e detentori di titoli di debito) che incorpora il beneficio fiscale del debito.

1.3.5 Le trattative ed i patti parasociali

Una volta presa la decisione di investimento e raggiunto un accordo sul prezzo di base, si apre la fase di trattative e negoziazione vera e propria. Innanzitutto, se non è stato già fatto in precedenza, le parti sottoscrivono un accordo di riservatezza (cosiddetto *non-disclosure agreement* o *confidentiality agreement*) che sancisce l'obbligo di mantenere, per un dato periodo di tempo, riservate e confidenziali tutte le informazioni che

⁷¹ Si veda il paragrafo 1.2.1.

verranno acquisite procedendo con le trattative, e l'obbligo di non utilizzare tali informazioni per scopi diversi dalla valutazione dei termini e delle condizioni dell'eventuale operazione di investimento⁷².

L'acquisizione di una partecipazione minoritaria da parte del Venture Capitalist determina la necessità di regolamentare determinati aspetti non sempre, o non necessariamente, regolamentati laddove la partecipazione acquisita sia di maggioranza o totalitaria, come avviene invece tipicamente nell'ambito delle operazioni di Private Equity. Le tematiche più importanti da definire riguardano i seguenti ambiti: i diritti dell'investitore istituzionale come socio, i suoi diritti di rappresentanza e di voto, la corporate governance della società a seguito dell'entrata del socio istituzionale e la definizione delle possibilità di disinvestimento (*way out* o *exit*) spettanti a tale socio. Generalmente, per regolamentare questi ambiti, si ricorre a specifiche clausole nei patti parasociali che, unitamente allo statuto, regolano i rapporti all'interno della compagine sociale. Tali clausole sono volte a ridurre la rischiosità dell'investimento del socio istituzionale, determinando dei diritti a suo favore che gli garantiscano un certo grado di flessibilità e/o determinate priorità. Perciò, è l'investitore istituzionale a redigere e a presentare alla società le clausole che intende inserire nei patti parasociali attraverso il cosiddetto *term-sheet*. Il *term-sheet* è un documento preparatorio del contratto che riassume i principali punti del negoziato da svolgere, ivi comprese tutte le clausole che il socio istituzionale intende trattare. Alternativamente, l'investitore istituzionale può ricorrere ad una lettera di intenti o ad un *memorandum of understanding*. Questi documenti precontrattuali (*term-sheet* incluso) non sono vincolanti, ma determinano la responsabilità precontrattuale a carico di entrambe le parti. Essi hanno lo scopo di confermare la reciproca intenzione di proseguire con le trattative, di cristallizzare i punti su cui è già stato raggiunto un accordo, e di definire le strutture e le tempistiche del negoziato e dell'eventuale operazione di investimento, chiarendo altresì quali siano le questioni che dovranno essere oggetto di ulteriori trattative, e le questioni oggetto di una disciplina dettagliata nell'accordo di investimento. Le clausole contenute nel *term-sheet*, nella lettera di intenti o nel *memorandum of understanding* sono poi oggetto di discussione e di definizione nel corso delle trattative. Consegnando il documento precontrattuale scelto, si avvia la trattativa ufficiale e vengono poste le basi per il futuro contratto di investimento. Come visto in precedenza, gli ambiti che necessitano di essere regolati sono molteplici, e ci sono una serie di clausole standardizzate che vengono di norma inserite nei patti parasociali o nel contratto di investimento delle operazioni di Venture Capital.

Le principali clausole a cui si fa ricorso per definire i diritti dell'investitore istituzionale quale socio sono:

- la clausola di prelazione, in virtù della quale il socio istituzionale potrà godere del diritto di prelazione, sia con riguardo ad eventuali cessioni di quote da parte di altri soci, che con riguardo ad eventuali successivi aumenti di capitale. Grazie a tale diritto, il socio istituzionale beneficia del "*right of first offer*", ovvero della possibilità di ottenere per primo l'offerta di acquisto delle partecipazioni cedute o di nuova emissione. Solo successivamente al proprio rifiuto, tali partecipazioni potranno essere offerte agli altri soci che non godano del diritto di prelazione o a terzi;

⁷² Per un maggiore approfondimento sugli accordi di riservatezza si veda Luca Renna, *Compravendita di partecipazioni sociali*.

Dalla lettera di intenti al closing, Zanichelli, Bologna, 2015, pag.8.

- la clausola *liquidation preference*, in virtù della quale l'investitore istituzionale può ottenere il rimborso del proprio capitale in maniera privilegiata rispetto agli altri soci dell'azienda. Perciò in caso di cessazione, vendita o liquidazione della società, il socio istituzionale avrà la priorità nel recupero del capitale investito;
- la clausola anti-diluizione, in base alla quale, in caso di futuri ulteriori aumenti di capitale a valorizzazioni della società inferiori alla attuale, l'investitore istituzionale avrà il diritto di aumentare le proprie partecipazioni così che queste corrispondano a quelle che avrebbe ottenuto se avesse investito al momento ed alle condizioni della più recente valorizzazione.

Per quanto riguarda i diritti di rappresentanza e di voto, il socio istituzionale tipicamente si riserva, al fine di esercitare un determinato grado di controllo all'interno della società e di garantirsi determinati poteri decisionali, i seguenti diritti:

- il diritto di nomina di uno o più membri del consiglio di amministrazione (in proporzione alla quota detenuta), che lo rappresentino in sede di consiglio;
- il diritto di gradimento sul Presidente e sull'Amministratore Delegato (CEO: *Chief Executive Officer*) della società;
- il diritto di nomina di uno o più sindaci, tra cui, generalmente, il Presidente del Collegio Sindacale.

In più, l'investitore istituzionale può, con apposita clausola di patto parasociale, garantirsi il potere di intervenire in relazione all'assunzione di determinate decisioni di particolare rilevanza per la società. In virtù di tale clausola il socio istituzionale può alternativamente ottenere:

- il diritto di veto su determinate delibere assembleari (tipicamente richiesto con riguardo a: le modifiche statutarie, le operazioni straordinarie quali fusioni o scissioni, la modifica dei diritti dei soci, l'emissione di nuove classi di azioni, i piani di *stock options*, l'acquisto di azioni proprie, la distribuzione di dividendi o riserve) o dell'organo amministrativo collegiale (generalmente, delibere in merito alla modifica del budget, all'assunzione o alla modifica di finanziamenti oltre determinati importi, all'acquisto o alla cessione di partecipazioni sociali di azienda o di singoli beni);
- l'inserimento nello statuto di apposite previsioni di quorum deliberativi qualificati, calcolati in modo tale che il voto favorevole della percentuale di partecipazioni posseduta dall'investitore istituzionale, o dei membri dell'organo amministrativo collegiale nominati dall'investitore istituzionale, sia condizione necessaria per il raggiungimento del quorum previsto, rispettivamente nell'assemblea dei soci o nel consiglio di amministrazione.

Le clausole volte alla regolazione della corporate governance della società sono finalizzate principalmente a stabilizzare la compagine sociale e a stabilire degli obblighi di trasparenza e di informativa societaria a carico del management. Normalmente si fa ricorso alle seguenti clausole:

- clausola di *lock-up* per il socio di maggioranza, il quale si impegna a ricoprire, per un determinato lasso di tempo, un ruolo operativo all'interno della società, così da garantire la continuità gestionale nel corso di tutte le operazioni di Venture Capital;

- clausola di *full-commitment*, in virtù della quale i soci operativi si impegnano a dedicarsi esclusivamente alla società oggetto della trattativa per un periodo di tempo determinato;
- clausola di non concorrenza per i soci fondatori, con la quale tali soci si impegnano a non svolgere, direttamente o indirettamente, attività di concorrenza con quella della società, per tutto il periodo in cui ricopriranno la carica di soci o di amministratori della società e nei due anni successivi alla cessazione di tali cariche;
- clausole che prevedono incentivi per il management quali premi per il raggiungimento di determinati obiettivi di crescita, sia in forma monetaria che in forma di *stock options*;
- clausole che garantiscano all'investitore istituzionale il diritto di ricevere a scadenze predeterminate una specifica informativa da parte dell'organo amministrativo, attraverso relazioni appositamente predisposte sull'andamento economico-finanziario della società;
- clausole che garantiscano all'investitore la possibilità di sostituire il management della società in caso di mancato raggiungimento per più di un esercizio di determinati risultati economici stabiliti preventivamente tra le parti.

Inoltre, vengono spesso formulati accordi o patti volti a definire l'entità dei poteri operativi attribuiti al management per la gestione della società ed i poteri non esercitabili se non previa autorizzazione dell'investitore istituzionale (a questo fine viene generalmente attribuita una riserva specifica alla competenza dell'organo amministrativo in forma collegiale, senza possibilità di delega ai singoli amministratori).

Infine, il socio istituzionale è tipicamente interessato a regolare anticipatamente le modalità di disinvestimento a cui potrà ricorrere, stante che questo deve avvenire entro un periodo congruo con la durata del fondo di Venture Capital. Le principali clausole volte a definire la tempistica e le modalità di liquidazione dell'investimento da parte del socio istituzionale sono le seguenti:

- *put option* (opzione di vendita) a favore dell'investitore istituzionale, in virtù della quale esso gode del diritto di vendere la propria partecipazione d'impresa all'azionista di controllo, che sarà obbligato al riacquisto a condizioni prefissate, ad una certa data o al verificarsi di un determinato evento. Il riacquisto forzato può essere subordinato o meno al preventivo esperimento della possibilità di addivenirsi alla quotazione in borsa (IPO) della società ed il criterio di determinazione del corrispettivo di cessione può essere basato alternativamente sulla valorizzazione della società al momento del reinvestimento o sulla determinazione di un ritorno finanziario da riconoscersi all'investitore;
- la clausola di *listing*, che determina una priorità nella cessione sul mercato della quota del socio istituzionale rispetto a quelle degli altri soci, nel caso di prima quotazione in borsa della società (IPO);
- la clausola *drag along*, che garantisce all'investitore istituzionale il diritto di trascinarsi, cioè la possibilità di obbligare gli altri soci a cedere, pro quota, parte della propria partecipazione nella società, al fine di soddisfare la richiesta di un terzo acquirente interessato ad acquisire la maggioranza della società;
- la clausola *tag along*, che determina il diritto di sequela (co-vendita) totale o parziale a favore del socio istituzionale. Grazie a questa clausola tale socio ottiene la possibilità di partecipare ad una vendita di

- partecipazioni effettuata da un altro socio a terzi, alle medesime condizioni pattuite dal socio cedente. In particolare, qualora la quota ceduta fosse maggioritaria o di controllo, il socio istituzionale potrebbe pretendere la cessione della propria intera quota, in virtù della già sottolineata importanza dell'elemento imprenditoriale all'interno delle operazioni di Venture Capital;
- la clausola di *earn-out*, che permette al cessionario di vincolare il prezzo di vendita delle partecipazioni alle potenzialità di crescita della società. In virtù di tale clausola, le parti si accordano su un prezzo iniziale, cosiddetto "fisso", che dovrà essere pagato indipendentemente dall'andamento positivo o negativo della società, e su un prezzo variabile, cosiddetto "*earn-out*", che varierà a seconda degli obiettivi conseguiti entro un determinato lasso di tempo. Le variabili a cui tale prezzo di *earn-out* è generalmente collegato sono l'EBITDA, l'utile netto o il fatturato della società;
 - una clausola che preveda che l'azionista di maggioranza si impegni a porre in essere, congiuntamente all'investitore istituzionale, la cessione del 100% del capitale sociale a terzi, ad una certa data futura. Questa alternativa è, generalmente, la meno gradita all'azionista di maggioranza e perciò si configura come soluzione estrema, da esperirsi unicamente nel caso in cui le altre alternative risultino impraticabili.

Se la trattativa tra le parti si conclude con esito positivo, si giunge alla stipulazione del contratto di investimento (*investment agreement* o *subscription agreement*), che stabilisce l'impegno delle parti a procedere ad una data operazione di investimento nel capitale della società. Questa si sostanzia nella compravendita di quote della società o nell'apporto di nuovo *equity*, mediante la sottoscrizione di un aumento di capitale sociale, o anche nell'apporto di *semi-equity*, mediante la sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi emessi dalla società. La giurisprudenza ha elaborato forme tipiche di regolamento convenzionale per disciplinare i contratti di investimento. In particolare, in ogni contratto che abbia come oggetto la compravendita di partecipazioni, devono figurare una serie di rappresentazioni e garanzie che il venditore si impegna ad assicurare all'acquirente. Tra le altre, si ricordano:

- la piena titolarità delle partecipazioni in capo al venditore;
- l'inesistenza di vincoli gravanti sulla partecipazione oggetto del contratto;
- l'inesistenza di diritti di terzi a vedere emesse azioni o altri titoli a loro favore;
- l'inesistenza di vincoli o limiti alla libera circolazione delle partecipazioni;
- l'assenza di minori attività o passività rispetto a quanto dichiarato ed iscritto nel bilancio;
- la responsabilità di inadempimento contrattuale ed extra-contrattuale.

2.3.6 La gestione dell'investimento e la creazione di valore aggiunto

Una volta firmato il contratto di investimento ed erogato il capitale alla società target, questa entra ufficialmente a far parte del portafoglio del Venture Capitalist (o del fondo da esso gestito). L'obiettivo del Venture Capitalist diventa, a questo punto, quello di accelerare ed intensificare l'incremento del valore della società nel tempo, coerentemente con quanto auspicato dalla società che abbia sottoscritto il contratto di investimento sancendo il reciproco impegno di collaborazione. Il socio istituzionale persegue l'obiettivo di crescita

dell'impresa con la specifica finalità di garantire ai propri investitori un ritorno economico soddisfacente e coerente col profilo di rischio assunto. Per far in modo che questo avvenga, il Venture Capitalist può svolgere varie attività di supporto e di servizio a favore delle società del proprio portafoglio, così da partecipare alla creazione di valore e di agevolare il processo di crescita della società. Alla gestione intesa come contributo nella creazione di valore aggiunto, si affianca l'attività di monitoraggio dell'investimento, che si sostanzia in attività di controllo e di supervisione sull'operato del management aziendale e sull'andamento della società. Il Venture Capitalist non si sostituisce mai al team imprenditoriale, ma lo affianca e lo consiglia.

Con riguardo alle modalità di gestione dell'investimento risulta utile richiamare una comune distinzione nell'approccio che gli investitori di Private Equity possono assumere. Nel caso di una gestione attiva della propria partecipazione nella società, si parla di approccio *hands on* dell'investitore che, oltre ad apportare risorse, competenze e supporto finanziario all'impresa, si metterà a sua disposizione, affiancando personalmente il management nella definizione della direzione strategica, nella valutazione dei piani di marketing, e nella selezione, formazione e stipulazione dei contratti. Nel caso di una gestione passiva si parla invece di approccio *hands off* dell'investitore, il quale sarà molto meno presente all'interno dell'impresa, e limiterà il suo coinvolgimento all'aspetto finanziario, erogando i capitali, fornendo consulenza finanziaria, ed apportando contatti e network di relazioni preziose. Dal punto di vista pratico questa differenza comporta, ad esempio, che mentre nelle società di Private Equity che seguono un approccio *hands on*, il responsabile degli investimenti (*l'investment manager*) segue mediamente tra i tre ed i cinque progetti di investimento, in quelle ad approccio *hands off*, il numero di aziende seguite da tale figura professionale vari tra le venticinque e le trentacinque. Nelle operazioni di Venture Capital il coinvolgimento del socio istituzionale è tipicamente maggiore rispetto alle altre operazioni di Private Equity, in virtù del supporto manageriale ed imprenditoriale che si rende necessario per il corretto avviamento dell'impresa dal punto di vista strategico, finanziario e commerciale. Per riuscire a contribuire attivamente alla creazione di valore da parte dell'impresa, il Venture Capitalist offre, parallelamente ai servizi di natura finanziaria, il suo supporto strategico, gestionale e manageriale, mette a disposizione la sua rete di contatti esterni all'impresa e monitora il corretto andamento della società.

2.3.7 Il monitoraggio

Altra attività che, contestualmente alla creazione di valore, caratterizza la gestione di portafoglio del Venture Capitalist è il monitoraggio. Come visto in precedenza, l'azione di monitoraggio viene legittimata a monte, attraverso la redazione di apposite clausole nei patti parasociali. Tale azione viene espletata principalmente attraverso: la presenza dell'investitore nel consiglio di amministrazione, la maggioranza qualificata per determinate decisioni, i meccanismi di controllo di gestione, e l'informativa a scadenze predeterminate, che permette all'investitore istituzionale di analizzare puntualmente alcuni indicatori economici e reddituali, così da tenere sotto controllo l'andamento dell'impresa. L'attività di monitoraggio apporta benefici anche all'impresa, soprattutto in termini di chiarezza, di condivisione degli obiettivi e di motivazione del personale. Tuttavia, resta da chiarire quale sia la misura corretta di monitoraggio, cioè con quale entità e frequenza esso debba

essere condotto, considerando l'impiego di tempo e di risorse che comporta a carico dell'investitore. L'azione di monitoraggio e la sua entità dipendono fortemente da una serie di fattori e circostanze di carattere personale, ambientale ed economico. A seconda dell'intensità con cui questi fattori si presentano, vi sarà diverso grado di controllo da parte dell'investitore istituzionale, che si concretizzerà nella minore o maggiore frequenza di contatti e rapporti interpersonali che tale socio intratterrà col management della società, all'interno ed all'esterno del consiglio.

Tra i fattori critici è importante ricordare innanzitutto il rischio di comportamenti opportunistici che sia il management sia gli amministratori della società potrebbero mettere in atto, a danno dell'investitore istituzionale, a causa della presenza di asimmetrie informative ed in virtù di possibili interessi privati dei soggetti coinvolti, che potrebbero essere divergenti o del tutto conflittuali tra di loro. Perciò, quanto più il Venture Capitalist riterrà che gli amministratori interni abbiano interessi privati confliggenti con i propri e legati all'andamento della società, tanto meno si fiderà di loro e manifesterà la necessità di una maggiore azione di controllo e monitoraggio. La durata dell'investimento del Venture Capitalist agisce però, di solito, da attenuante di queste dinamiche, nel senso che la sua prolungata permanenza all'interno della compagine sociale determina l'instaurarsi di un rapporto basato anche sulla fiducia, riducendo, da un lato, la propensione a comportamenti opportunistici di amministratori e manager, e, dall'altro, il tempo che egli deve impiegare per il monitoraggio. Una seconda componente che influisce sulla necessità di controllo e monitoraggio è il grado di rischio legato allo stadio del ciclo di vita che l'impresa attraversa. I Venture Capitalist, in qualità di investitori nei primi stadi di avvio e sviluppo dell'attività imprenditoriale, operano in condizioni di grande incertezza ambientale ed incontrano una serie di rischi legati allo sviluppo commerciale del prodotto ed alla sua affermazione sul mercato. Essi sopportano il rischio di incorrere in problematiche legate all'implementazione del prodotto o al suo mancato successo sul mercato e, negli stadi di crescita successivi, anche il rischio di incontrare difficoltà nello sviluppo dell'impresa. Per queste ragioni, si rende necessaria una forte azione di monitoraggio da parte dell'investitore istituzionale, così che esso possa supervisionare l'andamento della società ed intervenire per tempo qualora la direzione strategica adottata non fosse ottimale, assicurando la corretta implementazione della *business idea* e la creazione di valore. Al contrario, negli stadi più avanzati del ciclo di vita, quando l'impresa è matura e consolidata, il ruolo dell'investitore può essere più marginale, e, seguendo un approccio *hands off*, egli può limitarsi ad eseguire controlli periodici per supervisionare l'andamento della società senza intervenire o partecipare direttamente alla gestione.

Anche la quota di partecipazione che l'investitore istituzionale acquisisce determina un diverso approccio di monitoraggio e gestione. Una partecipazione di maggioranza, infatti, impone un ruolo gestionale ed una presenza più marcata dell'investitore, mentre nel caso di una partecipazione di minoranza egli potrà più liberamente decidere se e come intervenire.

Inoltre, la distanza geografica, per sua natura, determina una diversa frequenza di contatti tra investitore e management⁷³. Se la distanza è bassa, i contatti saranno più semplici e frequenti. Viceversa, in caso di grande

⁷³ O. Bergtsson e S. A. Ravid, "The importance of Geographical location and distance on venture capital contracts", 2009.

distanza geografica, il numero degli incontri diretti tra le parti saranno minori e, verosimilmente, più intensi, nel senso che l'investitore effettuerà dei controlli più attenti e specifici. Infine, anche l'esperienza dell'investitore determina una diversa entità dell'azione di monitoraggio. È stato dimostrato, infatti, che gli investitori con maggiore esperienza richiedono una minore frequenza di contatti, perché un esperto necessita di meno tempo ed incontri per capire quale sia la situazione in cui l'impresa verte, quali siano le aree che presentano carenze e quali siano le manovre correttive necessarie ad indirizzare l'impresa nella giusta direzione⁷⁴.

