

"Dal venture capital alla quotazione in borsa: il caso Facebook come modello di successo"

Prof. Francesco Cerri

Emanuele Conte 278591

RELATORE

CANDIDATO

INDICE

INTRODUZIONE	2
Capitolo 1: Il venture capital e il ruolo strategico nelle startup	4
1.1 Definizione e caratteristiche di una startup	4
1.1.1 Ciclo di vita di una startup	5
1.1.2 Forme di finanziamento di una startup.....	10
1.2 Il venture capital: definizione, origine e struttura	15
1.2.1 Le origini del venture capital	16
1.2.2 Caratteristiche e struttura delle società di venture capital	17
1.2.3 Ciclo di vita di un'operazione venture capital	20
1.2.4 Differenza tra venture capital e private equity	21
1.3 Impatto del venture capital sulle dinamiche aziendali	23
1.3.1 Fondi di venture capital: Accel Partners	25
Capitolo 2: Il percorso verso la quotazione: IPO e venture capital	27
2.1 Introduzione al mercato azionario.....	27
2.1.1 Definizione e caratteristiche di una IPO	28
2.1.2 Cenni storici sulla quotazione in borsa	30
2.2 Tipologie di IPO.....	33
2.2.1 Processo di quotazione e attori coinvolti.....	33
2.2.2 Fenomeno dell'underpricing	36
2.2.3 Benefici e costi della quotazione	38
2.3 Impatto del venture capital sulla preparazione di una IPO	40
Capitolo 3: Caso studio – Facebook	42
3.1 Storia dell'azienda e sviluppo del business.....	42
3.2 I finanziamenti ricevuti e il ruolo di Accel Partners	43
3.2.1 Strategie chiave adottate per la IPO	46
3.3 IPO Facebook: analisi del prospetto informativo.....	47
3.3.1 Valutazione delle performance post-IPO	50
3.3.2 Contributo del venture capital all'operazione	53
CONCLUSIONI	56
Bibliografia.....	58
Sitografia	61

INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni, l’evoluzione del tessuto imprenditoriale ha portato alla progressiva affermazione delle startup innovative come protagoniste della crescita economica e della trasformazione digitale. Caratterizzate da modelli di business scalabili, elevata propensione al rischio e forte orientamento all’innovazione, queste imprese si trovano fin dalle prime fasi di sviluppo ad affrontare ostacoli rilevanti nell’accesso alle risorse finanziarie necessarie a sostenere il proprio percorso di crescita. In questo scenario, il venture capital si è imposto come una delle principali forme di finanziamento alternativa al credito bancario tradizionale, capace di rispondere alle esigenze specifiche di imprese giovani, ad alto potenziale ma prive di track record. Oltre al capitale, gli investitori apportano competenze strategiche, strumenti di governance e supporto operativo, incidendo in modo diretto sulle scelte manageriali e sulle traiettorie di sviluppo delle imprese partecipate. Una delle finalità principali degli investimenti in venture capital è la realizzazione di una exit profitevole, tra cui l’Initial Public Offering (IPO) rappresenta una delle soluzioni più rilevanti e ambite. La quotazione in borsa costituisce infatti un passaggio cruciale per molte startup, in quanto consente di raccogliere capitali su larga scala, migliorare la propria visibilità, ottenere una valutazione di mercato ufficiale e fornire una via d’uscita agli investitori istituzionali iniziali. La relazione tra venture capital e IPO non si limita a una semplice sequenza temporale, ma implica un’interazione profonda, in cui il ruolo svolto dai fondi nella fase preparatoria incide sensibilmente sulle probabilità di successo dell’operazione.

L’obiettivo di questa tesi è analizzare in modo approfondito il rapporto tra venture capital e processo di quotazione, ponendo l’attenzione sugli effetti che il capitale di rischio può esercitare sia nella fase di crescita dell’impresa che nella sua transizione verso il mercato azionario. Il lavoro si articola in tre capitoli. Il primo capitolo propone una panoramica teorica sul venture capital, soffermandosi sulle caratteristiche distintive delle startup, sulle diverse fasi di finanziamento e sulle modalità operative dei fondi di investimento. Particolare rilievo viene dato alla differenza tra venture capital e private equity, nonché al ciclo di vita di un’operazione di investimento.

Il secondo capitolo si concentra sull’IPO, illustrandone caratteristiche, finalità, attori coinvolti e modalità di esecuzione. Viene inoltre approfondito il fenomeno dell’underpricing, spesso ricorrente nelle operazioni di offerta pubblica iniziale, e si

analizza il contributo specifico del venture capital nella preparazione alla quotazione, con particolare attenzione all'influenza esercitata sul top management, sulla governance e sulla percezione del mercato.

Il terzo e ultimo capitolo è dedicato al caso studio di Facebook, considerato uno degli esempi più significativi di startup venture-backed che ha affrontato con successo il processo di IPO. Attraverso l'analisi dei finanziamenti ricevuti, delle strategie pre-IPO e della struttura dell'offerta, si intende evidenziare il ruolo determinante svolto dal fondo Accel Partners e più in generale dal venture capital nel percorso di crescita dell'azienda. Lo studio di questo caso concreto consente di comprendere in che modo il capitale di rischio possa trasformarsi in un fattore abilitante per la transizione da impresa privata a società quotata.

Capitolo 1: Il venture capital e il ruolo strategico nelle startup

1.1 Definizione e caratteristiche di una startup

Nel panorama economico odierno, il termine “startup” ha assunto una posizione centrale nella storia dell’innovazione e della crescita imprenditoriale. Nonostante la sua ampia diffusione, manca una chiara definizione del concetto. Nel contesto economico ed accademico, una startup è solitamente definita come un’impresa nella fase di avvio della propria attività, con un modello di business innovativo, scalabile e potenzialmente ad alto rendimento, ma che opera in un ambiente di elevata incertezza.

Eric Ries nel famoso libro “The Lean Startup” (2011), definisce una startup come “un’entità umana concepita per sviluppare un nuovo prodotto o servizio in situazioni di grande incertezza”¹. Questa definizione evidenzia due elementi chiave: da una parte la capacità di innovare; dall’altra, l’incertezza legata allo sviluppo iniziale del progetto imprenditoriale. L’incertezza, infatti, rappresenta proprio una caratteristica distintiva delle startup rispetto alle imprese tradizionali.