2.4 Il disinvestimento

Concluso il processo di gestione dell'investimento, si apre l'ultima fase dell'operazione: il disinvestimento. Questo è un passaggio estremamente delicato, perché è quello che determina l'effettivo conseguimento del *capital gain*, motivazione fondante dell'intero processo di investimento e fine ultimo dell'investitore in Private Equity, o il suo mancato raggiungimento ed il fallimento dell'intera operazione. Nella cessione delle partecipazioni precedentemente acquisite, due sono gli aspetti di maggiore rilevanza su cui il Venture Capitalist e gli altri soci devono assolutamente essere concordi: l'individuazione del momento più opportuno per realizzare il disinvestimento (*timing* dell'operazione) e la definizione del canale di disinvestimento più adeguato (modalità di *exit*). Per quanto riguarda il *timing* dell'operazione di disinvestimento, è importante ricordare che questo viene definito in sede di contrattazione. Questo non significa, ovviamente, che le parti si accordino per una certa data, ma semplicemente che siano entrambe consapevoli e concordi che, trascorso un determinato periodo di tempo, coerente con la durata dell'operazione messa in atto e congruo con l'obiettivo di crescita prefissato, venga data la possibilità al socio istituzionale di liquidare il proprio investimento, secondo delle modalità predefinite. L'effettivo momento di smobilizzo e la modalità scelta dipenderanno poi dalle condizioni di mercato al momento del disinvestimento e dai risultati effettivamente raggiunti in termini di incremento di valore dell'impresa. All'interno di un determinato arco temporale, perciò, ciò che rileva è che il Venture Capitalist possa, senza alcun vincolo arbitrario e senza limitazioni o rallentamenti da parte di altri soggetti, attivare la sua possibilità di liquidare le partecipazioni acquisite. Il valore di tale partecipazione deve poter essere definito sulla base di criteri oggettivi e definibili "di mercato", come se si stesse procedendo alla vendita dell'intera società partecipata. Perciò, risulta utile far affidamento su consulenti esterni indipendenti per calcolare tale valore, oppure ricorrere all'uso di coefficienti preliminarmente stabiliti che, legati a determinati parametri di performance aziendale, possano condurre ad un valore oggettivo (così come fatto in sede di definizione del prezzo⁷⁵). In caso di successo dell'operazione di Venture Capital, il momento di smobilizzo dell'investimento coinciderà con il raggiungimento dello sviluppo e dell'incremento del valore della società previsti.

⁷⁴ Si vedano S. Manigart, V. Collewaert, M. Wright, et al., "Human capital and the internationalization of venture capital firms", *International Entrepreneurship Journal* n.3, Ghent University and Vlerick Leuven Gent Management School, 2006, pp.109-125; e S. Manigart, H.J. Sapienza, W. Vermeir, "Venture capitalist governance and value added in four countries", *Journal of business Venturing* n.11, 1996, pp. 439-469.

⁷⁵ Si veda il paragrafo 2.3.4. *La valutazione dell'azienda e la determinazione del prezzo.*

In caso di fallimento invece, il Venture Capitalist deciderà di disinvestire una volta maturata la convinzione che non sia più possibile risolvere la situazione di crisi. Per quanto riguarda le modalità di disinvestimento, esistono diverse forme tipiche a cui gli investitori istituzionali ricorrono, e cioè:

- la vendita di azioni sul mercato borsistico, sia nell'ambito di un'offerta al pubblico collegata al processo di prima quotazione in borsa o IPO (*Initial Public Offer*), che in momenti successivi rispetto alla fase di collocamento, qualora l'impresa sia già quotata e sia trascorso il tempo minimo dalla precedente quotazione (*lock-up period*);
- la cessione della partecipazione ad un socio di natura industriale (*trade sale*);
- la cessione della partecipazione ad un altro soggetto istituzionale - operatore di Private Equity o di Venture Capital (*replacement* o *secondary buy out*);
- il riacquisto della partecipazione da parte del socio originario (*buy back*);
- l'azzeramento della partecipazione a seguito di fallimento (*write off*).

La scelta tra i canali di disinvestimento è subordinata innanzitutto alla tipologia dell'impresa target ed alle sue caratteristiche in termini di dimensione, settore di attività e caratteristiche organizzative ed operative. Secondo poi, tale scelta dipende dai risultati raggiunti attraverso la collaborazione tra investitore ed imprenditore. Terzo, devono essere presi in considerazione molti elementi congiunturali, come le condizioni del mercato borsistico o del mercato di *merger & acquisition*. Infine, rientrano nelle valutazioni effettuate anche le specifiche volontà e preferenze di tutti gli *shareholder*.

2.4.1 Il disinvestimento tramite IPO

Per gli operatori di Private Equity, la via preferenziale per il disinvestimento è la quotazione dei titoli della società partecipata su un mercato regolamentato. Le offerte primarie sono chiamate offerte pubbliche di sottoscrizione (IPO), le secondarie invece offerte pubbliche di vendita. L'ammissione al listino ufficiale non è un processo facile e risulta lungo e dispendioso; perciò, bisogna essere ragionevolmente certi che l'operazione andrà a buon fine (cosa che, generalmente, solo imprese che hanno raggiunto un buon grado di sviluppo o maturità possono garantire). Per capire perché per imprese minori possa risultare estremamente complicato ricorrere ad un'IPO, si analizzerà brevemente tale processo sulla base della schematizzazione effettuata da Borsa Italiana⁷⁶.

Innanzitutto, la definizione data dall'ente borsistico di IPO è la seguente: "Particolare tipologia di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione finalizzata all'ammissione alla quotazione su un mercato regolamentato". Più approfonditamente, "L'offerta pubblica iniziale (o IPO) costituisce 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. L'IPO, essendo rivolta al pubblico indistinto degli investitori, costituisce una fattispecie di sollecitazione all'investimento, pertanto la società

⁷⁶ Borsa Italiana - *Glossario Finanziario*, consultabile sul sito <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html>.

emittente dovrà organizzare l'operazione avendo cura di osservare la disciplina del Testo Unico della Finanza (D.Lgs. 58/1998) finalizzata a garantire un'informazione trasparente ai destinatari dell'offerta.”.

Per prima cosa, la società che intenda procedere all'offerta pubblica di sottoscrizione deve darne preventiva comunicazione alla Consob, specificando tutte le caratteristiche dell'operazione, i soggetti che ne prenderanno parte ed il ruolo di ciascuno di essi (in particolare: la società emittente, il *global coordinator*, lo sponsor, lo *specialist*, l'*advisor* finanziario, gli studi legali ed i membri del consorzio di collocamento). La società deve contestualmente redigere il Prospetto Informativo, secondo lo schema indicato dalla Consob. Il Prospetto Informativo è un documento richiesto per ogni emissione pubblica di titoli che sintetizza le principali informazioni circa le caratteristiche dell'emissione e dell'emittente. Esso è finalizzato a dare contezza agli investitori di tutte le informazioni rilevanti dell'operazione e dei pericoli ad essa connessi, soprattutto in termini di rischio dell'investimento. La procedura di ammissione in Borsa dura dai 4 ai 6 mesi, e comprende una serie di fasi alterne di pianificazione, *due diligence*, redazione della documentazione obbligatoria per la quotazione, ammissione a quotazione, costituzione del consorzio di collocamento, attività di marketing, *road show*, *bookbuilding*, collocamento vero e proprio e negoziazione.

A seguito dell'ammissione, la società emittente ed i sottoscrittori si riuniscono per concordare il prezzo di emissione. Questo viene inizialmente determinato sulla base di parametri quali il rapporto prezzo-utili dell'azienda e dei suoi principali concorrenti e sulle previsioni dei flussi di cassa. Successivamente tale prezzo viene aggiustato a ribasso in considerazione dello spread richiesto dai sottoscrittori e dell'*underpricing*.

Lo spread è la differenza fra il prezzo a cui il sottoscrittore acquista le azioni dall'emittente ed il prezzo a cui esse vengono rivendute al pubblico. Lo spread si configura perciò come il guadagno percentuale che i sottoscrittori richiedono, e che si attesta, generalmente, al 7%⁷⁷.

L'*underpricing* è la sottovalutazione dei titoli che deriva dall'emissione ad un prezzo inferiore al loro valore di mercato. Esso è dovuto principalmente a due ordini di motivi, o meglio, a due meccanismi che governano il mercato borsistico. Infatti, il fatto che le azioni vengano emesse ad un prezzo inferiore rispetto a quello a cui vengono negoziate sul mercato nei giorni successivi alla quotazione, le rende un investimento appetibile: ogni investitore ricerca titoli sottovalutati, così da poter realizzare un guadagno in conto capitale quando il loro prezzo converge verso il suo valore fondamentale. Secondo questa logica, il prezzo dell'azione, sottovalutata al momento dell'emissione, è destinato ad aumentare quando questa viene trattata sul mercato, determinando un aumento della capacità dell'impresa di raccogliere capitali (per esempio in sede di future nuove emissioni di azioni). Il secondo motivo per cui banche sottoscrittrici e società emittenti scelgono di emettere le azioni ad un prezzo sottovalutato è da ricondursi ad una questione di psicologia comportamentale nota come *winner's curse* (“maledizione del vincitore”). In un'asta, chi offre il prezzo più alto si aggiudica l'oggetto venduto ed è quindi il vincitore. Ma questo significa che nessun altro acquirente era disposto ad offrire una somma così alta, e perciò il vincitore risulta essere colui che ha sovrastimato il valore dell'oggetto venduto.

⁷⁷ Dato riferito alle IPO di importo compreso tra i 20 e gli 80 milioni di dollari. Si veda H.C. Chen e J.R. Ritter, “*The Seven Percent Solution*” in *Journal of Finance*, n.55, pp.1105-1132, 2000.

Analogo discorso vale per le nuove emissioni di azioni sul mercato borsistico. Se è facile reperire le azioni di nuova emissione, è perché la domanda è molto bassa. Se le azioni di nuova emissione sono considerate attraenti, la domanda è elevata ed è quindi difficile aggiudicarsi anche una piccola quantità di azioni. L'*underpricing* agisce da incentivo all'acquisto per quegli investitori poco informati che, per paura di offrire un prezzo troppo alto, rinuncerebbero all'investimento. La consapevolezza che il prezzo di emissione sia sottostimato rispetto al valore dell'azione stimola la domanda e permette di evitare (teoricamente ed auspicabilmente) che i sottoscrittori rimangano con azioni invendute. In media, uno studio condotto su più di 13000 IPO, avvenute tra il 1960 ed il 2017 negli Stati Uniti, ha rivelato che l'*underpricing* medio fosse del 16.8%⁷⁸.

Ci sono varie ragioni che determinano la preferenza del socio istituzionale, degli altri soci e dell'imprenditore circa la soluzione dell'IPO, benché essa possa risultare lunga e dispendiosa.

Innanzitutto, la quotazione su un mercato regolamentato dà al Venture Capitalist la possibilità di realizzare un guadagno in conto capitale, liquidando le proprie azioni ad un prezzo più alto (condizione fortemente dipendente dal mercato) rispetto al prezzo a cui aveva acquisito la partecipazione. Una volta verificato che le condizioni del mercato siano ottimali al momento in cui si vuole procedere alla quotazione in Borsa, e che quindi sia possibile realizzare un capital gain sufficientemente soddisfacente per l'investitore istituzionale, ci sono una serie di altri vantaggi di cui sia tale investitore che la società possono beneficiare. I titoli azionari sono immediatamente liquidabili, ma una parte di essi può essere mantenuta in portafoglio per realizzare un ulteriore guadagno grazie all'incremento di valore post-quotazione, dismettendo poi le azioni rimaste in un'unica soluzione o in forma graduale, a seconda delle credenze di ciascuno sull'andamento del prezzo. Il processo di IPO incontra spesso anche il favore dell'imprenditore e del management, perché permette loro di mantenere il controllo della società, ottenendo al contempo una serie di benefici di carattere finanziario ed operativo. Tra i primi, il più determinante è sicuramente la possibilità di raccogliere liquidità a basso costo sul mercato, facilitando il ricorso a nuove emissioni di azioni. Inoltre, a seguito della maggiore capitalizzazione dell'impresa questa migliora il suo rapporto di indebitamento ed ottiene la possibilità di operare una ristrutturazione finanziaria e, di conseguenza, essa può reperire capitale di debito a condizioni più vantaggiose. In più, si usa parlare di *stock currency* per indicare il fatto che, a seguito dell'IPO, la società acquisisce una nuova moneta di scambio rappresentata dalle proprie azioni, che potranno essere utilizzate come un vero e proprio pagamento per procedere, ad esempio, ad operazioni di fusione o acquisizione, limitando l'impiego di capitale. Per quanto riguarda i benefici di carattere operativo, il ricambio o l'ingresso di nuovi soci può apportare vantaggi dal punto di vista della gestione operativa, soprattutto nel caso in cui tali nuovi soci fossero operatori istituzionali quali operatori di Private Equity, specializzati nelle fasi più avanzate del ciclo di vita aziendale. In più, la quotazione in Borsa risulta un'ottima pubblicità di marketing, perché aiuta a diffondere il marchio e ad acquisire nuovi soci in nuovi mercati. Inoltre, a causa dei molti obblighi formali che le società devono rispettare per poter accedere al mercato, la quotazione risulta come una sorta di certificato di affidabilità, grazie al quale la

⁷⁸Tale valore è stato ottenuto come media aritmetica dei rendimenti ottenuti nel primo giorno di negoziazione. Fonte: <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo.data/>.

società acquisisce una credibilità maggiore agli occhi di banche ed altri finanziatori. Infine, attraverso piani di assegnazione di *stock options*, la società può spronare i propri dipendenti a raggiungere buoni risultati per la società di cui sono anche, seppur in piccola parte, soci, allineando così gli interessi dei dipendenti a quelli degli azionisti.

Parallelamente a queste considerazioni di carattere economico, l'aspetto forse più importante e determinante che porta sia l'investitore istituzionale che la società a preferire l'IPO ad altre forme di *way-out* è l'impatto che tale operazione ha sull'immagine di entrambi i soggetti.

A seguito del successo della quotazione in Borsa, infatti, essi possono ottenere grandi benefici in termini di reputazione, ottenendo maggiore visibilità, maggiore considerazione e maggior fiducia da parte dell'ambiente finanziario. Si è già trattato dell'importanza che, per un operatore specializzato di Private Equity, assume la sua capacità di vantare un *track record* di successo, attirando sia un maggior numero di investitori per il proprio fondo, sia un maggior numero di richieste di finanziamento da parte delle imprese (creazione del *deal flow*).

Per quanto riguarda la società, il suo successo sulla Borsa determina un miglioramento d'immagine e di credibilità, non solo nei confronti dei propri sottoscrittori, ma anche nei confronti di clienti, fornitori ed eventuali partner che non siano necessariamente anche sottoscrittori dei titoli dell'impresa. Tuttavia, la quotazione in Borsa presenta anche dei lati negativi. Essa espone la società a moltissimi controlli da parte delle autorità di vigilanza e determina costi ingenti a carico della società. I costi dell'IPO infatti sono molti, sia per quanto riguarda i costi diretti, come i costi amministrativi e burocratici (che variano a seconda del mercato in cui la società sceglie di quotarsi), i costi legali e di consulenza, sia con riguardo ai costi indiretti, come i costi di *spread* e di *underpricing*⁷⁹.

Una considerazione molto importante da fare riguarda l'adeguatezza dell'impresa ad affrontare il processo di quotazione in termini di sistemi informativi ed organizzativi interni. Fondamentalmente, per una piccola o media impresa che desidera quotarsi in Borsa per facilitare la raccolta di capitale di rischio, i lunghi e complicati procedimenti da effettuare, ed i costi burocratici e di consulenza ad essi connessi, possono agire da disincentivo, soprattutto considerando che la sua organizzazione potrebbe essere ben lontana dagli standard richiesti per l'ammissione al mercato. Il Venture Capitalist facilita l'ingresso della società sul mercato, perché molte delle regole di trasparenza, di revisione dei bilanci, di predisposizione reportistica periodica e, più in generale, degli adempimenti formali che vengono 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* introdotti dal Venture Capitalist al momento dell'investimento, all'interno dei patti parasociali, o gradualmente, in momenti successivi della gestione. In questo senso, il socio imprenditore e il management della società risultano in qualche modo più preparati alle stringenti imposizioni regolamentari e predisposti ad affrontare nel migliore dei modi il processo di quotazione e le implicazioni che ne derivano.

⁷⁹ Per un approfondimento riguardo a tutti i costi legati al processo di quotazione in Borsa si veda Romano G., "Strategie Aziendali e Quotazione in Borsa", Giuffrè, Milano, 2012, pp.81 e ss.

2.4.2 Il disinvestimento tramite *trade sale*

La modalità di disinvestimento internazionalmente più diffusa è rappresentata dalla cessione della partecipazione a nuovi soci industriali o, comunque, dalla fusione con altre società. Ovviamente, nel caso di *trade sale*, è necessario raggiungere preventivamente un accordo con il management e con i soci portatori della responsabilità imprenditoriale. Infatti, essendo l'acquirente delle partecipazioni un soggetto con interessi industriali, egli vorrà con ogni probabilità prendere parte alla gestione strategica ed operativa della società, dando luogo ad un'interferenza nella normale gestione dell'impresa. Questa interferenza, in genere esplicitamente richiesta dalla società acquirente, sarà tanto più esercitabile quanto maggiore risulterà la sua quota di partecipazione acquisita. Perciò, la via del *trade sale* risulta percorribile solo nel caso in cui i soci siano disposti a cedere all'acquirente una partecipazione di controllo, se non del tutto di maggioranza assoluta.

Per mettere in atto l'operazione di *trade sale*, una volta arrivato il momento in cui il Venture Capitalist può legittimamente liquidare il proprio investimento, ci sono diverse modalità percorribili. Innanzitutto, gli azionisti possono incaricare, con apposito mandato, una banca primaria d'affari per raccogliere offerte dal mercato aventi ad oggetto l'acquisto del 100% dell'impresa. Alternativamente, l'investitore istituzionale può proporre l'acquisto delle sue partecipazioni agli altri azionisti della società e, nel caso in cui nessuno di loro sia interessato all'acquisto, egli potrà poi procedere all'offerta di vendita del 100% della società sul mercato. È possibile che i patti tra soci prevedano che debbano essere gli altri azionisti a formulare una proposta di acquisto all'investitore istituzionale e, qualora l'offerta non risulti congrua con il valore della partecipazione, egli potrà cedere l'intera società sul mercato, ad un prezzo superiore di quello offerto dagli azionisti di maggioranza.

Dal punto di vista tecnico, la cessione di partecipazioni tramite *trade sale* può avvenire sia tramite trattativa privata, che tramite un processo di asta. In entrambi i casi, si ricorre spesso ad un *advisor* che possa identificare uno o più soggetti potenzialmente interessati all'acquisto dell'impresa. Nel caso di trattativa privata, si procede poi alla sottoscrizione degli accordi di riservatezza, seguiti da una *due diligence* approfondita, cui seguono la formulazione di un'offerta e l'eventuale conclusione del contratto di vendita. Nel caso di un'asta invece, ai potenziali acquirenti individuati dall'*advisor* viene fornito un brevissimo documento informativo, così da verificare il loro effettivo interesse nei confronti della società. Successivamente, viene inviato un documento preliminare del piano industriale della società a coloro che abbiano manifestato interesse; segue la sottoscrizione dell'accordo di riservatezza e l'*information memorandum*, documento che descrive le caratteristiche dettagliate dell'impresa, del mercato di riferimento, delle sue strategie e delle prospettive economico-finanziarie. Gli acquirenti interessati procedono ad inviare all'*advisor* un'offerta d'acquisto preliminare, contenente un'ipotesi di prezzo ed una bozza della struttura che intenderebbero dare all'operazione. A questo punto la società compie una selezione delle proposte ricevute, per poi proseguire con l'apertura della *dataroom* (vengono forniti documenti ed informazioni ai potenziali acquirenti) e con incontri diretti con i concorrenti rimasti. Dopo che questi ultimi abbiano effettuato una attenta *due diligence*, procederanno alla formulazione delle offerte finali, in base alle quali la società sceglierà l'acquirente con cui procedere alla fase di *closing*. L'intero processo richiede, di solito, tra i 4 ed i 6 mesi di tempo.

Molto spesso, il fatto che l'investimento le imprese partecipate da Venture Capitalist siano ad alto contenuto tecnologico facilita l'individuazione di soggetti industriali interessati ad acquisire la società per beneficiare della tecnologia da essa sviluppata. È possibile, perciò, trarre una serie di vantaggi da questa tipologia di dismissione, attribuibili ai seguenti fattori⁸⁰:

- gli acquirenti possono pagare un prezzo maggiore, riconducibile al premio attribuibile all'importanza strategica che ha per loro l'acquisto dell'impresa target;
- è possibile liquidare immediatamente il 100% della partecipazione posseduta;
- si tratta di un'operazione più economica rispetto a un IPO;
- a volte è l'unica opzione per alcune imprese minori;
- è necessario convincere un solo soggetto acquirente, anziché l'intero mercato.

In termini di svantaggi, invece, si sottolineano i seguenti:

- spesso il management dell'impresa target è contrario all'operazione;
- in alcuni paesi non ci sono molti *trade buyers*;
- alcuni investitori istituzionali non sono disposti a concedere le garanzie tipicamente richieste dagli acquirenti.

2.4.3 Il disinvestimento tramite *buy-out*

Un'altra importante alternativa di disinvestimento è procedere con la cessione della partecipazione ad un altro operatore di Private Equity o Venture Capital. Se la quota ceduta è di minoranza, si parla di *replacement buy-out*, mentre nel caso in cui essa sia di controllo si usa il termine di *secondary buy-out*. La principale differenza con le operazioni di *trade sale* sta nella natura dell'acquirente. In questo caso, infatti, l'acquirente non è un'azienda industriale, ma è un investitore istituzionale: non solo viene meno l'incentivo strategico (ed il conseguente maggior prezzo che l'acquirente industriale è disposto a corrispondere), ma inoltre l'acquirente istituzionale tenderà a pagare la partecipazione il minor prezzo possibile, cosicché l'investimento risulti il più profittevole possibile, ottenendo elevati livelli di IRR (*Internal Rate of Return*)⁸¹. Le operazioni di *secondary buy-out* si svolgono esattamente come le operazioni di *buy-out*⁸², con la differenza che entrambe le parti (venditore ed acquirente) siano un fondo di Private Equity. Spesso si ricorre al meccanismo dell'asta anche in questo caso, così che il venditore riesca ad ottenere un innalzamento del prezzo di vendita.

2.4.4 Il disinvestimento tramite *buy-back*

Un'altra possibilità di disinvestimento consiste nel riacquisto della partecipazione da parte del socio originario (*buy-back*). Spesso si ricorre a tale meccanismo, che ovviamente comporta un grande impegno finanziario da

⁸⁰ AIFI – *Disinvestimento*, consultabile al seguente link: <https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/disinvestimento/>.

⁸¹ TIR: Tasso Interno di Rendimento.

⁸² Si veda il paragrafo 1.4.3. Cambiamento: *replacement capital, buy-out e turnaround*.

parte di tale soggetto, in virtù dell'attivazione delle clausole di opzione *put* (l'attivazione viene effettuata dall'investitore istituzionale) o *call* (l'attivazione viene effettuata dall'imprenditore). Queste clausole prevedono dei parametri di definizione del prezzo di cessione della partecipazione. I casi più frequenti di *buy-back* sono riconducibili a situazioni di sviluppo dell'impresa che non permettono la sua quotazione in Borsa.

2.4.5 Il *write off*

Infine, a seguito dell'azzeramento del valore della partecipazione, dovuta alla sua completa o parziale perdita di valore, si procede all'*exit* dell'investitore istituzionale tramite *write off*. Questa non è una vera e propria modalità di disinvestimento, perché non contiene alcun elemento discrezionale da parte dell'investitore istituzionale, ma viene ricondotta a tale ambito perché determina la cancellazione o la diminuzione del valore della partecipazione nel bilancio dell'operatore specializzato, determinando di fatto la fine del ciclo di vita dell'investimento.

2.1 Le origini e lo sviluppo eterogeneo del Venture Capital

L'attività di investimento nel capitale di rischio in imprese non quotate è ovviamente riconducibile ad una moltitudine di sistemi economici caratterizzati da una fiorente attività commerciale, indipendentemente dal periodo storico di riferimento (tanto che, alcuni autori fanno risalire le prime esperienze di Venture Capital all'epoca di Giulio Cesare⁸³). Tuttavia, è opinione diffusa che la nascita di un vero e proprio mercato di Private Equity e Venture Capital debba essere ricondotta ad una serie di avvenimenti che hanno preso luogo nel corso degli anni Quaranta negli Stati Uniti. La prima società di investimento nel capitale di rischio, la *American Research & Development Corp.* (ARD), nacque nel 1946 a Boston ad opera di importanti uomini d'affari del tempo, con l'obiettivo di effettuare investimenti rischiosi e ad alto rendimento in società nate dallo sviluppo di tecnologie belliche per la Seconda Guerra Mondiale. La riluttanza degli investitori istituzionali a prendere parte a questa ed alle altre iniziative simili, però, fece sì che le quote della società, strutturata come un fondo chiuso, venissero sottoscritte quasi esclusivamente da persone fisiche. Nel 1958 invece fu creata la prima Venture Capital Limited Partnership, chiamata Draper, Gaither and Anderson e nello stesso anno venne emanato lo Small Business Investment Act (SBA), grazie a cui si diede avvio alla creazione delle *Small Business Investment Companies* (SBICs). Le SBICs erano istituti privati le cui modalità di finanziamento e di investimento erano regolamentati dalla legge federale. Grazie ad un regime di agevolazioni ed esenzioni fiscali ed all'erogazione di fondi da parte del settore pubblico, le SBICs crebbero moltissimo di numero nel corso degli anni 60 e 70, contribuendo allo sviluppo di più di 100.000 imprese per un totale di circa 12.000 miliardi di dollari e divennero così simbolo del finanziamento della tecnologia. Nei primi anni Ottanta, il mercato del Private Equity statunitense conobbe uno sviluppo ancor più marcato grazie ad un provvedimento normativo del 1979, l'Employee Retirement Income Security Act (ERISA), che, sancendo le regole di "buona gestione" dei fondi pensione, abolì il previgente divieto di investire in attività rischiose, ivi inclusi gli investimenti di Private Equity e Venture Capital, permettendo così un cospicuo afflusso di capitali verso tali attività di investimento: nel 1978, i capitali investiti erano circa 200 milioni di dollari; nel 1987, ammontavano a circa 3,5 miliardi. Sul finire del decennio si registrò invece una drastica diminuzione nella raccolta di capitali, che però fu superata pienamente con l'avvento degli anni Novanta, che segnarono il vero e proprio *boom* del mercato del Private Equity, grazie sia all'eccezionale andamento dei mercati borsistici, che crearono un terreno particolarmente fertile per le IPO, che al grande sviluppo di nuove tecnologie, prima tra tutte l'*Information Technology* (IT). Negli Stati Uniti il Venture Capital è stato essenziale per l'economia statunitense dell'innovazione: aziende come Google, Amazon, FedEx, Intel, 3Com, Tesla, Facebook, Microsoft, Apple e Starbucks hanno iniziato a raccogliere finanziamenti in questo modo. Oggi un quinto delle società quotate negli Stati Uniti ha

⁸³ Si vedano J.S. Levin, *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, IL.CCH Inc., Chicago, 1994 e K.T. Liaw, *The Business of Investment Banking*, J.Wiley and Sons, New York, 1999.

ricevuto finanziamento di Venture Capital. Se si prendono ad esempio le società ad azionariato diffuso statunitensi create dopo il 1979, il 43% è stato finanziato dal Venture Capital, pari al 57% della capitalizzazione di mercato, al 38% degli impiegati del Paese e all'82% degli investimenti in Ricerca e Sviluppo⁸⁴. Si può quindi affermare che l'innovazione negli Stati Uniti è passata dal Venture Capital.

In Europa, le prime attività di investimento nel capitale di rischio di successo si devono al Regno Unito, dove già nel corso del 1800 si registrarono investimenti rischiosi ad alto tasso di crescita effettuati dai fondi comuni di investimento, come l'investimento nelle *American Railways*, le prime ferrovie americane. Nel 1945, la Bank of England ed alcuni tra i principali istituti di credito britannici fondarono le *3i-Investing In Industry-*, per fornire capitale di rischio e di debito ad imprese con elevate prospettive di crescita. Tuttavia, la vera e propria nascita di un mercato europeo di Private Equity e Venture Capital si ebbe solo agli inizi degli anni Ottanta, con l'emanazione di alcuni atti istituzionali attraverso cui il Consiglio Europeo, riconosciuta la strategicità dello sviluppo di nuove tecnologie e le contestuali difficoltà di accesso al capitale di rischio per le imprese di dimensioni medio-piccole, istituì il Venture Capital Liaison Office con sede a Bruxelles. Successivamente, nel 1983, fu creata l'European Venture Capital Association (EVCA), con l'esplicito obiettivo di promuovere lo sviluppo del mercato del capitale di rischio in tutti i Paesi europei. Tuttavia, tale sviluppo non si ottenne fino al decennio 1996-2006, caratterizzato da una rapidissima crescita che vide i capitali raccolti da operatori di Private Equity passare da 8 ad oltre 112 miliardi di euro.

Per quanto riguarda l'Italia, l'anno di avvio del settore del capitale di rischio può essere ricondotto alla nascita dell'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI), avvenuta nel 1986 ad opera di alcune finanziarie private e di emanazione bancaria. A partire dalla delibera del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (CICR) del 9 febbraio 1987, le aziende di credito e gli istituti centrali di categorie vennero autorizzati ad operare nel capitale di rischio tramite società di intermediazione finanziaria (SIF) di loro emanazione. La disciplina del settore fu più volte modificata nel corso degli anni, ma l'evento di maggior rilievo è riconducibile all'emanazione del Testo Unico della Finanza del 1998 (D.lgs. 58/98) che ha riformato l'intera attività di intermediazione finanziaria introducendo la figura del cd. "gestore unico" attraverso la struttura della Società di Gestione del Risparmio (SGR). La disciplina delle SGR ha subito numerose ulteriori modifiche nel corso degli anni, per le quali si rimanda, tra l'altro, al quadro normativo in materia delineato dall'Unione Europea attraverso la Direttiva MiFID II (Markets in financial instruments directive) e dal Regolamento MiFIR (Markets in financial instruments regulation).

In termini di investimento di capitali, il mercato italiano del Venture Capital è risultato sempre ben al di sotto della media del resto dell'Europa, essendo costituito da un numero ridotto di operatori e da volumi di operazioni molto limitati. Le ragioni di tale scarso sviluppo possono essere rinvenute nella particolare costituzione del tessuto industriale italiano, da sempre caratterizzato da un elevato numero di piccole e medie imprese (PMI) a conduzione familiare, che poco investono nell'innovazione aziendale e nella funzione R&S e che sono poco disponibili a cedere o condividere il controllo della propria impresa. Solo a partire dal 2012 si è assistito

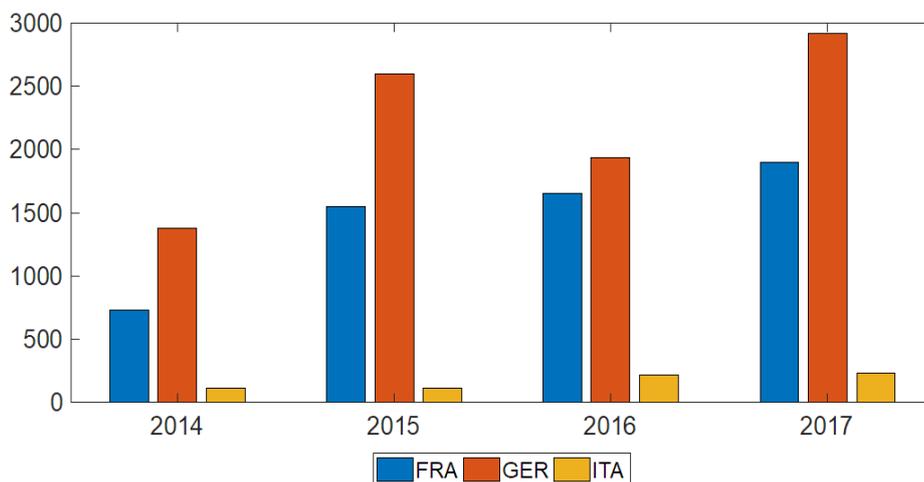
⁸⁴ Fonte: Casaleggio Associati, *L'impatto del Venture Capital sull'economia italiana*, Milano, 2018.

ad una rapida crescita del numero di start-up e, conseguentemente, all'intensificazione dell'attività di venture capital. Le principali ragioni di tale incremento sono riconducibili all'emanazione del cd. Decreto Crescita 2.0 (D.L. n.179/2012), che, concedendo vantaggi fiscali ad individui e società che investono in start-up innovative, ha dato un forte input allo sviluppo del settore di VC. Tuttavia, il mercato del Venture Capital in Italia è rimasto molto arretrato rispetto agli altri Paesi Europei e mondiali.

A titolo di esempio risulta utile confrontare la situazione italiana con altri due paesi europei, Francia e Germania, che, pur presentando un tessuto industriale pressoché simile al nostro Paese, hanno sviluppato molto diversamente l'attività di Venture Capital. La Francia ha visto un grande aumento dell'attività di Venture Capital a partire dal 2012 quando, a seguito di una parziale revisione della fiscalità sul capitale a favore degli investimenti a lungo termine e, soprattutto, a seguito dell'adozione di numerose misure a favore dell'economia digitale, gli investimenti venture in start-up hanno subito una straordinaria accelerazione passando dai € 580 milioni del 2012 a € 1,9 miliardi nel 2017. La Germania ha sviluppato un mercato di Venture Capital di entità ben maggiore rispetto a Francia ed Italia già a partire dal 2005, quando fu creato l'High Tech Gründerfonds (HTGF) grazie alla collaborazione del Ministero federale dell'economia, dell'industria con esperti del settore. Da un'attività di Venture Capital scarsa ed inefficiente, l'ente tedesco fondato sul partenariato pubblico-privato è riuscito negli anni a far sviluppare un ecosistema di start-up solido e proliferato. L'HTGF partecipa inizialmente con un massimo di un milione di euro alle nuove idee di impresa e fornisce supporto gestionale; lo Stato non si carica di tutti gli oneri, ma si limita a creare le migliori condizioni possibili per la proliferazione delle start-up e a partecipare allo sviluppo del sistema. Negli anni sono stati attivati altri fondi e tra i *partner* si segnala la presenza costante di colossi aziendali come Bosch, Bayer e Braun.

Il diverso sviluppo dell'attività di Venture Capital può essere meglio compreso confrontando i numeri registrati negli anni. Si prenda ad esempio la sottostante figura 3.1 relativa agli investimenti di VC in start-up nel periodo 2014-2017. Con essa si conferma che il Venture Capital in Italia è poco sviluppato ed ammonta ad un ordine di grandezza estremamente inferiore rispetto agli altri Paesi. La Francia ha intrapreso un processo di grande crescita sia per quanto riguarda l'ammontare degli investimenti che il numero di operazioni messe in atto. La Germania si attesta su un livello di attività molto più rilevante rispetto agli altri due paesi.

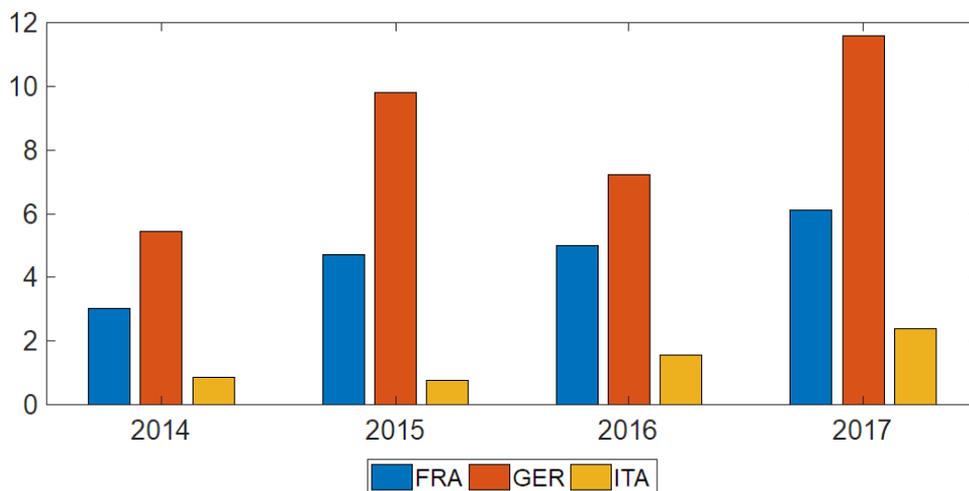
Figura 3.1 – Confronto: valore degli investimenti nelle start-up da parte dei fondi di VC



Fonte: Banca d'Italia, 2019

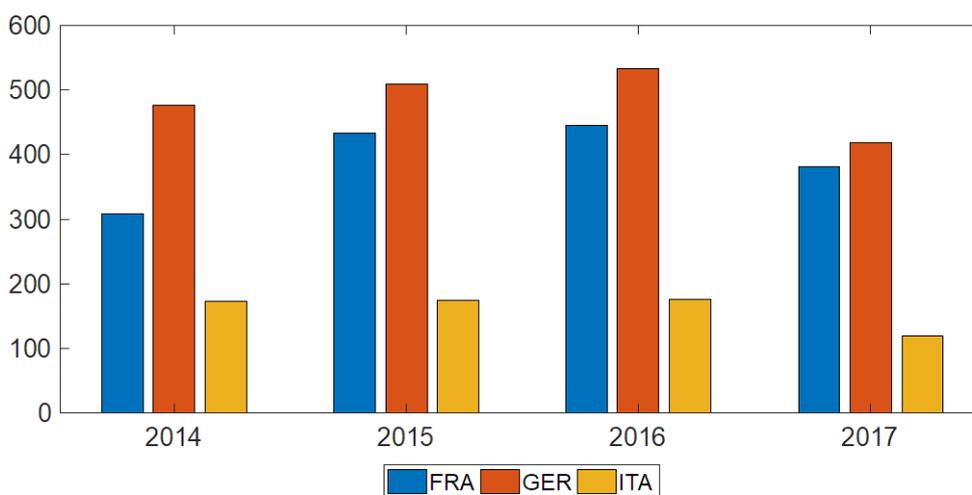
La grande disparità tra i tre paesi riflette sia le diverse dimensioni medie dei round di finanziamenti, sia le differenze nel numero di operazioni messe in atto. Nell'anno 2017, le dimensioni medie dei finanziamenti si attestavano a € 2,4 milioni in Italia, € 6,1 milioni in Francia e € 11,6 milioni in Germania. Il numero di operazioni messe in atto ammontava a poco più di un centinaio in Italia, mentre negli altri due Paesi esse erano all'incirca 400.

Figura 3.2 – Confronto: valore medio dei round di finanziamento



Fonte: Banca d'Italia, 2019

Figura 3.3 – Confronto: numero di operazioni



Fonte: Banca d'Italia, 2019

Se tra Paesi Europei le differenze nell'attività di Venture Capital sono molto marcate e rilevanti, a livello internazionale lo sono ancora di più. Lo sviluppo del Venture Capital è stato estremamente eterogeneo tra diverse Nazioni e tra Regioni (si pensi, per esempio, alla grandissima concentrazione e predominanza della Silicon Valley americana). Le ragioni di tale varietà, che si sostanzia in un differente livello di domanda ed offerta di fondi in ciascun paese, possono essere ricondotte a due ordini di fattori:

- le caratteristiche specifiche dell'impresa che richiede l'intervento del VC (*firm-specific factors*), quali il settore di appartenenza, gli anni di attività, l'esperienza pregressa dei fondatori, il numero di dipendenti, le caratteristiche del *business plan* e del management team;
- le specificità del paese in cui l'impresa ha sede, tra cui: la tassazione, la qualità e la quantità di infrastrutture, lo sviluppo economico generale, la dimensione del mercato domestico, le caratteristiche della forza

lavoro, l'istruzione, le spese medie in R&S, la popolazione totale, la sua composizione ed il suo tasso di natalità e di mortalità.