Tra le caratteristiche principali di una startup, si possono evidenziare:

1. Innovazione: tecnologica, di processo o di modello di business. È l’elemento che differenzia una startup da una semplice nuova impresa.
2. Scalabilità: la capacità di crescere rapidamente senza un aumento proporzionale dei costi. Molte startup, infatti, operano nel settore digitale, dove l’accesso a nuovi mercati è più rapido e meno costoso.
3. Flessibilità: la struttura snella permette di adattarsi ai cambiamenti del mercato in tempi rapidi.
4. Alta mortalità: il tasso di fallimento è molto elevato, soprattutto nei primi tre anni di vita, come evidenziano numerosi studi.
5. Cultura imprenditoriale: le startup sono spesso fondate da team giovani e dinamici, con una forte propensione al rischio e alla sperimentazione.

¹ E. Ries, *The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses*, Crown Publishing Group, New York, 2011.

La startup si configura dunque come un veicolo di innovazione, ma allo stesso tempo come un'entità fragile, che necessita di un ambiente favorevole e, soprattutto, di capitali di rischio. Senza un adeguato supporto finanziario, molte idee valide rischiano di non superare le prime fasi di sviluppo.

In questo contesto, il ruolo di attori come i business angel e i fondi di venture capital diventa cruciale. Come verrà approfondito nelle sezioni successive, questi soggetti contribuiscono non solo in termini economici, ma anche fornendo supporto strategico, manageriale e operativo.

1.1.1 Ciclo di vita di una startup

Per ciclo di vita, si intende il processo che una startup deve affrontare per trasformarsi in un'impresa. Le fasi attraversate sono differenti e ciascuna caratterizzata da specifiche attività, obiettivi e fonti di finanziamento. Conoscere a fondo queste fasi permetterà di poter navigare con successo nel complesso ecosistema imprenditoriale, oltre che minimizzare i rischi e poter comprendere come e quali fonti di finanziamento scegliere. Proprio per quanto detto, fasi del ciclo di vita di una startup e fasi del suo finanziamento sono strettamente interconnesse.

Secondo lo studioso Stefano Gatti, così come riportato nel suo volume *"Venture Capital: The Financing of Innovation"*, il ciclo di vita di una startup può essere suddiviso in quattro fasi principali: seed financing, start-up, early development ed expansion (o growth)². Queste rappresentano una struttura teorica tradizionale, molto usata in ambito accademico e finanziario per semplificare il percorso di crescita di una startup. Tuttavia, nella pratica attuale e più aggiornata, esistono altri stadi che integrano o arricchiscono questo schema.

La prima è la fase di *pre-seed e bootstrap*, quella in cui il fondatore decide di intraprendere il viaggio verso l'azienda che intende costituire. Questa è la fase più embrionale, in cui la startup è costituita solamente da un'idea che inizia a prendere i contorni di un progetto organizzato. Si lavora sul business model e sul team, si effettuano analisi di mercato, identificando i primi potenziali clienti, cercando di sviluppare un piano marketing e una roadmap del prodotto. Durante questa fase non si hanno numeri tali da poter sostenere un investimento da parte di investitori; per avviare la startup sarà

² S. Gatti, *Venture Capital: The Financing of Innovation*, Egea, Milano, 2009

necessario fare bootstrapping³, quindi ricorrere ad autofinanziamento: il focus è esclusivamente sullo sviluppo del business e durante questo processo si sviluppa una filosofia cliente-centrica, con un aumento del senso di responsabilità del team e uno sviluppo della creatività. In alternativa, si può ricorrere anche a piccoli investimenti chiamati in gergo FFF (friends, family and fools), dove il sostegno è richiesto per lo più ad amici e familiari.

La fase di *seed* è la seconda nel percorso di crescita della startup. L’obiettivo è quello di dare una struttura solida all’idea per entrare nel mercato di riferimento. Ciò implica lo sviluppo di un Prodotto Minimo Funzionante (Minimum Viable Product, o MVP), quindi un prototipo per ottenere i primi clienti e tastare la traction della startup; inoltre, di fondamentale importanza, è il perfezionamento e l’ottimizzazione del business plan, per rendere sostenibile il progetto e generare profitto. Nella fase di seed intervengono i primi investitori, e vengono effettuati i primi investimenti nell’azienda, tra i quali si possono trovare:

- Crowdfunding (ECF), forma di finanziamento sempre più diffusa, tipicamente via internet, in cui vari investitori mettono insieme del denaro, solitamente piccoli contributi individuali, per “sostenere” un obiettivo specifico⁴.
- Business angel o angel investor (BA), investitori privati con esperienza imprenditoriale o manageriale che investono capitali propri in progetti promettenti in cambio di equity; sono generalmente più interessati alle idee innovative che alle imprese tradizionali.
- Incubatori e acceleratori, che supportano le startup nelle prime fasi offrendo servizi, mentoring e in alcuni casi capitale, con l’obiettivo di aiutarle a svilupparsi e crescere rapidamente.

La terza è la fase di *early stage*, momento cruciale nel ciclo di vita di una startup. Essa segue la fase seed, durante la quale l’impresa ha sviluppato un MVP (Minimum Viable

³ Il termine *bootstrapping* indica il ricorso all’autofinanziamento nelle fasi iniziali di una startup, quando non si dispongono ancora di risultati concreti né di garanzie per attrarre investitori esterni. In questa fase, i fondatori si avvalgono di risorse proprie o del sostegno di soggetti vicini, come amici e familiari, evitando forme di credito tradizionale. Questo approccio permette di mantenere il controllo sull’impresa e di concentrarsi sul prodotto e sulle esigenze dei clienti piuttosto che sulla ricerca di capitali esterni. Cfr. “Bootstrapping – Definizione”, *EconomyUp*, disponibile su: <https://www.economyup.it/glossario/bootstrapping-definizione/>

⁴ Il crowdfunding è una modalità di finanziamento alternativa che consiste nella raccolta di capitali da parte di un’ampia platea di soggetti, solitamente tramite portali online, attraverso contributi anche di modesta entità. Quando tale forma prevede che i finanziatori acquisiscano quote del capitale sociale, si parla di *equity crowdfunding*: in tal caso, il conferimento dà diritto a partecipare ai risultati economici e alle decisioni dell’impresa. Cfr. “Crowdfunding”, *Borsa Italiana – Sotto la lente*, disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crowd-funding-169.htm>

Product), ottenuto un primo riscontro dal mercato e costruito le basi del proprio modello di business. Il focus in questo stadio è quello di ottenere un feedback dal mercato e individuare il giusto product/market fit, ovvero capire quanto il prodotto soddisfi le esigenze di mercato, il quale permetterà di ottenere i primi ricavi. Questa è una fase determinante per la continuità della startup: molte falliscono proprio in questo punto, perché non riescono ad attirare l'attenzione degli investitori. Spesso, infatti, tra i motivi del fallimento c'è infatti la possibilità che il prodotto non riesca ad essere una risposta adeguata ai bisogni e ai desideri delle persone: in primo luogo, potrebbe soddisfare alcune esigenze dei clienti, ma non tutte; in secondo luogo, potrebbe risolvere alcuni problemi per alcuni utenti, ma non per altri; nella peggiore delle ipotesi, il prodotto non interessa a nessuno. Si tratta del famigerato "No Market Need" responsabile del fallimento del 42% delle Startup. Se invece il product-market fit è positivo, ora che l'azienda è strutturata e presenta potenziale di crescita, può attirare l'attenzione dei primi investitori, come i venture capitalist. E se tutto andrà come sperato, si potrà passare alla fase successiva.

Con la fase di *early growth* si inizia a crescere davvero e a prendere la forma di una vera e propria azienda. Questa fase rappresenta un passaggio cruciale nella vita di una startup, in cui l'impresa supera la validazione iniziale del prodotto e del modello di business, e si avvia verso una crescita commerciale sostenuta. In questo stadio, l'obiettivo non è più solo "costruire il prodotto giusto", ma trovare e scalare il canale giusto per distribuirlo e monetizzarlo. Uno degli obiettivi principali è quello di espandere progressivamente la base clienti, passando da una prima cerchia di utenti (early adopters), ad un pubblico più ampio e segmentato, tramite l'ottimizzazione dei canali di distribuzione e delle strategie di marketing. Ci si prepara per una scale-up, studiando un business plan che sostenga la crescita sul lungo periodo; questo implica un'attenta analisi delle metriche di performance – come il costo di acquisizione cliente, il valore nel tempo del cliente o il tasso di fidelizzazione – al fine di assicurare una crescita sostenibile e redditizia. In questo processo, è fondamentale l'espansione del team, integrando figure chiave in settori strategici come il marketing, le vendite, il customer success e la gestione finanziaria.

Anche per questo c'è bisogno sempre più di fondi e risorse, che tendenzialmente provengono da investitori istituzionali, come fondi di venture capital, in particolare tramite i primi round di finanziamento significativi (Serie A o B), per finanziare l'espansione delle attività, scalare il prodotto e consolidare la propria presenza sul mercato.

Infine, questa fase richiede alla startup di iniziare a strutturarsi come impresa vera e propria, sia dal punto di vista operativo che organizzativo, gettando le basi per uno sviluppo su larga scala e per le successive fasi di maturità e internazionalizzazione.

L'ultima fase del ciclo di vita di una startup è definita *fase di growth* o *sustained growth*, e rappresenta la fase di crescita strutturata. In questa fase la crescita di utenti e clienti diventa esponenziale e il fatturato aumenta rapidamente: è una fase di maturazione e le possibilità di sopravvivenza della startup sono decisamente alte. Questa fase rappresenta una vera transizione da startup a scaleup, e comporta cambiamenti rilevanti sia sul piano operativo che su quello organizzativo e finanziario.

L'azienda tenderà ad espandere geograficamente la propria presenza ed a diversificare la propria offerta di prodotti o servizi per raggiungere ulteriori segmenti di cliente. Di fondamentale importanza risulta essere l'ottimizzazione dei processi interni, oltre che un ampliamento del team, includendo, in questo stadio, figure manageriali senior ed introducendo una struttura gerarchica più definita. L'impresa comincia ad operare con una mentalità più simile a quella di un'azienda tradizionale, anche se con l'agilità e la propensione all'innovazione tipiche dell'ambiente startup.

Dal punto di vista finanziario, la fase di growth è generalmente sostenuta da round di investimento di Serie B, C (e successivi). Questi round possono raggiungere importi multimiliardari e coinvolgere attori come fondi di venture capital growth-stage e corporate venture capital che vedono nella startup una sinergia strategica, o fondi di private equity interessati a imprese in rapida espansione. L'obiettivo è disporre del capitale necessario per scalare rapidamente, accrescere le quote di mercato e, talvolta, prepararsi a un'uscita (exit) tramite IPO o acquisizione.

Con l'ingresso di ulteriori investitori, la governance e la struttura organizzativa delle startup iniziano a cambiare vertiginosamente. Spesso viene istituito un Consiglio di amministrazione attivo, che assume ruoli sia consultivi che deliberativi, partecipando alle principali scelte strategiche. Contestualmente, viene ampliato e rafforzato il team manageriale, tramite l'inserimento di figure professionali con esperienza consolidata, provenienti da contesti corporate, che introdurranno metodi gestionali più strutturati.

In questo processo, anche il ruolo dei fondatori cambia: da protagonisti operativi, coinvolti direttamente in tutte le attività aziendali, si trasformano progressivamente in

leader strategici, con una visione rivolta al lungo termine, alla definizione delle priorità e alla costruzione di valore sostenibile.

Con la *fase di exit*, si segna il momento di passaggio definitivo da startup a quello di azienda. In questa fase, gli investitori iniziali (come venture capitalist, business angel, acceleratori o fondi corporate) recuperano il capitale investito e realizzano un ritorno economico attraverso il disinvestimento delle loro partecipazioni. Contestualmente, per i fondatori, l'exit è un punto di svolta strategico, poiché hanno l'opportunità di consolidare la posizione dell'impresa o di passare a nuovi progetti.