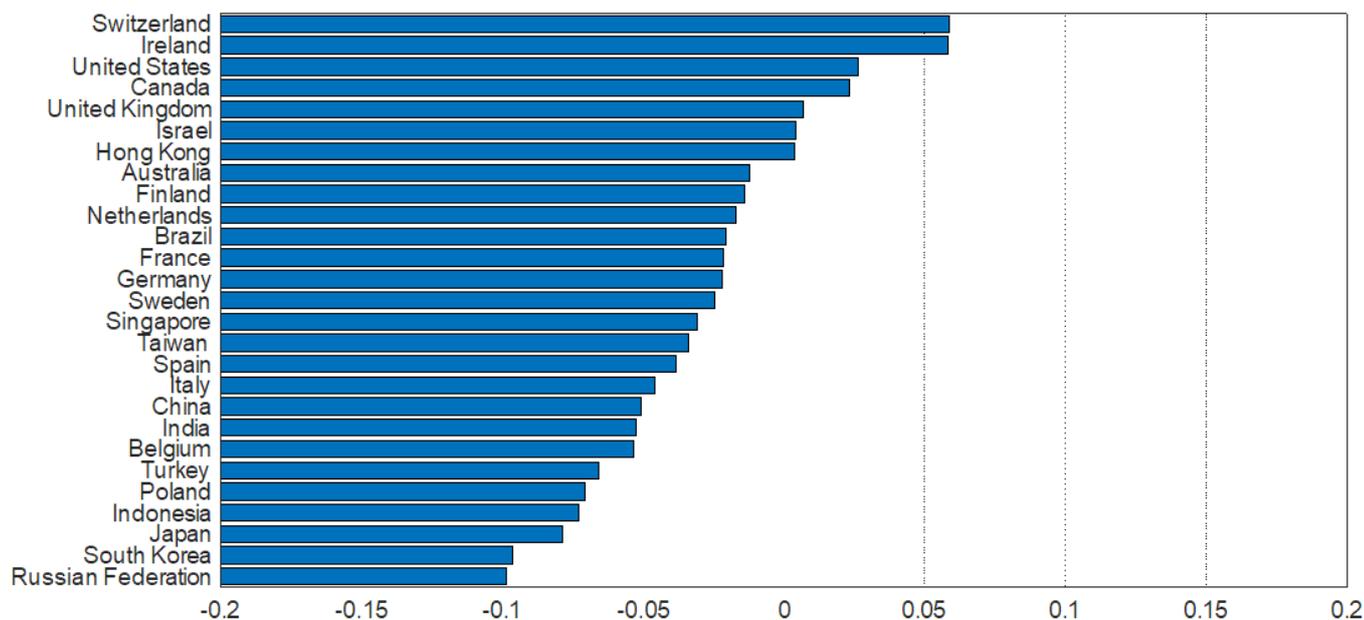
Questi due elementi determinano una diversa produttività delle imprese ed un diverso livello di rendimento atteso che gli investitori richiedono per ciascun ammontare di finanziamento, e, di riflesso, una diversa domanda di fondi. L'offerta di fondi da parte delle società di Venture Capital risulta, dal canto suo, influenzata anche dalle differenze in termini di sistemi giuridici, asimmetrie informative e caratteristiche dell'industria di VC. Infatti, anche la stessa dimensione dell'industria di Venture Capital in ciascun paese può determinare grandi differenze di operatività, in virtù delle opportune esigenze di diversificazione dettate dall'avversione al rischio e delle diverse possibilità di conseguire economie di scala, che permettono a fondi di dimensioni maggiori di richiedere rendimenti attesi inferiori sugli investimenti effettuati. Tutto ciò si sostanzia in un differente numero di imprese partecipate, in molteplici importi medi erogati ed in un difforme ammontare dei m di finanziamenti.

Secondo uno studio condotto da Banca d'Italia⁸⁵, le start-up ricevono, nel primo round di finanziamento un ammontare di capitale diverso in diversi paesi in base a:

- le caratteristiche specifiche delle imprese in quel Paese;
- le caratteristiche specifiche del settore di Venture Capital in quel Paese;
- i fattori istituzionali propri di quel Paese.

Per esempio, le start-up in Svizzera ed in Irlanda ricevono mediamente il 6% di capitali in più nel primo round di finanziamento rispetto a quanto viene erogato in altri Paesi, grazie alle caratteristiche specifiche delle start-up che richiedono l'intervento dei VC.

Figura 3.1 - Confronto VC round in base alle caratteristiche specifiche delle imprese

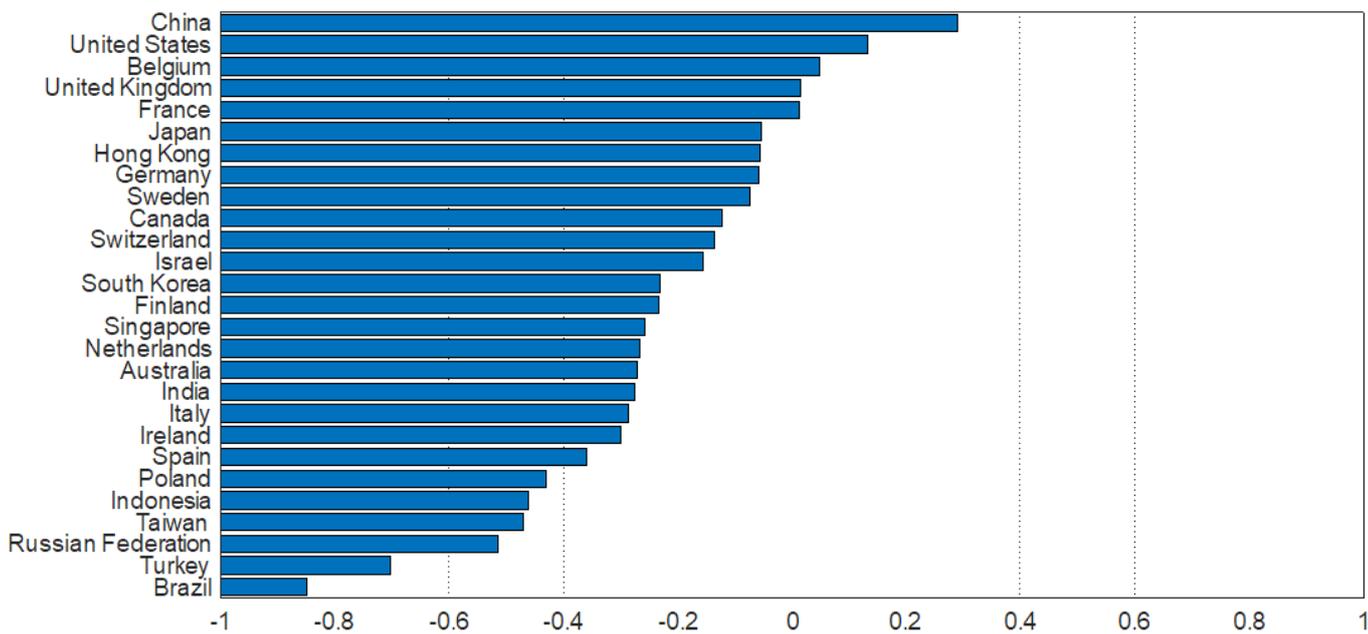


Fonte: Banca d'Italia, 2019

⁸⁵ Marco Taboga, "Cross-country differences in the size of venture capital financing rounds: a machine learning approach", Working Papers, n.1243, Novembre 2019. Lo studio è consultabile al seguente link: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2019/2019-1243/en_Tema_1243.pdf.

Allo stesso modo, le start-up cinesi ricevono mediamente il 30% in più di finanziamenti rispetto a start-up simili di altri Paesi, in virtù delle caratteristiche proprie del mercato di Venture Capital (numerosità e dimensioni degli operatori di VC, numero di operazioni messe in atto, numero di *exit* ecc.) in Cina.

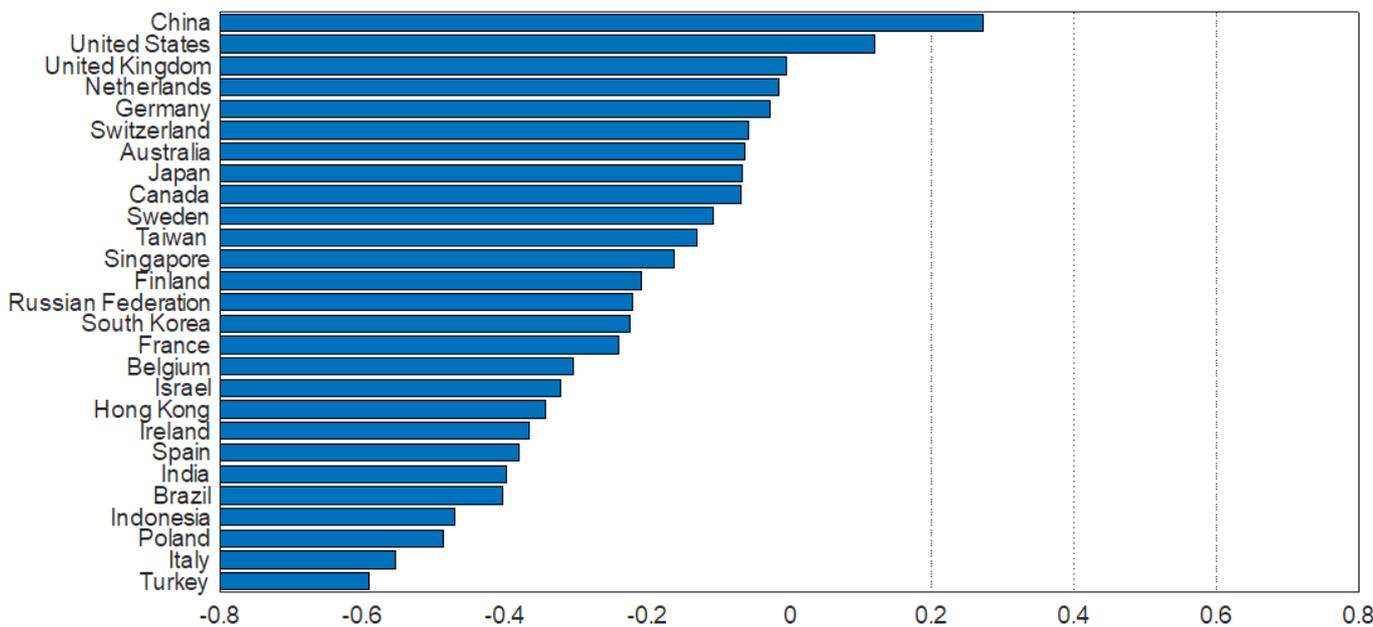
Figura 3.2 - Confronto VC round in base alle caratteristiche del settore di VC



Fonte: Banca d'Italia, 2019

Inoltre, le start-up in Cina godono di un 27% in più di finanziamenti in virtù delle altre caratteristiche proprie del Paese (istituzionali, normative e di regolamentazione, tassazione ecc.).

Figura 3.3 - Confronto VC round in base alle caratteristiche specifiche del paese



Fonte: Banca d'Italia, 2019

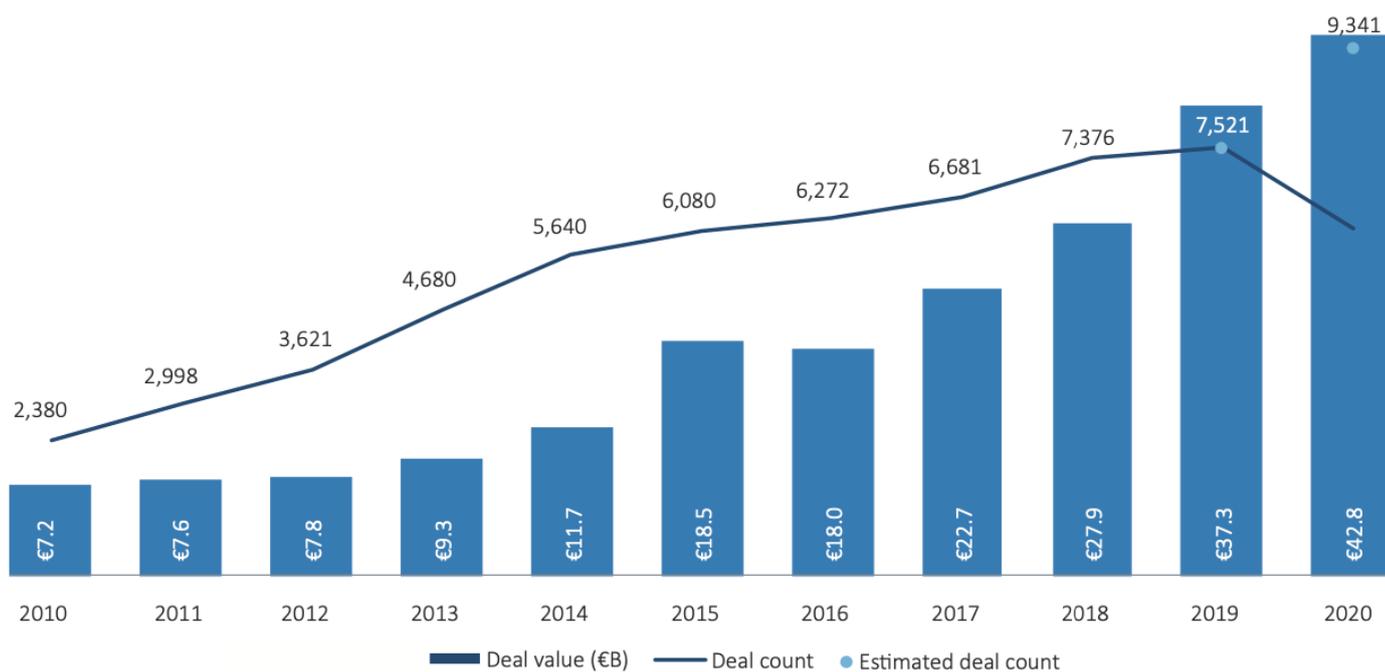
In Europa, gli importi aggregati dei fondi convogliati alle start-up dall'industria di Venture Capital ammontano ad un ordine di grandezza ben inferiore rispetto a paesi come Stati Uniti, Cina e Regno Unito, Paesi che vantano un mercato di Private Equity ben più sviluppato. Ci sono una serie di elementi critici che hanno ostacolato lo sviluppo di un mercato europeo dei Venture Capital, legati sia a fattori determinanti dell'offerta, sia della

domanda di capitali. Dal lato dell'offerta, si sono configurate e si configurano tutt'oggi come barriere allo sviluppo del Venture Capital in Europa⁸⁶: le ridotte dimensioni medie dei fondi di VC; le difficoltà dovute alla mancanza di un *track record* consolidato per raccogliere capitali addizionali; la scarsa attrattiva dei programmi pubblici per i gestori di fondi di VC; i requisiti patrimoniali più stringenti richiesti agli investitori istituzionali; le barriere fiscali all'investimento *cross border*; la mancanza di adeguati canali di *exit*. Dal punto di vista della domanda, invece, le principali barriere si configurano come: scarsi livelli di spesa in R&S; presenza di penalizzazioni legate alla normativa fallimentare; la scarsa propensione all'assunzione di rischio imprenditoriale; gli alti costi di protezione della attività intellettuale; le difficoltà di accesso ai bandi pubblici per ottenere finanziamenti.

2.2 L'Europa: l'ultimo decennio e l'impatto della pandemia⁸⁷

Nonostante le difficoltà, l'attività di Venture Capital in Europa ha visto un trend crescente nel corso dell'ultimo decennio e, benché rimanga lontana dai livelli statunitensi, il gap con i Paesi leader si sta riducendo. La crescita dell'attività di VC si è sostanziata in un aumento del numero e del valore dei *deal*, cioè dell'ammontare di fondi erogato per ogni operazione di finanziamento delle imprese. Il numero di operazioni messe in atto, in crescita dal 2010, ha visto nel 2020 un netto aumento, balzando ad oltre 9000 operazioni.

Figura 3.4 – Le operazioni di investimento dei VC in Europa



Fonte: PitchBook, 2020

Infatti, nonostante la crisi pandemica dovuta alla diffusione del COVID-19, nel 2020 il valore annuale degli investimenti effettuati dai fondi di Venture Capital europei ha raggiunto livelli mai precedentemente

⁸⁶ Alessandra Bechi, Rapporto AIFI- "I trend e l'evoluzione del mercato del Venture Capital in Italia e il Fondo Italiano di Investimento", 2015.

⁸⁷ Le informazioni di questo paragrafo sono tratte dall' "European Venture Report" per l'anno 2020 redatto da PitchBook, consultabile al seguente link: https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/2020_Annual_European_Venture_Report.pdf.

sperimentati, superando per la prima volta la soglia dei 40 miliardi di euro investiti e testimoniando un rinnovato ottimismo degli investitori nelle imprese innovative. Le attività di raccolta di fondi, negoziazione e monitoraggio hanno continuato ad essere regolarmente effettuate da remoto con incontri, trattative, scambio di documentazione e *due diligence* effettuate a distanza. Il ricorso a meeting *online* ha evidenziato il potenziale vantaggio in termini di tempo, costi e logistica per molti *shareholder*.

Nell'anno in questione sono stati investiti in totale ben 42,8 miliardi di euro attraverso un numero di 9341 operazioni, pari ad un aumento del 14,8% rispetto alla precedente cifra record registrata nel 2019 che ammontava a 37,3 miliardi. Così come negli anni precedenti, il Regno Unito si è confermato, anche nell'anno della pandemia, come il maggior Paese per valore degli investimenti in Europa (ben 13,5 miliardi di euro), seguito da Germania (€ 6,3 miliardi), Francia (€ 5,6 miliardi), Svezia (€ 2,9 miliardi) e Svizzera (€ 1,8 miliardi)⁸⁸. L'Italia si è posizionata undicesima, con un valore degli investimenti record per il nostro paese pari a 560 milioni di euro.

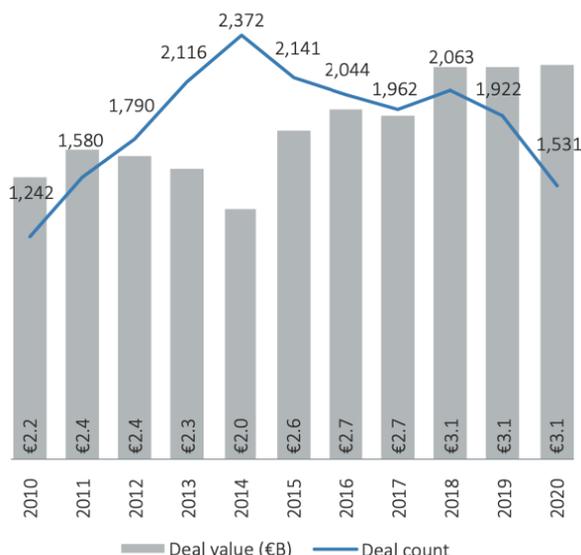
La crescita del valore degli investimenti di Venture Capital nel corso del decennio 2010-2020 è stata trainata dall'aumento del numero di operazioni realizzate e dall'aumento generale del valore dei *deal* europei, dovuto a sua volta alle operazioni di entità molto elevata (di oltre 25 milioni di euro). Nel 2020, queste grandi operazioni hanno inciso per il 61.8% del totale degli investimenti, cioè per un ammontare di ben 26,5 miliardi di euro. Si tratta principalmente di operazioni di finanziamento di round di fasi avanzate, volte a sostenere la crescita e l'espansione di imprese già avviate e consolidate sul mercato. L'affare più imponente del 2020 è stato concluso nel terzo trimestre (Q3) da CureVac, una società biotecnologica e farmaceutica con sede in Germania, che si è assicurata un finanziamento da 560 milioni di euro. Ma non è stata l'unica a concludere un affare da oltre 500 milioni: si ricordano, tra le altre, le svedesi Klarna e Northvolt e le inglesi Deliveroo e Revolut ed un'altra società tedesca, N26. Nel 2019 erano stati conclusi solo due *mega-deal* dal valore così elevato ma ci si può aspettare che nei prossimi anni questi crescano di numero, seguendo lo sviluppo avanzato e l'espansione delle società multimiliardarie presenti nell'ecosistema europeo.

Anche la partecipazione di società a titolo di investitori di Venture Capital (Corporate Venture Capital o CVC) è aumentata molto nel corso del 2020, stabilendo un nuovo record di 19,4 miliardi di euro investiti rispetto al precedente record, registrato nell'anno precedente e pari a 15,6 miliardi.

Gli investimenti in fase di avvio hanno invece fatto registrare un andamento in linea con quello degli anni precedenti: le nuove start-up hanno attirato l'attenzione degli investitori nei primi round di investimento per una cifra di 3,1 miliardi di euro, valore pari a quello del biennio precedente all'anno 2020, ma ottenuto a fronte di un numero minore di *deals* (2.063 nel 2018, 1.922 nel 2019 e 1.531 nel 2020). Questo dimostra che l'ammontare di capitale erogato nel primo round di investimento sta aumentando, canalizzando i fondi verso le neo-imprese con le migliori prospettive di crescita.

⁸⁸ Fonte: Statista, *Total value of venture capital investments in Europe in 2020, by country*, consultabile sul sito <https://www.statista.com/statistics/879080/value-of-investments-by-venture-capital-europe/>.