Per gli investitori professionali, l'exit è un elemento centrale della strategia di investimento. Tutto il supporto fornito alla startup durante il percorso di crescita è orientato a massimizzare il valore al momento della dismissione, in un orizzonte temporale che in genere va dai 5 ai 10 anni dall'investimento iniziale. Mentre, dal lato della startup, l'exit può essere interpretata sia come realizzazione di un successo imprenditoriale, con un'acquisizione o a una quotazione pubblica, oppure come scelta strategica o obbligata, per garantire la continuità dell'attività o per superare eventuali limiti strutturali di crescita.

Le principali e più frequenti opzioni per la exit sono:

- IPO (Initial Public Offering): è la quotazione in borsa della startup. È la forma di exit più prestigiosa, che permette la raccolta di nuovi capitali, vendendo le proprie quote sul mercato.
- Acquisizione (Trade Sale): la startup viene acquisita da un'altra impresa. È la forma di exit più frequente, e può avvenire con o senza la continuità del fondatore.
- Buyback: i fondatori riacquistano le quote cedute agli investitori, riacquisendo il controllo totale dell'azienda.

Con la fase di exit si arriva alla fase conclusiva del ciclo di vita della startup e rappresenta, allo stesso tempo, il compimento del ciclo di investimento per gli attori finanziari coinvolti. Per tale motivo è un momento estremamente delicato che deve essere gestito strategicamente, perché, se attentamente pianificata e coerente con lo sviluppo aziendale, può generare valore per tutte le parti coinvolte.

1.1.2 Forme di finanziamento di una startup

Per le startup, ricevere finanziamenti da investire nello sviluppo del proprio business, risulta di fondamentale importanza. Le startup sono caratterizzate da elementi distintivi, come forte incertezza, assenza di track record, elevata intensità tecnologica o scalabilità potenziale del business, che rendono difficile l'accesso al credito bancario tradizionale. Per tale ragione, spesso ricorrono a forme di finanziamento alternative, solitamente più flessibili e soprattutto maggiormente compatibili con la natura e la fase evolutiva della giovane impresa.

La letteratura accademica e l'esperienza pratica convergono nel riconoscere che non esiste un'unica forma di finanziamento valida per tutte le startup, ma che ogni impresa deve costruire nel tempo una “traiettoria finanziaria” coerente con la propria crescita. Questo percorso è noto come Startup Financing Lifecycle, e descrive come le necessità finanziarie di una startup si evolvano nel tempo, così come i soggetti coinvolti e gli strumenti utilizzati per soddisfarle.

In particolare, le forme di finanziamento possono essere classificate in funzione di diversi criteri:

- la natura del capitale impiegato (capitale di rischio o di debito);
- il grado di coinvolgimento dell'investitore (attivo, passivo, istituzionale, informale);
- la fonte di provenienza (pubblica o privata);
- il momento temporale in cui il finanziamento si innesta rispetto alla fase di sviluppo dell'impresa.

All'interno di questo panorama, si distinguono in primo luogo le forme di finanziamento in equity, che prevedono la cessione di una quota della società in cambio di capitale, e che sono tipiche delle prime fasi di vita dell'impresa. Accanto a queste, si collocano forme di finanziamento in debito, più diffuse in fasi avanzate, quando l'impresa ha già generato ricavi e può garantire una certa solidità. Si affiancano poi soluzioni ibride, come il venture debt o gli strumenti convertibili, e modalità innovative e inclusive come il crowdfunding. Infine, non va sottovalutato il ruolo sempre più rilevante della finanza pubblica e agevolata, che in molti Paesi – compresa l'Italia – rappresenta un importante motore di attivazione del capitale privato.

Le fasi di pre-seed e seed sono caratterizzate da livelli estremamente elevati di incertezza, rischio e asimmetria informativa. In queste fasi, la startup è spesso rappresentata da un team embrionale, una business idea non ancora validata e un prototipo in fase di sviluppo. In tale contesto, le fonti di finanziamento sono principalmente informali e orientate alla fiducia personale nei confronti del team imprenditoriale.

Il primo e spesso unico canale di finanziamento è rappresentato dal bootstrapping, cioè l'impiego di risorse personali da parte dei fondatori, incluse economie pregresse, anticipi su future entrate o autofinanziamento tramite attività parallele. Sebbene rappresenti una risorsa inizialmente accessibile e flessibile, il bootstrapping pone forti limiti in termini di scalabilità.

Accanto al capitale personale dei fondatori, un ruolo importante nelle fasi embrionali è svolto dal contributo di soggetti informali, noti come Family, Friends & Fools (FFF), i quali costituiscono la prima forma esterna di finanziamento. Questi soggetti investono sulla base della relazione personale con i fondatori e non richiedono necessariamente un ritorno finanziario immediato. Tuttavia, si tratta di capitali limitati, privi di expertise settoriale.

Una forma alternativa di finanziamento in equity, durante le fasi iniziali del ciclo di vita di una startup, è rappresentata dall'Equity Crowdfunding, accessibile tramite piattaforme digitali. Permette a un'ampia base di investitori di acquisire piccole quote del capitale sociale. Alcuni autori ritengono il crowdfunding come un meccanismo in grado di ridurre le asimmetrie informative tra imprenditori e investitori, grazie alla visibilità pubblica delle campagne, alla trasparenza del processo e al feedback generato dalla community online. Altri studi, invece, analizzano la capacità del crowdfunding di fungere da trampolino per successivi finanziamenti, noti come follow-on funding, provenienti da altre fonti come business angel o venture capital. Quindi, in questo contesto, il crowdfunding viene visto non solo come uno strumento di finanziamento diretto, ma anche come strumento di validazione sociale e commerciale del progetto imprenditoriale.

L'impatto che questi investitori azionari hanno sulla governance dell'impresa emergente è pressoché limitato, poiché i crowdfunder sono numerosi e frammentati, spesso senza poteri reali di influenza sulla governance. Tuttavia, alcuni studi iniziano a ipotizzare che, in presenza di investitori istituzionali tra i crowdfunder, o di community attive e competenti, possano emergere forme nuove di coinvolgimento nella governance, sia

attraverso meccanismi di pressione collettiva, sia mediante advisory board o comitati consultivi.

I business angels entrano in gioco soprattutto nella fase seed, quando la startup ha definito un MVP (Minimum Viable Product) e necessita di capitali per testare il mercato. I business angel sono descritti come investitori che, oltre al capitale finanziario, apportano un forte contributo cognitivo. Offrono mentoring, consigli strategici, accesso a network professionali e assistenza nello sviluppo del modello di business. Il loro coinvolgimento tende ad essere personale e flessibile, e si basa spesso su relazioni informali con i fondatori. Questa vicinanza permette loro di colmare lacune manageriali e operative tipiche delle startup appena avviate, migliorando la qualità della governance e le chance di follow-on funding.

Parallelamente, le startup possono accedere a programmi strutturati offerti da incubatori e acceleratori. Gli incubatori sono organizzazioni che supportano le startup nelle fasi iniziali di vita offrendo spazi fisici, servizi condivisi, formazione e accesso a network professionali. L'obiettivo principale è aiutare le imprese a sviluppare e validare il proprio modello di business, riducendo il rischio di fallimento. Gli acceleratori, invece, si rivolgono a startup leggermente più mature rispetto a quelle incubate, e offrono programmi intensivi a tempo limitato (di solito 3–6 mesi) che includono mentoring, formazione e investimenti seed in cambio di equity, con l'obiettivo di preparare le imprese al mercato o a futuri round di investimento.

Durante la fase di early stage, la startup ha validato il proprio MVP, ha i primi clienti e intende ora scalare il modello di business. In questa fase diventa cruciale l'accesso a capitali professionali e istituzionali.

L'ingresso di capitali più consistenti è garantito dai fondi di venture capital (VC), una delle forme più rilevanti di finanziamento in equity, soprattutto durante la fase di early stage e growth. Il venture capital si inserisce nel contesto in cui la startup ha superato la validazione iniziale e ha bisogno di capitali consistenti per crescere su scala più ampia. Si tratta di investimenti effettuati da fondi specializzati che, in cambio di una partecipazione nel capitale della società, apportano capitali significativi, know-how e supporto strategico per accompagnare la startup nel suo processo di espansione. Inoltre, i venture capitalist non si limitano solo a fornire risorse finanziarie, ma svolgono anche un ruolo attivo nella governance della startup. Questo coinvolgimento si concretizza

attraverso la partecipazione nei Consigli di amministrazione, l'assistenza nella definizione della strategia, il supporto nella ricerca di personale qualificato e l'accesso a network di potenziali clienti e investitori. L'obiettivo è accrescere il valore dell'impresa fino a renderla attrattiva per una futura exit.

Il loro ingresso avviene in genere attraverso round successivi, ognuno dei quali corrisponde ad una fase di sviluppo e a specifici obiettivi dell'impresa. Il primo round di finanziamenti è rappresentato dal round di Serie A, il quale si concretizza durante la early stage ed è il primo finanziamento istituzionale significativo. I capitali di cui necessita la startup in questa fase vengono impiegati per scalare le operazioni, assumere personale e lanciare strategie di marketing strutturate, e l'entità del capitale conferito varia tra 1 e 5 milioni di euro. Gli attori tipici di questi round sono i fondi di venture capital early-stage.

Il secondo round di finanziamenti è il round di Serie B, finalizzato a sostenere una fase di crescita accelerata, nella quale la startup punta a consolidare il proprio modello di business, aumentare la base clienti, perfezionare l'efficienza operativa ed entrare in nuovi mercati. Gli investimenti in questa fase variano in media tra 5 e 15 milioni di euro e coinvolgono fondi di venture capital growth-stage, ma anche corporate venture capital. Questi attori selezionano startup che hanno già dimostrato trazione commerciale e prevedibilità nei ricavi. Round successivi, come round di Serie C o D, si collocano in fasi in cui l'impresa ha raggiunto la maturità operativa, e le esigenze sono ben altre rispetto a quelle incontrate negli stadi precedenti. Ad esempio, l'impresa è pronta per espandersi su scala internazionale o necessita di rafforzare la propria posizione competitiva (come avviene nei round di Serie C), oppure è orientata ad una preparazione per l'exit (è il caso dei round di Serie D). Durante queste fasi, gli investimenti superano le decine di milioni di euro, ed entrano in gioco, oltre fondi di venture capital late-stage, anche fondi di private equity e banche d'investimento. Tuttavia, l'accesso al VC è altamente selettivo: solo una piccola percentuale di startup riesce ad attrarre tali investimenti, che vengono valutati sulla base di fattori quali il potenziale di mercato, la composizione del team e la solidità del business model. Accanto ai fondi di venture capital, un ruolo sempre più rilevante è assunto dai corporate venture capital (CVC): a differenza dei VC tradizionali, i CVC sono espressione di grandi aziende che investono in startup per motivi strategici (accesso a nuove tecnologie, innovazione esterna). L'approccio è meno finanziario e più orientato alla sinergia; inoltre, i CVC tendono a concentrarsi su settori affini al core business della corporate madre.

La fase di growth rappresenta un momento cruciale nella traiettoria evolutiva di una startup. In questa fase, l'impresa ha già superato la validazione del proprio modello di business, presenta flussi di cassa in crescita, e necessita di capitali consistenti per espandersi su larga scala, sia a livello geografico che in termini di capacità operativa. Si tratta del passaggio da una struttura flessibile a una configurazione organizzativa stabile e scalabile. In questo contesto entrano in gioco, accanto ai venture capitalist specializzati in late-stage funding, anche gli operatori di private equity (PE)⁵. I fondi di PE tendono a intervenire quando l'impresa ha raggiunto un certo grado di maturità operativa, ponendo attenzione non solo alla crescita, ma anche alla redditività, alla governance e all'ottimizzazione delle performance. A differenza del venture capital, orientato all'innovazione e al rischio, il private equity si caratterizza per un approccio più analitico e strutturato, volto alla valorizzazione dell'impresa in vista di una futura exit, come, ad esempio, la vendita a soggetti industriali o l'ingresso in Borsa (IPO). Gli investitori PE si focalizzano sull'aumento del valore attraverso:

- razionalizzazione dei costi,
- miglioramento della governance,
- internazionalizzazione,
- acquisizioni strategiche (M&A).