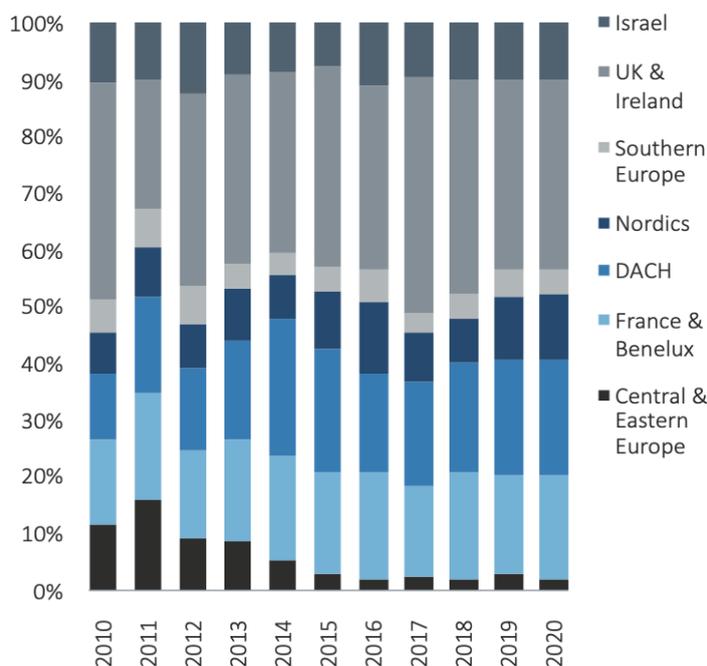
Figura 3.5 – Le operazioni di primo investimento di VC



Fonte: PitchBook, 2020

Nel corso del 2020, tutte le regioni europee⁸⁹ hanno ottenuto un valore degli investimenti maggiore rispetto a quanto registrato nel 2019, fatta eccezione per l'Europa centro-orientale (esclusa la Germania, computata come DACH: Germania, Austria e Svizzera). Le disparità geografiche nelle operazioni di Venture Capital sembrano essere state attenuate dal susseguirsi dei *lockdown* e delle restrizioni tra paesi, rispetto a quanto accaduto negli anni precedenti. Come si può notare dal seguente diagramma, il Regno Unito e l'Irlanda si sono confermate nuovamente le fornitrici del più alto valore di transazioni, con la cifra record di 14,3 miliardi di euro, pari ad un terzo del totale degli investimenti in Europa.

Figura 3.5 – Distribuzione delle operazioni di investimento in Europa

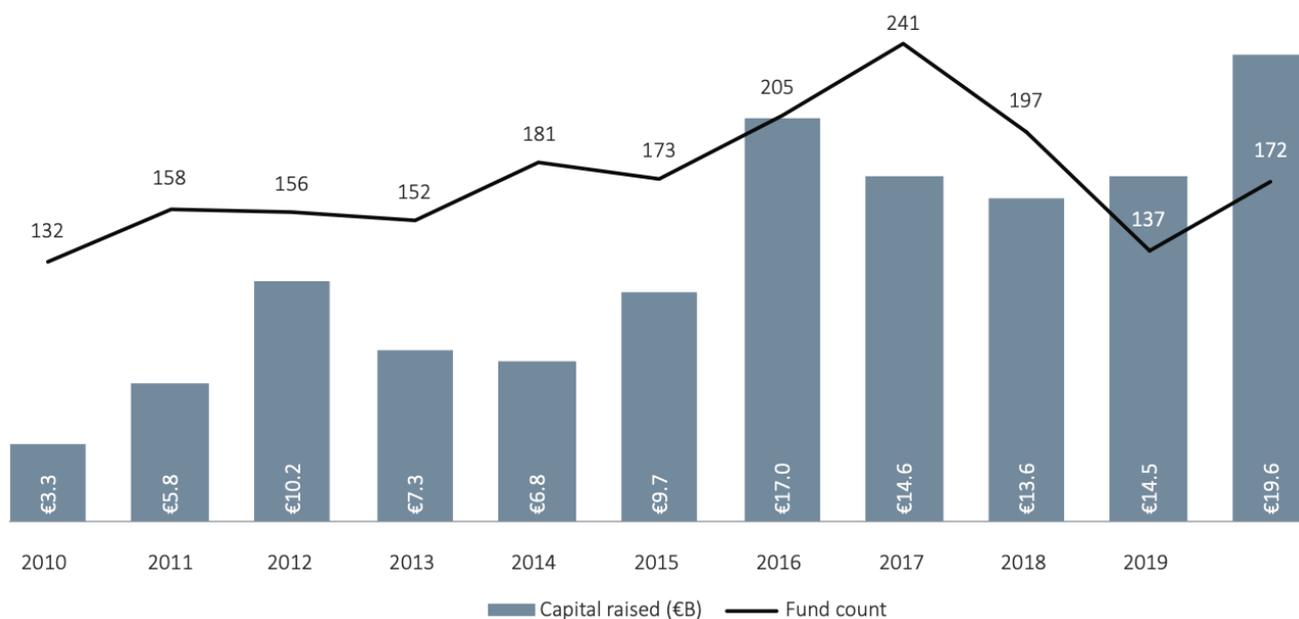


Fonte: PitchBook, 2021

⁸⁹ Le regioni rientranti nel computo sono le seguenti, così suddivise: Europa Centro-Orientale, Francia e Benelux (Belgio, Olanda e Lussemburgo), DACH (Germania, Austria e Svizzera), Europa Settentrionale, Europa Meridionale, Regno Unito e Irlanda, Israele.

L'attività di *fundraising* dei fondi di Venture Capital europei ha fatto registrare un nuovo record: 19,6 miliardi di euro raccolti, pari una crescita del 35.2% rispetto ai 14,5 miliardi dell'anno precedente, a fronte di un aumento del numero di operazioni (dalle 137 del 2019 a 172 nel 2020), in controtendenza rispetto all'andamento decrescente del biennio precedente.

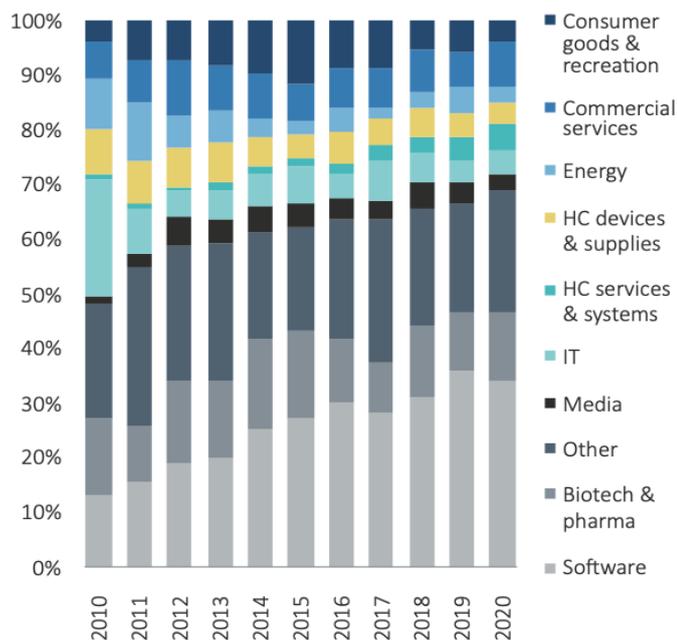
Figura 3.6 – Le operazioni di raccolta dei VC in Europa



Fonte: PitchBook, 2020

I fondi di VC più grandi hanno attirato nuovi capitali sia da investitori già a loro noti, sia da investitori nuovi che hanno deciso di puntare sulle opportunità indotte dalla pandemia. Ad esempio, la partecipazione di investitori statunitensi nelle operazioni di Venture Capital europee è salita del 19.4%, toccando un picco di 23 miliardi di euro investiti nel corso dell'anno. Il nuovo record di raccolta di capitali, benché svolta in modalità da remoto, ha dimostrato come i *limited partner* ed i *general partner* si siano scrollati di dosso le preoccupazioni a lungo termine poste dalla COVID-19, rivolgendosi a quei pochi settori non colpiti dalla recessione. Infatti, mentre altre *asset class* si sono sbriciolate in mezzo a una diffusa volatilità, l'ecosistema di VC in fase di maturazione in Europa ed il Venture Capital come strategia di investimento hanno mostrato una notevole *resilienza*. Con lo sviluppo e l'aggravio della crisi pandemica si è assistito, nel corso del 2020, ad una tendenza opposta tra aziende di diversi settori: mentre molte imprese hanno subito gli effetti catastrofici delle restrizioni e dei blocchi, alcuni settori hanno beneficiato dell'accelerato passaggio ad un'economia digitale, emergendo nel panorama finanziario come ottime opportunità di investimento. In questo senso, hanno trionfato i settori *software* e *biotech & pharma*. Con 14.5 miliardi di euro investiti attraverso 2.123 *deals*, il settore del *software* ha coperto circa il 33% del totale degli investimenti, crescendo nella quantità di capitale allocato (+7.9%) ma diminuendo del 22.3% nel numero dei *deals* rispetto all'anno precedente. Al secondo posto gli investimenti in start-up biotecnologiche e farmaceutiche che, favoriti dall'emergenza sanitaria causata dalla pandemia, hanno visto un aumento del 41.1% rispetto al 2019, raggiungendo quota di 5,4 miliardi di euro, pari circa al 12.5% del totale.

Figura 3.7 – Le operazioni di VC per settore



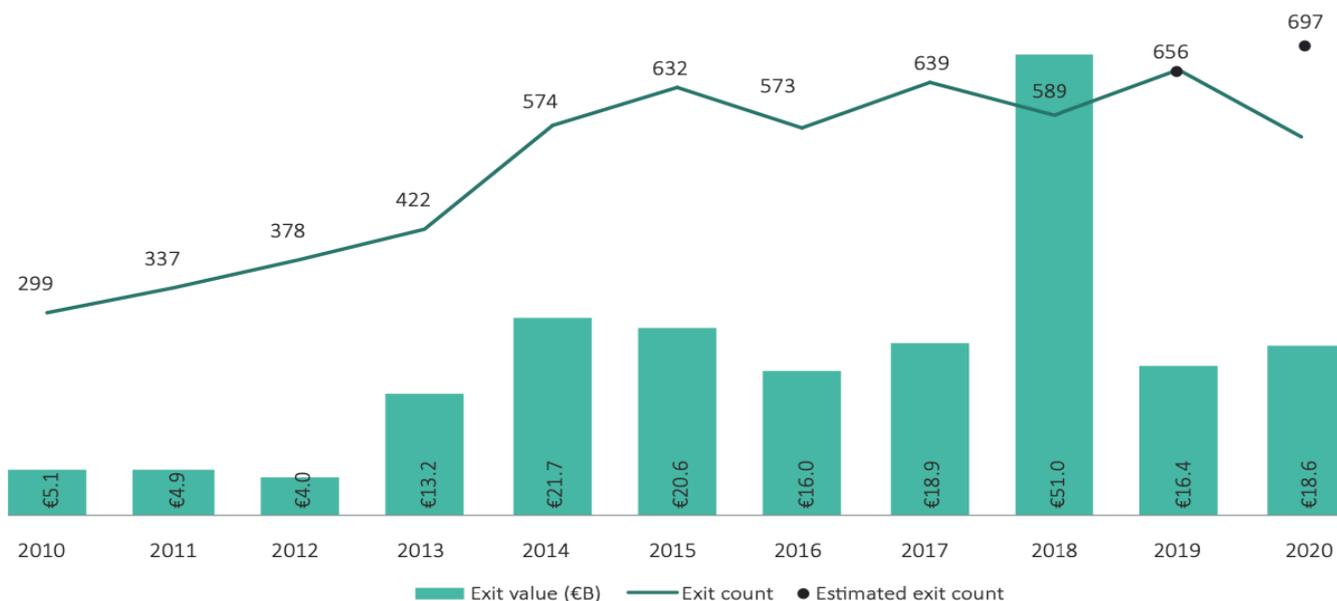
Fonte: PitchBook, 2020

Le imprese operanti *online*, con grandi capacità digitali, hanno conseguito ricavi oltre ogni ragionevole previsione, beneficiando del grande aumento della domanda di servizi IT, mentre ai settori più tradizionali è stata preclusa la possibilità di operare per lunghi mesi e molte realtà, in mancanza di qualsiasi entrata, non sono riuscite ad evitare il fallimento. Gli investimenti di Venture Capital in Europa sono da anni diretti verso l'economia digitale ed i settori più innovativi e perciò la stragrande maggioranza di aziende partecipate ha subito solo marginalmente l'impatto economico della pandemia, avendo avuto l'opportunità di continuare ad operare da remoto anziché chiudere per lunghi periodi. Anzi, la crisi pandemica ha fatto rivolgere l'attenzione di tutto il mondo verso gli ambiti della sanità e dell'*information technology*, determinando una forte spinta alla crescita di operazioni di VC in tali settori.

Infine, nonostante la grande volatilità che ha permeato i mercati nell'anno della pandemia, il valore totale delle *exit* di capitale di rischio in Europa è aumentato del 13.9%, rispetto al 2019, con 18,6 miliardi di euro realizzati attraverso un numero di 697 operazioni. Dopo un primo trimestre che faticava a partire, il mercato europeo delle uscite ha guadagnato slancio e chiuso il quarto trimestre con 7,6 miliardi di euro. Tra le *exit* più degne di nota, si segnalano le IPO di CureVac e ADC Therapeutics, che hanno complessivamente raggiunto un totale di oltre 200 milioni di euro e l'acquisizione di Themis Bioscience, che ha venduto per 1,1 miliardi di euro. Sono salite leggermente le IPO sostenute da Venture Capital, passando da un numero di 46 operazioni nel 2019 a 50 nel 2020, segno che alcune start-up sono state disposte a quotarsi anche nel turbolento anno appena trascorso.

Il settore dei *software* sul mercato non ha riscosso lo stesso successo di cui ha goduto nei confronti degli investitori istituzionali: le *exit* registrate sono valse "solo" 1,5 milioni di euro, il valore più basso dal 2014. Evidentemente, le start-up operanti in tale mercato hanno preferito crescere col supporto dei fondi di VC e degli altri investitori di Private Equity, piuttosto che rischiare esponendosi alla volatilità del mercato di Borsa.

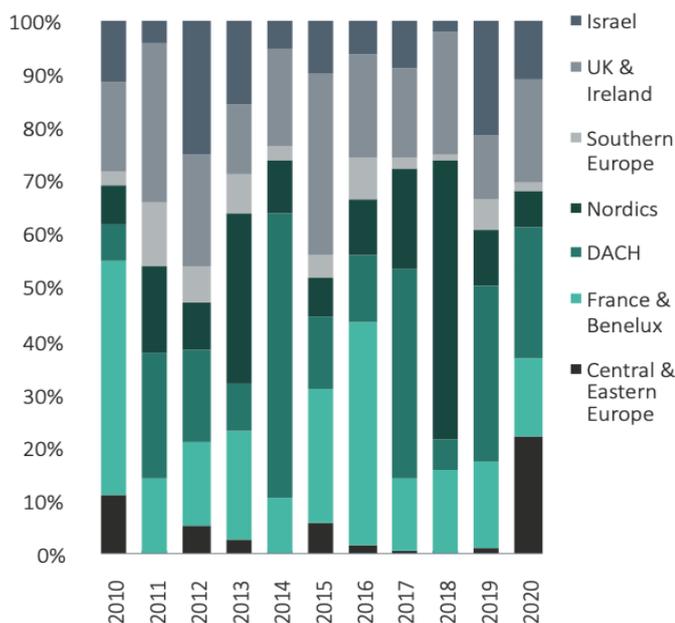
Figura 3.8 – Le operazioni di disinvestimento dei VC in Europa



Fonte: PitchBook, 2020

Per quanto riguarda la distribuzione geografica delle operazioni di disinvestimento, la regione DACH ha generato la maggior liquidità, come già avvenuto nel 2019, chiudendo il 2020 con 4,6 miliardi di euro raccolti tramite *exit*, corrispondenti al 24.7% del totale del continente. Questo non sorprende se si considera che è la regione a più alta presenza di società biotecnologiche e farmaceutiche. Anche le regioni dell’Europa centrale ed orientale hanno prodotto valori d’uscita consistenti, raggiungendo un record di 4,1 miliardi di euro, in gran parte dovuti all’IPO della società *e-commerce* OZON la cui valutazione *pre-money* era pari a ben 3,7 miliardi. Le uscite di questa misura fuori dal comune, tipiche del mercato americano, sono diventate più frequenti negli ultimi anni anche in Europa, determinando grandi differenze tra le regioni ogni anno, come si può notare dal seguente diagramma.

Figura 3.9 – Le operazioni di disinvestimento in Europa per Regioni

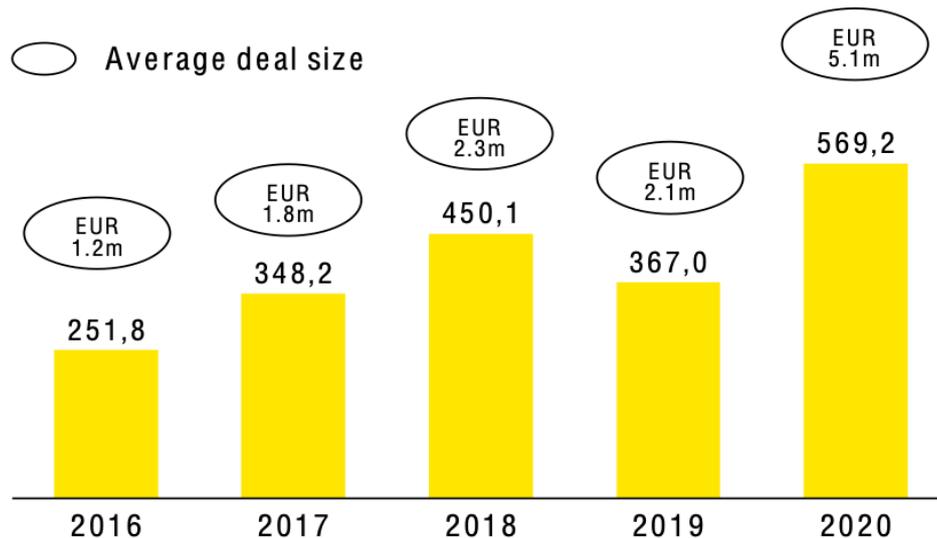


Fonte: PitchBook, 2020

2.3 Il Venture Capital in Italia

Gli investimenti di Venture Capital hanno visto un *trend* crescente in Italia nel corso degli ultimi anni, così come è stato per l'andamento europeo. In particolare, nel nostro paese gli investimenti di VC sono più che raddoppiati tra il 2016 ed il 2020. Nel corso dell'ultimo anno, i capitali investiti in imprese innovative in fase di start-up o scale-up da operatori professionali hanno toccato un livello elevato, superando i 569 milioni di euro. Nonostante la situazione di crisi determinata dalla diffusione della pandemia, gli ottimi risultati registrati dai fondi di VC hanno allontanato il Belpaese dai gradini più bassi della classifica dei Paesi europei per investimenti in innovazione.

Figura 3.10 – Investimenti di VC in Italia



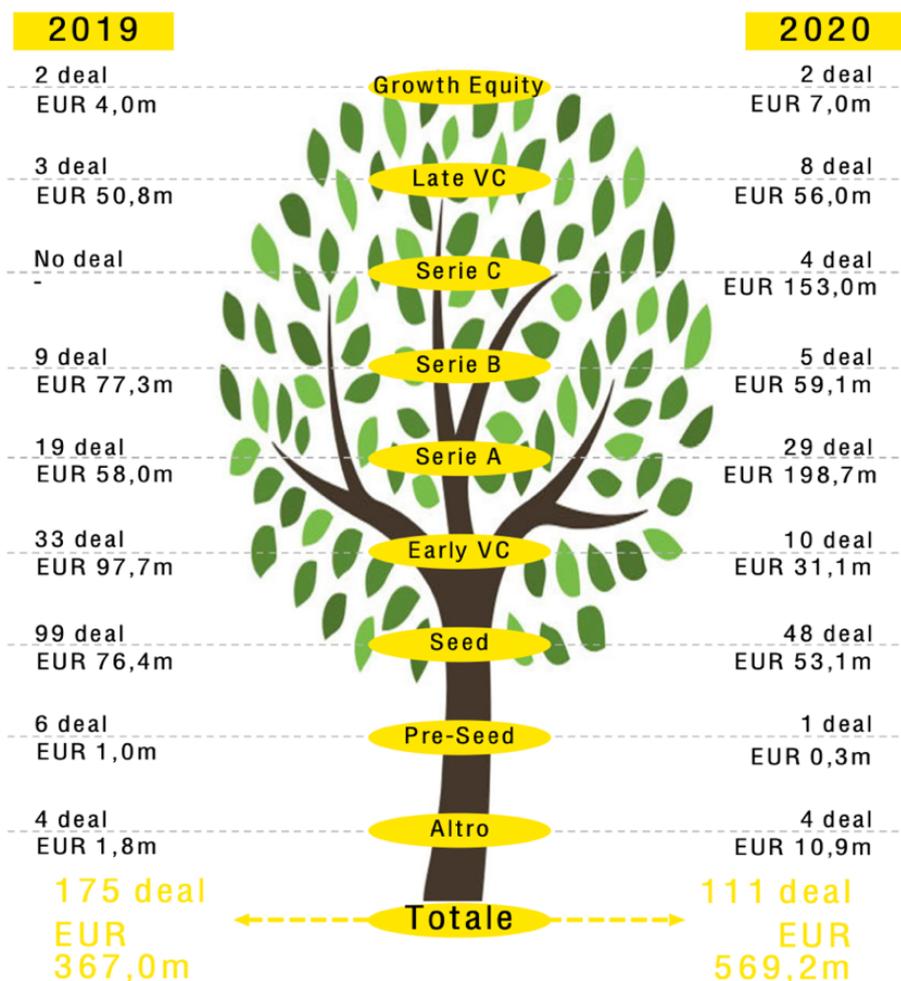
Fonte: Ernst&Young, 2020

Pur a fronte di una riduzione del 37% del numero di *deal* (111 contro i 175 del 2019), la raccolta complessiva di capitali da parte delle start-up e scale-up italiane è cresciuta del 55% rispetto all'anno precedente, quando questa si era attestata a 367 milioni di euro. Questi dati fanno emergere un ulteriore elemento positivo, ossia l'aumento del valore medio d'investimento (passato dai 2,1 milioni del 2019 ai 5,1 del 2020), che consente all'Italia di colmare un po' della distanza rispetto alle altre economie europee. Inoltre, rispetto all'anno precedente, il numero delle operazioni con una raccolta di capitale maggiore di 10 milioni di euro è raddoppiato: nel 2019 erano state registrate 7 operazioni di questa entità, tra cui solo 4 di un ammontare superiore ai 20 milioni; nel 2020 invece sono state 14 le operazioni da più di 10 milioni, con 6 *deal* che hanno superato la soglia dei 20 milioni. Tuttavia, l'aumento generale dell'attività di VC nel nostro Paese è stato trainato dai grandi *deal* delle operazioni di sviluppo ed espansione, mentre il finanziamento dell'avvio ha subito un calo, sia a livello di operazioni messe in atto che di capitali raccolti.