Il capitale investito in questa fase può essere significativamente più elevato rispetto ai round precedenti. I round di Serie C e successivi possono superare i 15–50 milioni di euro, fino a raggiungere le soglie pre-IPO, coinvolgendo anche banche d'investimento e consorzi internazionali. Un altro elemento distintivo del private equity è la durata dell'investimento. Mentre i VC puntano a exit rapide (5–7 anni), i PE possono mantenere la partecipazione per periodi più lunghi, accompagnando l'impresa verso la sua maturità completa. Questo consente una trasformazione più profonda rispetto al venture capital, spesso finalizzata a preparare l'impresa a sostenere una quotazione o una fusione rilevante.

Dal punto di vista contrattuale, i fondi di private equity impongono una governance altamente formalizzata, con la presenza di consiglieri indipendenti, piani di

⁵ Il private equity è un'attività di investimento istituzionale che consiste nell'acquisizione di partecipazioni in imprese non quotate, solitamente caratterizzate da un significativo potenziale di crescita, con l'obiettivo di valorizzarle e ottenere un ritorno economico in fase di dismissione. Cfr. "Private Equity", *Borsa Italiana – Glossario*, disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/private-equity.html>

incentivazione manageriale (management buy-in o buy-out) e reporting strutturati. Ciò riflette la necessità di tutelare il capitale investito e garantire trasparenza nella gestione.

In sintesi, il private equity rappresenta un ponte tra la fase di scale-up e quella di exit, fornendo capitale, strumenti manageriali e disciplina finanziaria a imprese che hanno superato lo stadio tipico delle startup e ambiscono a diventare imprese strutturate di medio-grandi dimensioni.

Ulteriori forme di finanziamento a cui possono accedere le startup, dati i flussi di cassa prevedibili di cui possono disporre una volta giunte a stadi avanzati come questi, sono forme di debito bancario, spesso utilizzati in alternativa o in aggiunta all'equity, come leasing, factoring o venture debt. Quest'ultimo è un prestito non convertibile, offerto da fondi specializzati, che non richiede la cessione di equity, ma può includere warrant o diritti partecipativi.

L'ultima fase è caratterizzata dalla preparazione all'uscita degli investitori iniziali e dalla transizione verso una forma d'impresa più consolidata, talvolta quotata. In questa fase la struttura finanziaria e organizzativa dell'impresa è orientata alla compliance, alla due diligence e alla massimizzazione del valore per gli stakeholder coinvolti.

1.2 Il venture capital: definizione, origine e struttura

Il cosiddetto *venture capital* viene solitamente definito come il denaro fornito ad aziende appena avviate ma che promettono grandi sviluppi futuri. Più precisamente, come definito da Borsa Italiana, il venture capital (o VC) è “*un'attività di investimento istituzionale in capitale di rischio di aziende non quotate, in fase di start up, caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo*”⁶. Pertanto, è una forma di finanziamento, di medio-lungo termine, in imprese ad alto potenziale di crescita (high-growth companies) che si trovano nella fase di startup, con l'obiettivo degli investitori di ottenere un consistente guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla quotazione in borsa. Le società finanziate dai venture capitalist non sono ancora pronte a vendere i loro titoli nel mercato aperto, producono prodotti nuovi il cui successo presso i consumatori è ancora incerto e non presentano flussi di cassa stabili per rimborsare un eventuale prestito. Per queste ragioni le banche non hanno interesse a finanziarle. Pertanto, le società di venture

⁶ “Venture Capital”, *Borsa Italiana – Glossario*, disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/venture-capital.html>

capital sono gli intermediari specializzati nel fornire i fondi di cui una nuova impresa ha bisogno nel suo sviluppo iniziale.

Negli Stati Uniti, con il termine “venture capital”, si fa riferimento ad una tipologia più ampia di investimenti, rispetto all’accezione Europea del caso. Nel contesto americano si intendono investimenti lungo tutti gli stadi di vita di un’impresa, a esclusione dei casi di buyout. In Italia, e più in generale in Europa, l’espressione ha un significato più ristretto e riguarda esclusivamente gli investimenti nelle fasi di start-up e di sviluppo iniziale. Inoltre, quando si parla di attività di investimento in azioni non quotate, bisogna distinguere il venture capital dal *private equity*: questo comprende, oltre ai buyout come negli Stati Uniti, anche gli investimenti in imprese durante gli stadi di vita della crescita e del consolidamento.

1.2.1 Le origini del venture capital

La prima vera società di venture capital fu la American Research and Development (ARD), fondata nel 1946 dal presidente del MIT Karl Compton, dal generale Georges F. Doriot (professore alla Harvard Business School), e da alcuni imprenditori locali. Questo piccolo gruppo effettuava investimenti ad alto rischio in imprese emergenti basate su tecnologie sviluppate durante la Seconda Guerra Mondiale. I risultati furono molto variabili: circa la metà dei profitti di ARD nei suoi 26 anni di attività come entità indipendente provenne da un singolo investimento di 70.000 dollari in Digital Equipment Company nel 1957, che crebbe fino a raggiungere un valore di 355 milioni di dollari⁷.

ARD era strutturata come un fondo chiuso quotato in Borsa (closed-end fund). Questi fondi raccolgono capitale in anticipo vendendo azioni a investitori, che poi possono scambiare tali azioni liberamente sul mercato, proprio come avviene con le azioni ordinarie. Questa struttura consentiva al fondo di investire in attività illiquidate senza preoccuparsi di dover restituire il capitale agli investitori in tempi incerti. Tuttavia, gli investitori istituzionali mostraronno scarso interesse per questo tipo di fondi, ritenendoli troppo rischiosi. Le azioni vennero quindi vendute principalmente a investitori privati. Il collocamento inadeguato di queste azioni (es. anziani in cerca di reddito costante) portò a numerose lamentele. Doriot trascorse gran parte degli anni ’50 a gestire le frustrazioni di investitori che avevano subito perdite significative con le azioni di ARD.

⁷ Paul Gompers & Josh Lerner, “The Venture Capital Revolution”, Journal of Economic Perspectives, vol. 15, n. 2, 2001, pp. 145–168.

Durante gli anni Cinquanta e Sessanta, molti dei fondi raccolti dalle società di venture capital furono destinati agli investimenti nei settori immobiliare e petrolifero. Con la fine degli anni Sessanta, ci fu una tendenza a concentrare gli interventi nelle start-up tecnologiche. Gli investimenti nelle tecnologie innovative rimangono oggi l'area prevalente di attività.

1.2.2 Caratteristiche e struttura delle società di venture capital

Le nuove imprese, soprattutto quelle operanti nei settori ad alta tecnologia, sono spesso caratterizzate da un elevato livello di incertezza e da forti asimmetrie informative. Questo contesto rende particolarmente complesso per gli investitori esterni valutare con precisione il potenziale delle aziende nelle fasi iniziali, comportando costi indiretti significativi. In molti casi, tali difficoltà rendono il ricorso a capitali esterni oneroso, se non addirittura inaccessibile.

In tale scenario, il venture capital si propone come una risposta efficace alla scarsità di informazioni e alla riluttanza degli investitori tradizionali. A differenza del credito bancario o del finanziamento tramite obbligazioni, il venture capital prevede l'ingresso diretto del finanziatore nel capitale di rischio dell'impresa, assumendo così una posizione di socio. Poiché le startup finanziate non sono generalmente quotate in borsa, le partecipazioni non sono liquidabili nel breve periodo: da qui deriva l'orizzonte temporale tipicamente di lungo termine di questo tipo di investimento. I venture capitalist, infatti, non si attendono ritorni immediati, ma sono disposti ad attendere anche diversi anni – spesso fino a un decennio – prima di vedere eventuali risultati economici, a differenza degli investitori ordinari che mirano a profitti rapidi sotto forma di dividendi o rivalutazioni azionarie. In questo modo, il venture capital copre una fascia di mercato trascurata dalle fonti di finanziamento convenzionali.

Per fronteggiare le problematiche legate all'asimmetria informativa, è comune che i venture capitalist stabiliscano delle condizioni precise per l'erogazione del capitale. Una delle più diffuse è la presenza di propri rappresentanti all'interno del Consiglio di amministrazione della startup finanziata. Questi non assumono un ruolo passivo: al contrario, intervengono attivamente nel fornire consulenza strategica, supporto manageriale e introduzioni a partner commerciali. Possono, ad esempio, favorire sinergie tra società partecipate che operano in settori complementari, o contribuire alla risoluzione

di criticità finanziarie e operative. Il monitoraggio della gestione e delle spese diventa così un elemento centrale per la tutela dell'investimento.

Un ulteriore strumento di controllo impiegato è l'erogazione dei fondi per stadi (*staged financing*), secondo la quale i fondi vengono erogati in tranche successive, subordinate al raggiungimento di obiettivi intermedi. Se l'azienda non dimostra progressi significativi, i finanziamenti successivi possono essere ridotti o sospesi, limitando così il potenziale di perdita.

Questa forma di finanziamento comporta inevitabilmente un'esposizione a rischi elevati, ma è accompagnata dalla possibilità di ritorni notevoli. Per massimizzare le probabilità di successo, i venture capitalist attuano una rigorosa selezione tra centinaia di potenziali imprese target, identificando quelle con le maggiori potenzialità di crescita. Nonostante la qualità delle analisi, le realtà selezionate si trovano spesso ancora in una fase embrionale e offrono soltanto un'idea promettente.

Inoltre, per gestire il rischio, gli investitori costruiscono portafogli diversificati all'interno di ciascun fondo, includendo più partecipazioni in aziende early-stage. Infatti, molte società di venture capital gestiscono contemporaneamente diversi fondi, aumentando la capacità di diversificazione complessiva. In questo modo, il rischio aggregato diventa più sostenibile, pur rimanendo elevato a livello di singolo investimento.

Grazie all'accesso a informazioni riservate e alla loro reputazione, i VC fungono anche da certificatori nei confronti di terze parti. Offrono inoltre consulenza strategica, aiutano a reclutare figure manageriali senior, facilitando contatti d'affari; partecipano in modo significativo alla governance aziendale e, non di rado, sostituiscono il fondatore alla guida dell'azienda. Infine, giocano un ruolo chiave nelle scelte di exit, ad esempio guidando il processo di IPO.

Quanto alla struttura, le società di venture capital presentano differenti organizzazioni. Solitamente si procede alla creazione di un veicolo societario per raccogliere il capitale dagli investitori per poi finanziare, sotto forma di partecipazioni, imprese con un'elevata crescita potenziale. La struttura di un fondo di venture capital può essere dunque una delle seguenti:

- Limited Partnership, un tipo di società composta da due categorie di azionisti: i limited partner (LP) e i general partner (GP). I limited partner sottoscrivono le

quote del fondo, ma non svolgono un ruolo attivo nella gestione, avendo potere decisionale limitato; i general partner, al contrario, non solo apportano capitale, ma sono anche responsabili della gestione dello stesso, occupandosi della raccolta di capitale, della selezione degli investimenti e del rimborso delle quote ai sottoscrittori. I general partner hanno responsabilità illimitata.

- Società per azioni, nella quale gli investitori coincidono con gli azionisti. A differenza della limited partnership, questa forma societaria è soggetta a tassazione diretta sui guadagni in conto capitale, anche se non ancora distribuiti, e si distingue quindi per l'assenza del principio di neutralità fiscale che invece caratterizza la limited partnership.
- Fondi chiusi di investimento, dotati di autonomia patrimoniale rispetto ai sottoscrittori e alla società che li gestisce (*management company* in generale, SGR in Italia). La responsabilità della gestione è interamente in capo alla management company, mentre i sottoscrittori non godono di alcun potere decisionale⁸.

In Italia, il venture capital si realizza spesso tramite fondi chiusi, in quanto questa soluzione è conforme alle disposizioni normative sulla gestione collettiva del risparmio. Si tratta peraltro dello stesso modello impiegato anche nella fase iniziale dello sviluppo dell'industria del venture capital negli Stati Uniti. Nei fondi chiusi viene collocato un numero fisso di quote, e una volta completata la raccolta, non è possibile effettuare nuovi conferimenti se non tramite la costituzione di un fondo nuovo. Questo vincolo consente di mobilizzare capitali a lungo termine, condizione essenziale per sostenere investimenti in imprese non quotate. A differenza dei fondi aperti, in cui l'investitore può chiedere il rimborso delle quote in qualsiasi momento, nei fondi chiusi il capitale è vincolato fino alla scadenza prevista.