Gli investimenti in fase di *pre-seed*, *seed* ed *early stage* sono diminuiti nettamente di numero e di ammontare. I dati relativi ai round di serie A, B e C hanno invece visto una crescita significativa: le start-up e scale-up italiane hanno raccolto complessivamente circa 411 milioni di euro in 38 operazioni, contro i 135 milioni delle 28 operazioni dell'anno precedente, a testimonianza di una maturazione dell'ecosistema italiano. Per quanto riguarda gli investimenti di *late stage*, il numero delle operazioni è quasi triplicato, ma il valore dei capitali

raccolti è cresciuto di soli 6 milioni rispetto ai 50 raccolti nel 2019. Invece, per quanto riguarda gli investimenti di *growth equity*, il numero di *deal* non è cresciuto (sono state effettuate solo due operazioni come nel 2019) ma il loro ammontare è stato maggiore rispetto all'anno precedente (da 4 a 7 milioni di euro investiti).

Figura 3.11 – Confronto 2019-2020 per tipologie di investimenti in Italia

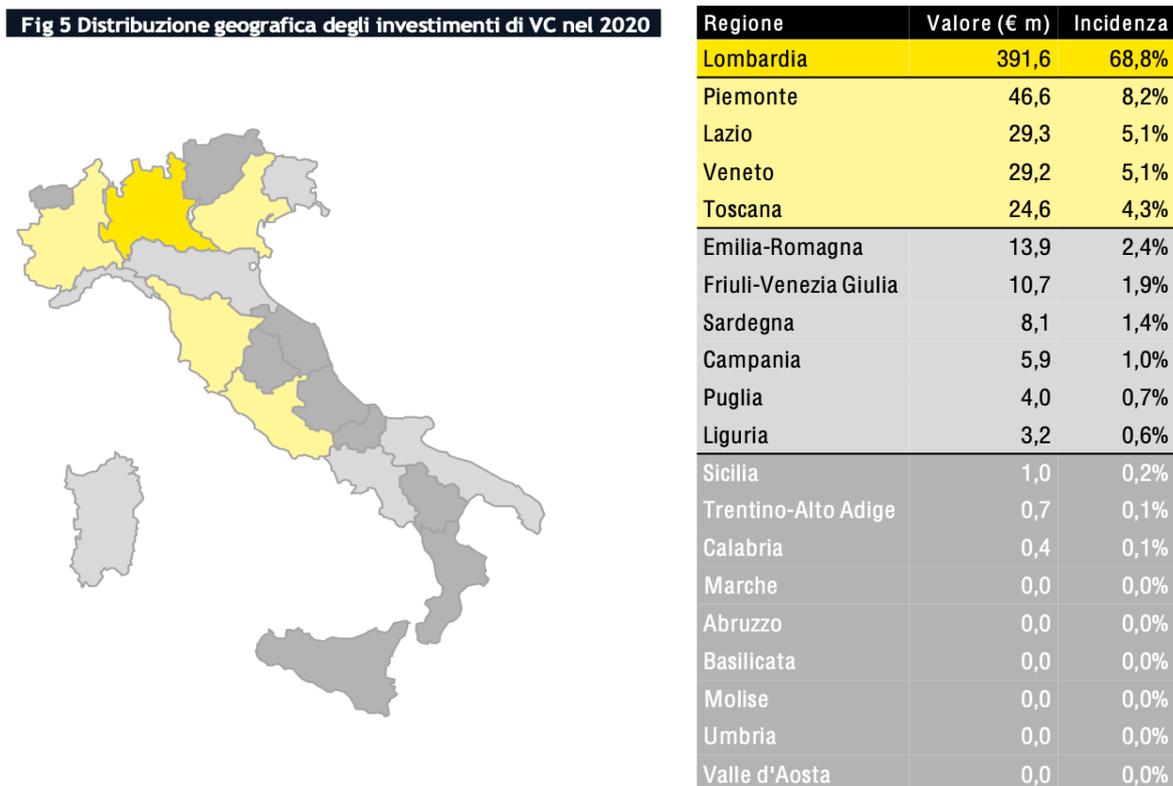


Fonte: Ernst&Young, 2020

A fronte di tali dati, è possibile affermare che, nonostante la crisi pandemica del Covid-19, il 2020 ha segnato un anno positivo per la crescita degli investimenti rivolti alle imprese innovative con maggiore potenziale e margine di crescita. Nonostante il numero delle operazioni in calo, la loro concentrazione è aumentata, segnando un modo di investire che ha premiato le realtà con le prospettive più fruttuose.

Gli investimenti effettuati sono stati distribuiti in maniera estremamente disomogenea sul territorio nazionale. La Lombardia si è confermata la regione in cui si concentra il maggior numero di operazioni (55 su 111 nel 2020, 81 su 175 nel 2019), con una raccolta di oltre 390 milioni di euro, quasi il 69% del totale nazionale. Seguono il Piemonte (10 operazioni per un valore complessivo di quasi 47 milioni di euro, l'8% del totale), il Lazio ed il Veneto, con una raccolta di 29 milioni ciascuno, pari al 5% del totale (11 *deal* per il Lazio, 4 per il Veneto), e la Toscana, che con 6 operazioni ha raccolto quasi 25 milioni (4% del totale). Nonostante le molte iniziative pubbliche per la creazione fondi di investimenti in start-up e scale-up innovative nel Sud Italia, l'attività di Venture Capital rimane estremamente limitata nel meridione e ben lontana dai livelli raggiunti dalle regioni del Centro-Nord.

Figura 3.12 – Distribuzione geografica degli investimenti di VC in Italia



Fonte: Ernst&Young, 2020

Per quanto riguarda i settori verso cui gli investimenti sono stati diretti, in Italia come nel resto di Europa e del mondo, gli investitori hanno puntato sulle attività che meglio hanno potuto reagire e crescere a seguito della pandemia. I settori che hanno resistito meglio alla pandemia attraendo capitali nazionali ed internazionali in Italia sono stati FinTech, l’Healthcare, l’Enterprise Software & Digital Services e l’EdTEch.

Il podio, per valore degli investimenti, è stato conquistato dal settore FinTech con ben 173,4 milioni di euro raccolti da 15 start-up e scale-up italiane. Il round più consistente è valso 93 milioni di euro, aggiudicati da Satsipay, *app* italiana che conta più di un milione di utenti e 130 miliardi di esercenti, ed ha visto la partecipazione di grandi investitori internazionali come Spare, Tencent, LGT Lightstone ed TIM Ventures. Anche la start-up AideXa, una neo-bank specializzata per le PMI, ha raccolto una cifra molto consistente, pari a 45 milioni da parte di un sindacato di investitori, tra cui Banca Sella, Generali, Banca Ifis e 360 Capital. Banca Generali ha effettuato un investimento da 14 milioni a favore di Conio, start-up con sede in Italia e negli Stati Uniti, che offre un *wallet* bitcoin ed una piattaforma di *open banking* che connette la finanza tradizionale con il mondo delle cryptovalute.

Al secondo posto il settore Helthcare, che è stato ovviamente interessato da grandi investimenti nell’anno della pandemia sia con riguardo ai processi di trasformazione digitale, come la digitalizzazione delle ricette, le terapie fruibili in maniera telematica e l’automazione dei processi ospedalieri, sia per quanto riguarda il cosiddetto panorama Life Science, che attualmente è al centro della rivoluzione vaccini e della lotta al virus. L’intero settore ha registrato il maggior numero di investimenti con 16 *deals*, per un valore totale di investimenti di ben 101,8 milioni, quasi il 20% del totale. Tra questi, i *deal* più importanti hanno visto Enthera Pharma, operante nella cura delle malattie autoimmuni, concludere un round da 28 milioni con capitali sottoscritti da

Sofinnova Partners e AbbVie; innovHeart si è aggiudicata un round di serie B da 20 milioni sottoscritto da Panakes Partners, CDP, Indaco e Genextra.

Segue il settore dei *software* e dei servizi digitali, che ha visto investimenti rilevanti come i 14 milioni raccolti da SIGHHUP, una delle poche start-up italiane ad offrire servizi di *cloud infrastructure*, i 10 milioni a Core-View ed i 6 a Commerce Layer, entrambe operanti nei servizi digitali. Anche i segmenti di intelligenze artificiali e *cybersecurity* sono stati interessati da molti finanziamenti, ed il settore ha raccolto in tutto quasi 60 milioni di euro.

Infine, il settore EdTech ha registrato una significativa crescita in Italia, sebbene di minore entità rispetto al resto di Europa e del mondo; la pandemia, infatti, ha determinato un'esplosione degli investimenti in piattaforme di apprendimento online, Tutoring e LMS (Learning Management System). In Europa, gli investimenti in Education Technology hanno toccato quota di 800 milioni di dollari, corrispondenti ad una crescita dell'80% rispetto al 2019; a livello globale, gli investimenti hanno superato i 16 miliardi di dollari, con oltre 1500 *deal* effettuati da fondi di Venture Capital. L'ammontare di fondi raccolti dal settore in Italia è stato pari a 12,7 milioni di euro, quasi completamente riconducibili a due importanti operazioni: un round da 6,4 milioni a WeSchool ed un round da 6 milioni a Codemotion. Entrambe le operazioni hanno visto la partecipazione del Venture Capital milanese P101 Ventures, che ha investito in qualità di *lead investor* a fianco ad altri importanti investitori come Italia500, TIM Venture e CDP nel primo caso, e Primomiglio ed Invitalia nel secondo.

2.4 Gli interventi europei e nazionali di sostegno al Venture Capital

Molti interventi pubblici nazionali e comunitari si sono susseguiti negli ultimi anni per sostenere lo sviluppo economico delle start-up e delle piccole e medie imprese innovative tramite Venture Capital. Già nel 2010, la Commissione Europea si era impegnata a introdurre misure volte a sviluppare soluzioni di finanziamento innovative *“dotando l'Europa di un mercato del Venture Capital veramente efficiente, in modo da facilitare considerevolmente l'accesso diretto delle imprese ai mercati dei capitali e cercando incentivi per i fondi del settore privato tali da rendere disponibili finanziamenti per le imprese start-up e per le PMI⁹⁰ innovative”⁹¹*. Il Regolamento Europeo n. 345/2013, al considerando (1), ha dato attuazione all'impegno espresso dalla Commissione, riconoscendo ai fondi di Venture Capital un ruolo strategico nello sviluppo della crescita economica. Essi, afferma il Regolamento, contribuiscono alla creazione di posti di lavoro e alla mobilitazione di capitali, favoriscono la creazione e lo sviluppo di imprese innovative, incrementando i loro investimenti in ricerca e

⁹⁰ Secondo la Raccomandazione n. 2003/361/Ce della Commissione Europea del 6 maggio 2003, per PMI si intendono tre categorie di imprese: la micro, la piccola e la media impresa. La Micro impresa è costituita da imprese che: hanno meno di 10 occupati; hanno un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 2 milioni di euro. La Piccola impresa è costituita da imprese che: hanno meno di 50 occupati; hanno un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 10 milioni di euro. La Media impresa è costituita da imprese che: hanno meno di 250 occupati; hanno un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro, oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro.

⁹¹ Comunicazione della Commissione europea COM, *“Europa 2020 Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva”*, paragrafo 3.2, 2010.

sviluppo, sostenendo l'imprenditorialità, l'innovazione e la competitività. Tale Regolamento ha fornito una serie di norme atte a uniformare la disciplina dei fondi europei del Venture Capital. Tali norme, da un lato, garantiscono ai gestori di poter usufruire di un cosiddetto "passaporto comunitario" per la commercializzazione e la gestione dei già menzionati fondi e, dall'altro, introducono misure di salvaguardia e trasparenza per gli investitori.

In Italia, l'articolo 5, del D.L. n. 98/2011 (cosiddetta "Manovra Correttiva 2011") ha rappresentato la prima risposta dell'esecutivo italiano a quanto auspicato dalla Commissione europea, introducendo un'agevolazione di carattere fiscale per favorire la raccolta di capitale di rischio da parte di "nuove" imprese. Dopo la sua introduzione, la norma è stata modificata nel gennaio 2012⁹² e, dopo aver superato l'esame di compatibilità con il diritto dell'UE, è stata attuata da un apposito decreto ministeriale che ha specificato le modalità di fruizione dell'agevolazione⁹³. La disposizione in commento prevede, sostanzialmente, il non assoggettamento ad imposta dei proventi derivanti dalla partecipazione in organismi d'investimento di Venture Capital. A partire dal 2010, dunque, diversi sono stati gli interventi volti a creare un ambiente favorevole allo sviluppo del mercato del Venture Capital in Europa ed in Italia e ingenti le risorse investite attraverso agevolazioni di carattere finanziario e fiscale.

2.4.1 Le politiche europee di supporto al Venture Capital

L'Unione Europea sostiene i mercati azionari con l'obiettivo di migliorare il contesto finanziario per le PMI europee. In questo ambito, l'UE ha stabilito una serie di misure di finanziamento, i cui programmi si concentrano sul capitale di investimento per le aziende innovative nelle loro fasi di *pre-seed*, *seed*, *start-up* e *scale-up*, con l'obiettivo di alleviare i vincoli di finanziamento. I programmi in corso, aventi la finalità di supportare il mercato dei capitali di rischio sono evidenziati nella seguente tabella:

Figura 3.13 – Strumenti UE di supporto all'equity

TITLE	Technology	Stage scope	Geographical scope	Sector scope
InnovFin Equity	Most risky investments	Early-stage phases	EU MS and H2020 Associated Countries	Thematic allocations
COSME - Equity Facility for Growth	Less risky investments	Late-stage phases	EU MS and COSME Associated Counties	No assigned sector targets
EFSI SME Window - Equity Product	Risky investments	Early- and late-stage phases	EU MS	No sector concentration but occasionally thematic distribution
VentureEU	Risky investments	Early- and late-stage phases	EU MS and H2020 Associated Countries	Innovative sectors, e.g. ICT and life science

Fonte: Commissione Europea, 2021

⁹² Articolo 90 Decreto-legge n. 1/2012, convertito, con modificazioni, dalla Legge 27/2012.

⁹³ Decreto Ministeriale 21 dicembre 2012, pubblicato su Gazzetta Ufficiale, Serie Generale, del 28 febbraio 2013, n. 50.

Più in dettaglio, le caratteristiche principali delle iniziative in corso sono di seguito analizzate.

InnovFin Equity

L'obiettivo principale di questo programma è quello di stimolare gli investimenti privati in progetti di ricerca e innovazione (R&I) riducendo le difficoltà finanziarie e di mercato per le aziende che investono in settori ed ambiti innovativi. I destinatari finali dei finanziamenti sono PMI, *mid-cap*⁹⁴, grandi aziende innovative e/o impegnate nella ricerca e start-up innovative.

Attraverso questa iniziativa il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI) investe in intermediari selezionati che, a loro volta, forniscono finanziamenti alle PMI, comprese le imprese sociali, operanti nei settori coperti dal programma Horizon 2020⁹⁵. L'iniziativa consiste in quattro tipologie di intervento che si rivolgono alle PMI nelle loro diverse fasi di sviluppo, particolarmente all'intero spettro delle fasi iniziali, per raggiungerle e supportarle attraverso diversi fondi (fondi di trasferimento tecnologico, fondi raccolti da business angels e fondi VC). Il target di riferimento è quindi vario e intende raggiungere le aziende dalla fase di *pre-seed* e *seed* fino a *start-up* e *scale-up*.

Gli strumenti attraverso cui il fondo agisce sono:

- InnovFin Technology Transfer: questo strumento riguarda investimenti in fondi di trasferimento tecnologico nelle fasi *pre seed* (inclusa la prova di concetto) e *seed*;
- InnovFin Business Angels: attraverso questo strumento, il FEI fornisce investimenti *equity* in fondi gestiti o messi insieme da Business Angels, allo scopo di finanziare imprese in fase iniziale e imprese sociali con sede o operanti nei Paesi UE;
- InnovFin Venture Capital: cerca di investire principalmente nel primo *closing* dei fondi, ma può investire anche in altre chiusure, soprattutto se il suo intervento è catalizzatore di ulteriori raccolte di fondi;
- InnovFin Fund-of-Funds: attraverso questo strumento, il FEI cerca di investire in fondi di fondi operanti in almeno 4 Stati Partecipanti e che sono focalizzati sul capitale di rischio nella fase iniziale o hanno una strategia bilanciata con un'allocazione target significativa sulla fase iniziale;
- Recovery Equity Facility for Innovative Technology companies (RE-FIT): per intermediari finanziari che già collaborano con InnovFin, alla ricerca di capacità di investimento aggiuntiva per supportare le imprese che hanno in portfolio colpite dalla crisi Covid-19.

COSME-Equity Facility for Growth (EFG)

COSME-EFG mira a sostenere lo sviluppo di un mercato paneuropeo di capitali di rischio autosostenibile mobilitando fondi dal settore privato. Come InnovFin Equity, anche COSME-EFG fornisce fondi

⁹⁴ *Mid-cap*, abbreviazione dell'anglosassone "*middle-size capitalization*", è il termine che, in generale, indica le società quotate in un mercato azionario caratterizzate da media capitalizzazione. Secondo la definizione della Banca Europea degli Investimenti (BEI) esse vengono più precisamente definite come imprese con un minimo di 250 e con meno di 3.000 dipendenti.

⁹⁵ Horizon 2020 (H2020) è il Programma Quadro dell'Unione Europea per la ricerca e l'innovazione relativo al periodo 2014-2020. I Programmi Quadro, di durata settennale, sono il principale strumento con cui l'Unione Europea finanzia la ricerca in Europa.

indirettamente attraverso intermediari selezionati, in particolare attraverso fondi di VC e di Private Equity che operano in più Paesi, a favore di PMI (non mid-cap). Il focus di questi investimenti è tipicamente nelle fasi successive dello sviluppo del business (fase di espansione e crescita). In quanto tale, attraverso COSME-EFG il FEI si rivolge in genere a investimenti un po' meno rischiosi. Per questo strumento sono disponibili da bilancio UE circa 400 milioni di euro, il che dovrebbe tradursi in un investimento totale nei beneficiari che oscilla tra i 2,6 ed i 4,0 miliardi di euro, considerando l'intervento dei fondi privati.

SME Window of the European Fund for Strategic Investments (SMEW EFSI)

Il SME EFSI, pilastro centrale del cosiddetto piano Juncker⁹⁶, è attuato dal FEI e mira a facilitare l'accesso ai prestiti e ai finanziamenti di capitale per le PMI. Concentrandosi sul mercato azionario, l'obiettivo del programma è quello di raccogliere capitali del settore privato per migliorare l'accesso ai finanziamenti per le PMI, comprese le imprese sociali, oggetto delle priorità politiche dell'UE. SMEW EFSI dispone di un *budget* di 1.270 milioni di EUR per contribuire in media a un moltiplicatore totale di x15 per il portafoglio complessivo del FEIS, quale relazione tra il contributo del FEIS e l'investimento totale. Gli strumenti di capitale del FEIS sono distribuiti tramite un veicolo intermediario all'interno di due finestre: fase iniziale e fase espansione e crescita.

VentureEU

VentureEU è un fondo di fondi di Venture Capital volto a stimolare gli investimenti nelle start-up e *scale-up* innovative in tutta Europa e finalizzato a: attirare i principali investitori privati nel mercato europeo di VC, in considerazione del fatto che i finanziamenti governativi rappresentano una quota molto maggiore del totale degli investimenti VC in Europa rispetto agli Stati Uniti; aumentare le dimensioni dei fondi di venture capital nell'UE, in relazione al fatto che il fondo di Venture Capital medio negli Stati Uniti è circa tre volte più grande rispetto a quello europeo; superare la frammentazione tra i paesi europei: la maggior parte dei fondi di capitale di rischio opera solo in uno o pochi Stati membri e gli investimenti di capitale di rischio europei sono in gran parte concentrati solo in pochi Stati.

EIC Accelerator

Il 18 marzo 2021, la Commissione Europea ha lanciato il Consiglio Europeo per l'Innovazione (EIC) con un budget di oltre 10 miliardi di euro (a prezzi correnti) per il 2021-2027 per sviluppare ed espandere

⁹⁶ Il Piano di Investimenti per l'Europa o "Piano Juncker" è un programma di investimenti voluto dall'allora Presidente della Commissione Europea Jean-Claude Juncker per rilanciare la crescita economica e gli investimenti senza ricorrere a nuovo debito pubblico. Si tratta di un piano da 315 miliardi di euro generati da un capitale iniziale di 21 miliardi messo a garanzia di finanziamenti. L'effetto moltiplicatore delle garanzie dovrebbe consentire di raggiungere l'ammontare di prestiti dichiarato. Il piano ha previsto la creazione di un nuovo Fondo Europeo per gli Investimenti Strategici - FEIS e il coinvolgimento della Banca Europea degli Investimenti - BEI, istituzione che da circa 50 anni viene utilizzata dall'Unione per il finanziamento di progetti a lungo termine.

nell'ecosistema europeo innovazioni rivoluzionarie. Basandosi sui programmi pilota nell'ambito del programma Horizon 2020, il nuovo EIC non è solo una novità di Horizon Europe⁹⁷, ma ha anche l'ambizione di realizzare un obiettivo unico al mondo: unire la ricerca sulle tecnologie emergenti con un programma di accelerazione e un fondo azionario dedicato, l'European Innovation Council Fund, per far crescere le *start-up* innovative e le piccole e medie imprese. Circa 3 miliardi di euro del budget dell'EIC andranno al Fondo EIC.

In particolare, l'EIC si propone di:

- individuare, sviluppare e promuovere innovazioni ad alto rischio, in particolare innovazioni dirompenti e altamente tecnologiche ("*deep-tech*") con un grande potenziale di creazione di nuovi mercati e in grado di contribuire ad affrontare le sfide globali;
- supportare i rapidi processi di crescita di imprese innovative, soprattutto PMI e start-up, e accompagnarle durante il loro percorso di sviluppo, dall'idea iniziale fino all'approdo sul mercato, anche facendo leva sul coinvolgimento del capitale privato e sugli investimenti.

L'EIC sostiene tutte le fasi dell'innovazione, dalla ricerca e sviluppo alla base delle tecnologie rivoluzionarie, alla validazione e dimostrazione delle tecnologie dirompenti in grado di soddisfare le reali esigenze, allo sviluppo e *scaling-up* delle start-up e delle piccole e medie imprese (PMI).

Il sostegno finanziario è fornito attraverso tre strumenti principali:

- Pathfinder, con sovvenzioni a sostegno della ricerca avanzata nei primi stadi di sviluppo di tecnologie *breakthrough/game-changing*;
- Transition, con sovvenzioni per trasformare i risultati della ricerca in opportunità di innovazione;
- Accelerator, con finanziamenti misti (*grant + equity*) a supporto di singole imprese che intendano sviluppare e far crescere innovazioni rivoluzionarie ad alto rischio e ad alto impatto.

Tutti i progetti e le imprese finanziate dall'EIC hanno anche accesso ad una serie di servizi - EIC Business Acceleration Services - che garantiscono l'accesso a competenze, il contatto con altre imprese, con investitori e attori rilevanti dell'ecosistema dell'innovazione.

La maggior parte dei finanziamenti sarà assegnata attraverso inviti aperti senza priorità tematiche predefinite ("*Open Funding*"). L'*Open Funding* è progettato per consentire il sostegno a qualsiasi tecnologia e innovazione in diversi campi scientifici, tecnologici, settoriali e applicativi. In aggiunta, l'EIC adotterà anche un approccio basato su sfide ("*Challenge-driven*"), indirizzando i finanziamenti a temi specifici in linea con le priorità dell'UE per la transizione verso una società verde, digitale e salubre. L'EIC fornisce anche ulteriori opportunità attraverso l'assegnazione di premi.

Le iniziative del Consiglio Europeo per l'Innovazione sono rivolte a persone fisiche, organizzazioni di ricerca, imprese (PMI, start-up e, in alcuni casi specifici, *mid-caps*) in forma singola o associata. Il co-finanziamento

⁹⁷ Horizon Europe è il Programma Quadro dell'Unione europea per la ricerca e l'innovazione per il periodo 2021-2027. È il successore di Horizon 2020. Il programma ha una durata di sette anni – corrispondente al bilancio di lungo termine dell'UE – e una dotazione finanziaria complessiva di 95,5 miliardi (a prezzi correnti), cifra che include i 5,4 miliardi destinati al piano per la ripresa Next Generation EU. È il più vasto programma di ricerca e innovazione transnazionale al mondo.

dell'Unione europea consiste nel rimborso dal 70 fino al 100% (in base allo strumento specifico) dei costi totali diretti, eleggibili e approvati ed in un co-finanziamento dei costi indiretti sulla base di un *flat-rate* del 25% del totale dei costi diretti eleggibili. Nel caso dell'EIC Accelerator si prevede, oltre al *grant*, anche una componente di investimento sotto forma di *direct equity* o *quasi-equity* (prestiti convertibili).

2.4.2 Le politiche nazionali di supporto al Venture Capital

L'Italia, per raggiungere gli obiettivi della crescita sostenibile, dello sviluppo tecnologico e dell'aggregazione di un ecosistema animato da una nuova cultura imprenditoriale votata all'innovazione, dal 2012 ha dato vita a una normativa specifica volta a favorire la nascita e la crescita dimensionale di nuove imprese innovative ad alto valore tecnologico (start-up innovative)⁹⁸. In via del tutto inedita, in favore di questa tipologia di imprese è stato predisposto – senza operare distinzioni settoriali o di età dell'imprenditore – un vasto corpus normativo (artt. 25-32) che prevede nuovi strumenti e misure di vantaggio che incidono sull'intero ciclo di vita dell'azienda, dall'avvio alle fasi di crescita, sviluppo e maturazione. Pietra miliare di questa iniziativa è il Decreto-legge 179/2012, noto anche come “Decreto Crescita 2.0”, convertito dalla Legge 221/2012⁹⁹. Negli anni la *policy* nazionale sulle start-up innovative è stata interessata da diversi passaggi di potenziamento (Decreto-legge 28 giugno 2013, n. 76, noto come “Decreto Lavoro”, convertito con Legge del 9 agosto 2013, n. 99; Decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3, noto come “Investment Compact”, convertito con Legge del 24 marzo 2015 n. 33), che hanno affinato e ampliato l'offerta di strumenti agevolativi previsti dal “Decreto Crescita 2.0”.

La normativa si riferisce esplicitamente alle start-up innovative e alle PMI innovative per evidenziare che il *target* non include qualsiasi impresa ma soltanto quelle che operano nel campo dell'innovazione tecnologica. Non è limitata dunque a un solo settore ma è aperta a tutto il mondo produttivo, dalle tecnologie delle telecomunicazioni e dell'informazione alla manifattura, dai servizi all'artigianato.

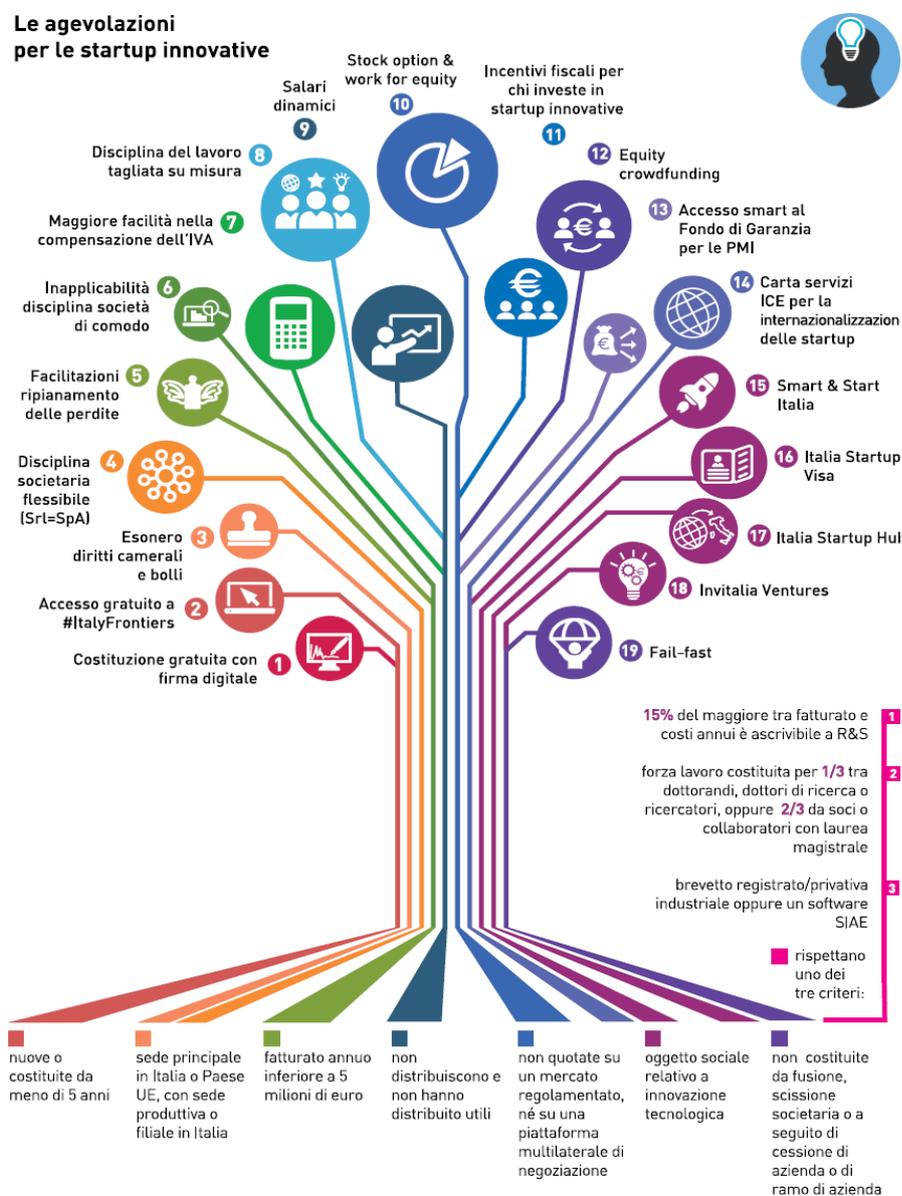
Ai fini del presente lavoro, una delle norme sicuramente più interessanti introdotte dal legislatore a favore dell'ecosistema Venture Capital italiano è senz'altro quella relativa alle agevolazioni fiscali per chi investe in

⁹⁸ Le start-up innovative sono società di capitale, costituite anche in forma cooperativa, in possesso dei seguenti requisiti: costituite da meno di 5 anni; sede principale in Italia o in altro Paese dello Spazio Economico Europeo, purché con sede produttiva o filiale in Italia; fatturato annuo inferiore a 5 milioni di euro; non distribuiscono e non hanno distribuito utili; non quotate; hanno oggetto sociale esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico; non costituite da fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda. L'art. 4 del D.L. 3/2015 ha introdotto, sulla scia della normativa riferita alle start-up innovative, le PMI innovative, società di capitali, costituite anche in forma cooperativa, che rispettino i seguenti requisiti oggettivi: residenza in Italia, o in altro Paese dello Spazio Economico Europeo ma con sede produttiva o filiale in Italia; ha effettuato la certificazione dell'ultimo bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato; non è quotata in un mercato regolamentato; non è contestualmente iscritta alla sezione speciale delle start-up innovative.

⁹⁹ Decreto-legge convertito con modificazioni dalla L. 17 dicembre 2012, n. 221 (in S.O. n. 208, relativo alla G.U. 18/12/2012, n. 294). Tale decreto è stato elaborato accogliendo i suggerimenti formulati nel Rapporto Restart, Italia! (elaborato da una task force di 12 esperti istituita nell'aprile del 2012 dal Ministro dello Sviluppo Economico) ed emersi dalla consultazione con i principali Attori dell'ecosistema imprenditoriale nazionale.

start-up e PMI innovative. Grazie a tale previsione legislativa, è prevista una detrazione dal reddito delle persone fisiche (IRPEF) o delle persone giuridiche (IRES) per importi pari al 30%¹⁰⁰ degli investimenti effettuati in start-up o PMI innovative ammissibili. L'agevolazione spetta anche nel caso l'investimento avvenga indirettamente, per il tramite di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) o altre società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative o PMI innovative ammissibili (es. Holding di partecipazione e club deal di capitali). Le agevolazioni per investimenti in start-up e PMI innovative si applicano ai conferimenti in denaro iscritti alla voce del capitale sociale e della riserva da sovrapprezzo delle azioni o quote delle start-up innovative, delle PMI innovative ammissibili o delle società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative o PMI innovative ammissibili, anche in seguito alla conversione di obbligazioni convertibili in azioni o quote di nuova emissione, nonché agli investimenti in quote degli organismi di investimento collettivo del risparmio.

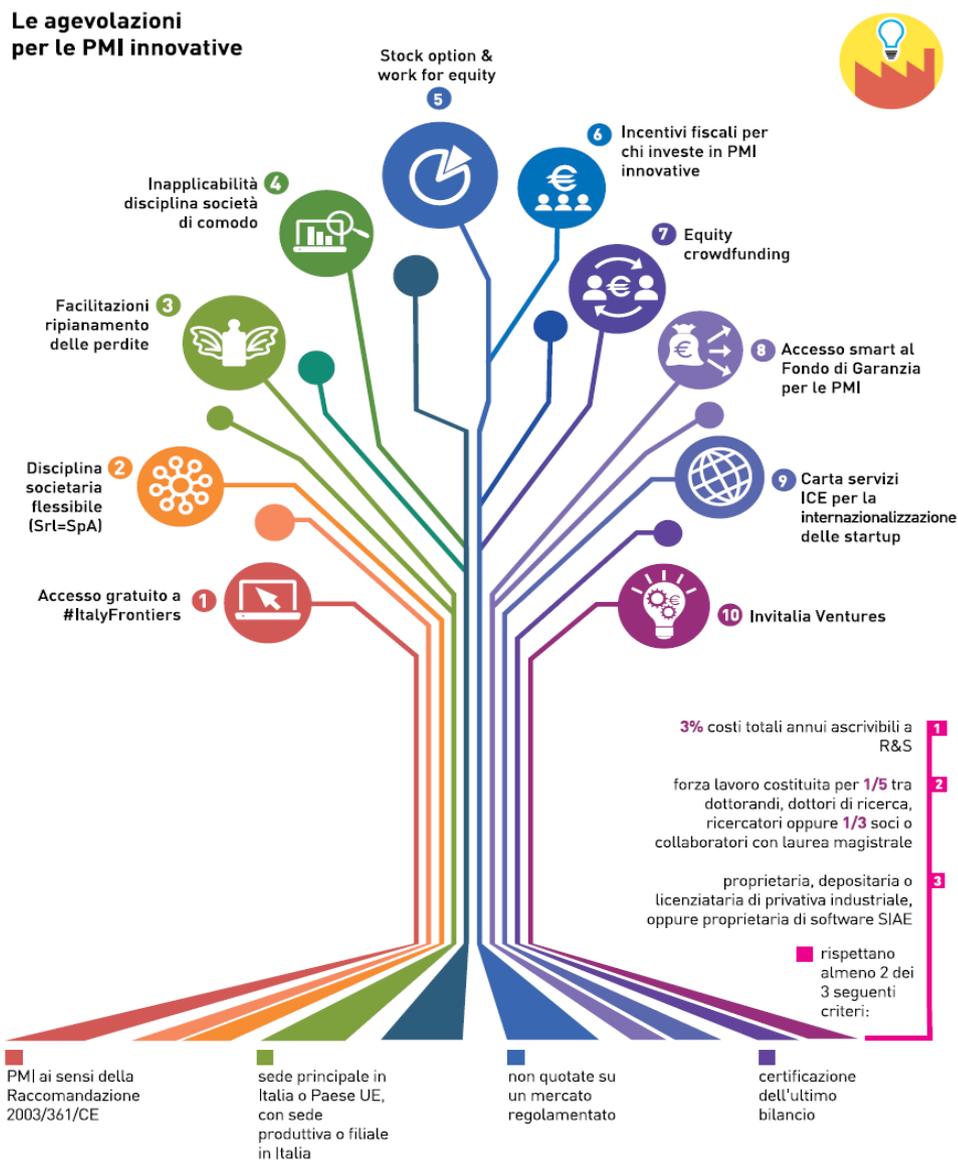
Figura 3.14 – Le agevolazioni per le start-up innovative



Fonte: Ministero dello Sviluppo Economico e Invitalia, 2016

¹⁰⁰ La norma ha subito diverse variazioni sulla percentuale di detrazione ed attualmente può arrivare al 50% del capitale investito da parte di persone fisiche in start-up e PMI innovative (Decreto Rilancio-D.L. 34/2020, art. 38, commi 7 e 8).

Figura 3.15 – Le agevolazioni per le PMI innovative



Fonte: Ministero dello Sviluppo Economico e Invitalia, 2016

Il Fondo Nazionale Innovazione

Dal punto di vista finanziario, l'intervento di maggiore rilevanza è il Fondo Nazionale Innovazione (FNI). Previsto dalla Legge di Bilancio 2019, il Fondo - che opererà come fondo dei fondi e attraverso investimenti diretti in start-up e PMI innovative - può contare su una dotazione di circa 1 miliardo di euro e verrà gestito dalla Cassa Depositi e Prestiti attraverso una cabina di regia che ha l'obiettivo di riunire e moltiplicare risorse pubbliche e private dedicate al tema strategico dell'innovazione.

Il FNI è un soggetto multifondo che opera esclusivamente attraverso metodologie di Venture Capital; si tratta dello strumento finanziario elettivo per investimenti diretti o indiretti allo scopo di acquisire minoranze qualificate del capitale di start-up, scale-up e PMI innovative. Gli investimenti sono effettuati dai singoli fondi del FNI in modo selettivo, in funzione della capacità di generare impatto e valore sia per l'investimento sia per l'economia nazionale. La selettività, flessibilità e rapidità degli investimenti sono gli elementi che consentono al VC la natura di strumento chiave di mercato per lo sviluppo dell'innovazione.

Il FNI sostiene gli investimenti nei settori strategici per la crescita e competitività del Paese: Deep Tech, Intelligenza Artificiale (AI), Blockchain, New Materials, Space, Healthcare, EcoIndustries, AgriTech/Foodtech, Mobility, Fintech, Design/Made in Italy, Social Impact.

Tra le proprie missioni c'è dunque quella di fungere da presidio per le tecnologie ed i mercati emergenti più innovativi, un tentativo da garantire alle startup e alle PMI innovative il supporto strategico necessario in una logica di sistema. Il Fondo intende quindi promuovere i cosiddetti Technology Transfer e il raccordo tra ricerca ed impresa, come tra università e mercato.

In altre parole, il FNI intende creare un ecosistema favorevole e florido per le start-up e l'innovazione. Particolare attenzione verrà quindi dedicata ad una serie di ritardi culturali e strutturali dell'attuale ecosistema italiano:

- ampliare il mercato degli operatori di Venture Capital, oggi limitato a 9/10 soggetti contro le decine o centinaia di altri paesi, come Francia, Germania e Regno Unito;
- creare spazio ed opportunità di crescita per un contestuale ricambio generazionale, individuando nuovi cosiddetti "first time mm" in grado di costituire nuovi Fondi in linea con le innovazioni emergenti;
- riequilibrare in modo radicale il gender gap, favorendo una maggiore e qualificata presenza femminile;
- accelerare la nascita e lo sviluppo in Italia del Corporate Venture Capital, offrendo ai principali gruppi italiani una piattaforma di VC di assoluto standing e professionalità;
- offrire ai territori e alle finanziarie regionali l'opportunità di contribuire ad una grande sfida nazionale.

Il Fondo Nazionale Innovazione ha l'ambizione di essere inoltre un'interfaccia privilegiata verso gli investitori istituzionali europei, come BEI e FEI, in un rapporto di collaborazione e pianificazione.

Conclusione

L'analisi svolta nel presente lavoro ha messo in luce il significativo ruolo del Venture Capital nel processo di crescita e consolidamento aziendale in un sistema economico evoluto e complesso. In primo luogo, si è compreso che il ricorso ad operatori finanziari specializzati, che investono i propri capitali con un orizzonte temporale medio-lungo, consente all'azienda di reperire capitale sufficientemente "paziente", utile a sostenere, con equilibrio, la fase di avvio di piani di sviluppo e di nuove strategie. In secondo luogo, il ruolo del Venture Capitalist non si esaurisce nell'apporto del capitale finanziario, ma prosegue con la disponibilità di *know-how* e competenze specializzate poste al servizio dell'impresa così da rendere più agevole il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo. In sostanza, i Venture Capitalist assumono un ruolo attivo nella gestione dell'azienda, contribuendo soprattutto in termini di consulenza finanziaria e di definizione strategica. Inoltre, l'investitore istituzionale contribuisce ad ampliare la rete di relazioni dell'impresa grazie a conoscenze, contatti e collaborazioni ed a migliorare l'immagine aziendale sul mercato. Essi facilitano la raccolta di mezzi da altri finanziatori, consentono di migliorare i rapporti con le banche ed aiutano, grazie al proprio network di relazioni, le imprese anche nei processi di internazionalizzazione e di quotazione in Borsa.

Tutto ciò fa sì che, grazie all'intervento del Venture Capital, alle imprese partecipate siano riconducibili performance economiche migliori rispetto ad altre realtà imprenditoriali in termini di migliori tassi di crescita dei principali parametri aziendali quali fatturato, EBITDA e numero di dipendenti.

È indubbio altresì che l'attività di investimento dei capitali privati abbia agevolato la nascita e lo sviluppo di nuovi modelli di impresa, dall'artigianato industriale agli *startupper* di nuova generazione che sfruttano l'innovazione per creare iniziative imprenditoriali.

Dunque, il Venture Capital svolge una vera e propria funzione di sostegno per lo sviluppo delle società che ne chiedono l'intervento e ciò fa comprendere il motivo del forte incremento delle operazioni di VC negli ultimi anni. Esistono infatti importanti segnali di crescita del Venture Capital nell'ultimo decennio nei principali Paesi Europei ed in Italia, sia dal punto di vista della domanda (numero di progetti interessati alla ricerca di un investitore finanziario) sia da quello dell'offerta (in termini di numero di operatori specializzati).

Lo studio ha evidenziato il livello degli investimenti di VC in Europa è risultato in crescita dell'83%, passando da un valore pari a 7,2 miliardi di euro nel 2010 a 42,8 miliardi di euro nel 2020; il valore medio annuo di incremento è stato pari, al 20,2%. Rilevante è stato inoltre l'incremento del numero di operazioni effettuate: + 292%; da 2.380 *deal* nel 2010 ai 9.341 nel 2020. Peraltro, si aggiunga che è cresciuto il valore medio delle operazioni, grazie ad operazioni di finanziamento di importi sempre più elevati.

Anche l'Italia ha conosciuto un significativo aumento del mercato del Venture Capital, in linea con l'andamento europeo. Nel 2020 il valore degli investimenti di VC è stato pari a 569 milioni di euro contro un ammontare di 251,8 milioni di euro nel 2016 (+125%). Si è dunque più che raddoppiata la cifra destinata dal mercato finanziario dell'*early stage*, nonostante la crisi pandemica abbia frenato molte attività economiche. Il settore del VC ha perciò dimostrato di aver battuto le difficoltà derivanti dalla pandemia, uscendone ancora più forte. Le ragioni di questo fermento risiedono nella presenza di un intero ecosistema che spinge per far

crescere e prosperare le imprese innovative, in cui figurano, affianco ai Venture Capitalist, le Università, i centri di ricerca, i Business Angels e, non da ultimo, il settore pubblico.

Purtroppo, dal confronto con gli altri come Regno Unito, Francia e Germania, emerge con chiarezza la debolezza del sistema del Venture Capital nel nostro Paese. Questo rappresenta un paradosso: l'Italia, primo Paese in Europa per numero di piccole e medie imprese, sperimenta ancora un mercato del Private Equity fortemente sottodimensionato. Questo divario è posto in essere da diversi fattori peculiari del nostro tessuto economico-finanziario, a partire da una scarsa partecipazione degli investitori istituzionali quali le casse previdenziali, i fondi assicurativi ed i fondi pensione, che in altri paesi hanno l'abitudine di investire molto di più in Venture Capital, fino al limitato contributo della grande impresa in Corporate Venture Capital. Questo spiega in parte come mai i volumi investiti rimangano più bassi in termini assoluti.

Dai dati raccolti, però, vi sono elementi sostanziali che indicano chiaramente che la direzione intrapresa dal mercato italiano del Venture Capital è sulla buona strada. Infatti, nonostante la pandemia, è cresciuto il tasso di intervento dei capitali privati nelle imprese più innovative, vera e propria spina dorsale per il sistema imprenditoriale italiano nel suo complesso. Ciò probabilmente contribuirà ad attrarre l'interesse degli investitori istituzionali finora assenti. Prosegue inoltre la volontà politica di incentivare la canalizzazione degli investimenti privati nel capitale delle imprese, come dimostrato dalle agevolazioni fiscali per gli interventi in capitale in start up e PMI innovative. Il 2021, infine, vedrà l'ingresso nell'ecosistema del Venture di soggetti istituzionali europei e nazionali con enormi risorse da investire, quali EIC Accelerator e Fondo Nazionale Innovazione. Tutti questi elementi, assieme ai risultati finora raggiunti, portano a guardare ai prossimi anni con fiducia e con l'auspicio che si inneschi compiutamente un reale cambio di marcia, così da sviluppare un fiorente mercato di Venture Capital che sostenga un'imprenditorialità improntata all'innovazione.

Bibliografia

- Allen, F., Braley, R. A., Mayers, S.C., Sandri, S., *“Principi di finanza aziendale”*, McGraw-Hill Education, Milano, 2020.
- Beccalli, E., Eakins, S.G., Mishkin, F.S., *“Istituzioni e mercati finanziari”*, Pearson, Milano, 2019.
- Bechi, A., *“I trend e l’evoluzione del mercato del Venture Capital in Italia e il Fondo Italiano di Investimento”*, Rapporto AIFI, 2015.
- Bergtsson, O., Ravid, S.A., *“The importance of Geographical location and distance on venture capital contracts”*, 2009.
- Casaleggio Associati, *“L’impatto del Venture Capital sull’economia italiana”*, Milano, 2018.
- Chen, H.C., Ritter, J.R., *“The Seven Percent Solution”*, Journal of Finance, n.55, 2000.
- Commissione Europea, *STUDY ON EQUITY INVESTMENTS IN EUROPE: MIND THE GAP*, 2021.
- Comunicazione della Commissione europea COM, *“Europa 2020 Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva”*, 2010.
- De Angelo, H., Masulis, R.W., *“Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation”*, Journal of Financial Economics, n.8, 1980.
- De Angelo, H., Roll, R., *“Capital Structure Instability”*, Journal of Applied Corporate Finance, n.28, 2016.
- De Bruno, S., Gabrielli, M., *“Capire la finanza: guida pratica agli strumenti finanziari”*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano, 1996.
- Decreto-legge n. 98/2011, convertito, con modificazioni, dalla Legge n. 111/2011.
- Decreto-legge n. 1/2012, convertito, con modificazioni, dalla Legge n. 27/2012.
- Decreto-legge n. 179/2012, noto anche come “Decreto Crescita 2.0”, convertito dalla Legge n. 221/2012.
- Decreto-legge n. 76/2013, noto anche come “Decreto Lavoro”, convertito dalla Legge n. 99/2013.
- Decreto-legge n. 3/2015, noto anche come “Investment Compact”, convertito dalla Legge n. 33/2015.
- Decreto-legge n. 34/2020, noto anche come “Decreto Rilancio”.
- Decreto Ministeriale 21 dicembre 2012.
- Ernest&Young, in collaborazione con VC Hub Italia, *“Venture Capital Barometer 2020-Italia”*, 2021.
- Fabbrini, G., Montrone, A., *“Economia aziendale. Istituzioni”*, FrancoAngeli, Milano, 2014.
- Fama, E.F., French, K.R., *“Taxes, Financing Decisions and Firm Value”*, Journal of Finance, n.53, 1998.
- Fama, E.F., French, K.R., *“Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt”*, Review of Financial Studies, 2002.

- Fiori, G., Tiscini, R., *“Economia Aziendale”*, Egea, Milano, 2017.
- Frank, M., Goyal, V., *“Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure”*, Journal of Financial Economics, n.67, 2003.
- Gervasoni, A., Sattin, F.L., *“Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio”*, Guerini e Associati, 2008.
- Giannessi, E., *“L’equazione del fabbisogno di finanziamento nelle aziende di produzione e le possibili vie della sua soluzione”*, Collana di studi economico-aziendali, Giuffrè Editore, 1982.
- Graham, J.R., *“How Big Are the Tax Benefits of Debt”*, Journal of Finance, n.55, 2000.
- Horizon 2020, Programma Quadro dell’Unione Europea per il periodo 2014-2020.
- Horizon Europe, Programma Quadro dell’Unione Europea per il periodo 2021-2027.
- Jaffe, J.F., Ross, S.A., Westerfield, R.W., *“Finanza Aziendale”*, Il Mulino, collana Strumenti, 1997.
- Lemmon, M.L., Roberts, M.R., Zender, J.F., *“Back at the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure”*, Journal of Finance, n.63, 2008.
- Levin, J.S., *“Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions”*, IL.CCH Inc., Chicago, 1994.
- Liaw, K.T., *“The Business of Investment Banking”*, J.Wiley and Sons, New York, 1999.
- Manigart, S., Collewaert, V., Wright, M., Pruthi, S., Lockett, A., Bruining, H., Hommel, U., Landstrom, H., *“Human capital and the internationalization of venture capital firms”*, International Entrepreneurship Journal, n.3, 2006.
- Manigart, S., Sapienza, H.J., Vermeir, W., *“Venture capitalist governance and value added in four countries”*, Journal of business Venturing, n.11, 1996.
- Miller, M.H., Modigliani, F., *“The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”*, American Economic Review, vol. 48, n.3, 1958.
- Miller, M.H., Modigliani, F., *“Corporate income taxes and the cost of capital: A correction”*, American Economic Review, n.53, 1963.
- Miller, M.H., *“Debt and Taxes”*, Journal of Finance, n.32, 1977.
- Ministero dello Sviluppo Economico e Invitalia, *GUIDA ALLE AGEVOLAZIONI PER LE STARTUP E LE PMI INNOVATIVE*, 2016.
- Myers, S.C., *“The Capital Structure Puzzle”*, Journal of Finance, n.39, 1984.
- Myers, S.C., Shyam-Sunder, L., *“Testing Static Trade-off against Pecking-Order Models of Capital Structure”*, Journal of Financial Economics, n.51, 1999.
- PitchBook, *“European Venture Report”*, 2020.
- Rajan, R.G., Zingales, L., *“What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data”*, Journal of Finance, n.50, 1995.

Raccomandazione n. 361/2003 della Commissione Europea, 6 maggio 2003.

Regolamento UE n. 345/2013 del Parlamento e del Consiglio Europeo.

Regolamento UE n. 346/2013 del Parlamento e del Consiglio Europeo.

Renna, L., *“Compravendita di partecipazioni sociali. Dalla lettera di intenti al closing”*, Zanichelli, Bologna, 2015.

Romano, G., *“Strategie Aziendali e Quotazione in Borsa”*, Giuffrè, Milano, 2012.

Spallino, M., *“Struttura Finanziaria Delle PMI Italiane Prima E Dopo La Crisi: Prospettive Teoriche Ed Evidenze Empiriche”*, Università degli Studi di Palermo, 2017.

Statista, *“Total value of venture capital investments in Europe in 2020, by country”*, 2021.

Taboga, M., *“Cross-country differences in the size of venture capital financing rounds: a machine learning approach”*, Banca d’Italia, Working Papers, n.1243, 2019.

Wald, K., *“How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison”*, Journal of Financial Research, n.22, 1999.

Sitografia

- <https://www.mise.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/fondo-nazionale-innovazione>
- <https://www.milomb.camcom.it/il-ruolo-del-capitale-di-rischio-nel-finanziamento-delle-pmi-italiane>
- https://www.cdp.it/sitointernet/page/it/cdp_lancia_il_nuovo_acceleratore_di_startup_in_ambito_fintech_e_insurtech?contentId=PRG31816
- <https://economia.tesionline.it/economia/articolo/le-fonti-di-finanziamento-delle-aziende/14336?id=14339>
- <https://www.kmu.admin.ch/kmu/it/home/consigli-pratici/questioni-finanziarie/finanziamento.html>
- <https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/mission/>
- https://www.treccani.it/enciclopedia/investitore-istituzionale_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/venture-capital.html>
- <https://service.betterregulation.com/definition/47449>
- https://www.consizos.it/author/consizos_admin/
- <https://www.to.camcom.it/book/export/html/6075>
- https://web.uniroma1.it/dip_management/sites/default/files/2.%20Fabbisogno%20finanziario.pdf
- <https://www.bizplace.it/2019/03/le-differenze-tra-venture-capital-e-private-equity/>
- <https://service.betterregulation.com/definition/47449>
- https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/it_it/news/2021/february/ey-vc-barometer2020_final23_02_2021.pdf
- <https://www.startingfinance.com/approfondimenti/il-venture-capital/>
- <https://www.italianangels.net>
- https://www.datocms-assets.com/32/1446106257-Guida%20al%20venture%20capital_VentureUp.pdf?ixlib=rb-1.1.0
- https://www.startupgeeks.it/venture-capitalist/#Chi_sono_i_venture_capitalist_Qual_e_la_definizione_di_venture_capital
- <https://startupitalia.eu/133119-20200629-funziona-un-fondo-venture-capital>
- <https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/investimento/>
- <https://www.contofacto.it/blog/-/blogs/-c-come-capitale-di-rischio->
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capitale-di-rischio.html>
- <https://www.aifi.it/glossario/>
- <http://www.iban.it/frontend/iban/public/file/Guidapratica.pdf>
- <https://www.pwc.com/it/it/services/transactions/docs/finanza-impresa-capitoli-1-5.pdf>
- <https://core.ac.uk/download/pdf/79618689.pdf>
- <http://www.aracneeditrice.it/pdf/9788854822306.pdf>
- <https://www.tesionline.it/appunti/diritto-della-banca-e-degli-intermediari-finanziari/private-equity-venture-capital-e-buy-out/1073/28>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/venture-capital.html>
- <https://financecommunity.it/aifi-private-equity-nel-primo-semester-2020-boom-raccolta/>
- <https://www.trovabando.it/business-angel-italia-venture-capital-italia/>
- <https://www.startupgeeks.it/fallimento-startup/>
- <https://startupgenome.com/reports/gser2020>
- <https://www.cbinsights.com/research/startup-failure-reasons-top/>
- <https://www.getautopsy.com>
- <https://www.centrostudifinanza.it/il-private-equity-come-strumento-di-finanziamento/>
- <https://support.crunchbase.com/hc/en-us/articles/115010458467-Glossary-of-Funding-Types>
- <https://www.backtowork24.com/news/round-di-investimento-serie-a-b-c-per-le-startup>
- <https://www.altalex.com/documents/news/2020/04/15/da-startup-a-scaleup-l-importanza-del-round-di-finanziamento-di-serie-b>
- <https://cris.unibo.it/handle/11585/102214?mode=full.1166#.YJ5rPy8QPs2>
- <https://www.bankpedia.org/index.php/it/99-italian/e/20058-expansion-financing-enciclopedia>

- <https://www.assolombarda.it/servizi/internazionalizzazione/documenti/guida-sintetica-ai-venture-capitalist-usa>
- <https://startup.info/it/che-differenza-tra-start-up-e-scale-up/>
- <https://www.spaziospin.it/blog/venture-capital-vc/>
- <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/turnaround-215.htm>
- http://www.antonioricciardi.it/wp-content/uploads/2018/04/2014_Ricciardi_Fabbisogno-finanziario-Fonti-di-finanziamento-Equilibrio-finanziario.pdf
- <https://www.bancaifis.it/news/cose-il-factoring-come-funziona/>
- <https://www.mondo-finanziamenti.it/finanziamenti/finanziamenti-aziendali/apporto-di-capitale/>
- <https://www.crowd-funding.cloud/it/tipologie-di-crowdfunding-237.asp>
- <https://eurocrowd.org/2012/10/26/about-crowdfunding-2/>
- https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/1166-Legislative-proposal-for-an-EU-framework-on-crowd-and-peer-to-peer-finance_it
- <http://blog.acformazione.it/post/2012/07/27/Teorema-di-Modigliani-Miller-la-base-della-teoria-della-struttura-del-capitale.aspx>
- http://amsdottorato.unibo.it/593/1/Tesi_Dottorato_Caruso.pdf
- <https://www.tesionline.it/tesi/preview/la-ricerca-del-mix-ottimale-delle-fonti-di-finanziamento-creazione-o-distruzione-di-valore/18604/8>
- https://www.analisiaziendale.it/il_costo_medio_ponderato_del_capitale_wacc_2000015.html
- http://tesi.cab.unipd.it/54242/1/Caruso_Nuccio.pdf
- <https://financecue.it/il-wacc-costo-medio-ponderato/12941/>
- https://it.wikipedia.org/wiki/Teorema_di_Modigliani-Miller
- https://www.jstor.org/stable/1809766?seq=1#metadata_info_tab_contents
- <https://www.inftub.com/economia/finanze/QUANTO-DOVREBBE-INDEBITARSI-UN71977.php>
- <https://www.tesionline.it/appunti/finanza-d-azienda/struttura-finanziaria-principi-fondamentali/912/42>
- <https://core.ac.uk/download/pdf/98116052.pdf>
- <https://core.ac.uk/download/pdf/301859387.pdf>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/private-equity.html>
- <http://www.aracneeditrice.it/pdf/9788854822306.pdf>
- <https://www.profigua.it/wp-content/uploads/2019/04/Guida%20al%20venture%20capital.pdf>
- <https://www.yourarticlelibrary.com/financial-management/venture-capital/process-of-venture-capital-financing-6-main-steps/72037>
- <https://www.startupbusiness.it/glossario-della-startup-e-del-venture-capital/84857/>
- https://www.unifg.it/sites/default/files/allegatiparagrafo/04-07-2013/ilo2_ws26_10_2010_molino.pdf
- <https://learn.marsdd.com/article/the-due-diligence-process-in-venture-capital/>
- <https://www.obiettivoprofitto.it/private-equity-due-diligence/>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/enterprise-value.html>
- <https://capitalventureconsulting.com/2021/02/16/clausole-di-investimento-per-startup/>
- <https://hoffmann-law.de/it/data/pdf/10.01.2015%20patti%20parasociali.pdf>
- <https://www.iusinitinere.it/le-clausole-co-vendita-trascinamento-5177>
- <https://www.bizplace.it/2020/08/patti-parasociali/>
- https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/term-sheet.html?refresh_ce=1
- <https://www.startupbusiness.it/il-term-sheet-a-cosa-serve-e-quando/89421/>
- <https://www.singulab.com/diritto-societario/way-out-clausole-di-exit-e-definizione-dei-criteri-cui-scatta-la-vendita-del-venture-capitalist/>
- <https://www.backtowork24.com/news/exit-disinvestimento-e-clausole-way-out>
- <https://www.insidemarketing.it/tipologie-di-innovazioni-classificazioni-esempi/>
- https://www.aifi.it/private_capital_today/897495-pwc-e-aifi-pubblicano-l-economic-impact
- https://bebeez.it/files/2019/04/economic-impact_2019.pdf
- <https://www.meliusform.it/le-operazioni-di-private-equity-e-venture-capital-quale-strumento-di-creazione-di-valore.html>
- <https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/disinvestimento/>

- <https://www.startingfinance.com/guide/ipo-avanzato/quali-sono-i-benefici-operativi-di-una-ipo/>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html>
- <https://www.statista.com/statistics/1223273/value-annual-venture-backed-ipo-exits/>
- <https://thedigitalhacker.com/tech-ipos-are-flourishing-in-the-u-s-and-china-but-not-in-europe/>
- <https://www.abacademies.org/articles/strategic-balancing-of-preinvestment-practice-and-postinvestment-effects-of-venture-capitalists-vcs-8483.html>