A partire dagli anni Settanta e Ottanta, negli Stati Uniti, si è progressivamente affermato il modello della limited partnership come struttura di riferimento per i fondi di venture capital. Questo assetto presenta diversi vantaggi. È esente da regolamentazioni stringenti previste per altri strumenti finanziari, come ad esempio quelle contenute nell'Investment Company Act del 1940. Inoltre, la limited partnership gode, in molti paesi, di neutralità fiscale, in virtù della quale profitti, perdite e plusvalenze vengono tassate direttamente ai partner, secondo le percentuali stabilite nel partnership agreement, ovvero il contratto che

⁸ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, 9^a ed., Pearson, Milano, 2019, pp. 266–267.

regola la limited partnership. Quest'ultimo rappresenta il documento contrattuale fondamentale che regola i rapporti tra i soci: la sua particolarità risiede nel fatto che non è soggetto a registrazione pubblica né a vincoli regolamentari specifici, consentendo ai partner ampia libertà nella definizione di clausole relative alla distribuzione degli utili, ai diritti di voto, alla governance interna e alla riservatezza. Un ulteriore punto di forza della limited partnership è la sua flessibilità finanziaria, derivante dall'assenza di requisiti in merito al mantenimento di capitale minimo o alla sua restituzione anticipata. Inoltre, essa non è tenuta a sottoporre i propri bilanci a revisione contabile, né è obbligata a seguire standard contabili uniformi.

Tuttavia, questo modello non è privo di criticità. Tra gli svantaggi principali, va ricordato che i limited partner non possono intervenire nella gestione diretta della partnership, mentre i general partner, pur avendo pieno controllo operativo, sono soggetti a responsabilità illimitata, fatto che può rappresentare un deterrente per potenziali gestori.

1.2.3 Ciclo di vita di un'operazione venture capital

L'intero ciclo di vita di un fondo venture capital può essere articolato in quattro fasi principali:

- **Fundraising (raccolta dei fondi).** Le società di venture capital danno inizio alla loro operatività raccogliendo capitale da investitori come fondi pensione, banche, società e soggetti privati. Mediamente, al fondo di venture capital possono partecipare un massimo di 100 investitori, appunto limited partner. Quando il fondo inizia ad investire, “richiama” i suoi impegni dai limited partner (*takedown*). Le chiamate di capitale sono progressive e avvengono ogni qualvolta il fondo lo ritiene necessario. Gli investitori sono consapevoli del fatto che gli investimenti in venture capital sono caratterizzati da poca liquidità, e quindi sono di medio-lungo termine. Non è raro che trascorrano dai 7 ai 10 anni prima che l'investimento cominci a dare i suoi frutti.
- **Sourcing & Screening:** ricerca e selezione delle imprese target, condotta attraverso network, advisor e analisi di settore.
- **Investment & Value Creation.** Inizia la fase di investimento, tramite l'acquisizione delle quote dell'azienda - in questa fase iniziale di minoranza, poiché lo scopo è non esautorare il team imprenditoriale dal controllo – e l'intervento diretto nella governance e nel management della/e società individuate. Solitamente, i fondi si specializzano in uno o due settori industriali, soprattutto per facilitare la supervisione

e il controllo delle loro aziende. Le fasi di investimento sono quelle di seed, early-stage, growth-stage o late-stage, a seconda del momento di vita della startup.

- Exit. È il momento di disinvestimento dell'impresa partecipata con la distribuzione ai limited partners della loro quota di profitti. Come già evidenziato in precedenza, esistono vari modi mediante i quali un fondo di venture capital può uscire da un investimento. Caso più rilevante è quello della quotazione in Borsa (IPO), dove il fondo partecipa all'offerta pubblica di vendita delle azioni della società quotanda, così da dare un segnale di fiducia nei confronti della società; altra modalità è trade sale, quindi operazioni di acquisizione condotte da altri soggetti industriali; altra opzione è il riacquisto delle quote proprie, quindi da parte dei fondatori.

1.2.4 Differenza tra venture capital e private equity

Venture capital e private equity appartengono entrambi all'ampia categoria degli investimenti in capitale di rischio; pertanto, vengono spesso considerati strumenti finanziari affini. Ma, tra le due tipologie di finanziamento, esistono significative differenze, soprattutto in termini di strategia operativa, fase di intervento e profilo di rischio. Infatti, secondo l'European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), il private equity è l'investimento in capitale proprio in imprese non quotate, mentre il venture capital è una sottocategoria dello stesso, la cui differenza risiede nella fase di investimento, che nel caso di quest'ultimo avviene durante le prime fasi di vita dell'impresa, come già ampiamente descritto in precedenza.

Entrambe le tipologie di investimento si basano sulla costituzione di fondi, generalmente limited partnership, attraverso cui investitori istituzionali (limited partner) conferiscono i capitali, e un general partner, un gestore professionale, si occuperà della gestione del fondo, selezionando, monitorando e valorizzando le imprese partecipate. Tuttavia, nonostante le due forme presentino analogie dal punto di vista strutturale, non bisogna trascurare le differenze sostanziali che caratterizzano le due categorie di investimento.

Il venture capital interviene generalmente durante la fase di seed o di startup, quindi durante le primissime fasi del ciclo di vita di una giovane impresa, in particolare quando il modello di business è ancora in fase di validazione e il prodotto non è ancora stato lanciato sul mercato. Le startup finanziate operano, nella maggior parte dei casi, in settori ad alto contenuto tecnologico o innovativo, e si caratterizzano per elevata incertezza e mancanza di asset tangibili. Il capitale investito dai venture capitalist assume spesso la

forma di partecipazioni di minoranza, con un controllo indiretto da parte dell'investitore, ma con un'ampia partecipazione alla governance e supporto soprattutto manageriale e strategico. La strategia di exit del fondo è orientata a lungo termine e si realizza tipicamente attraverso operazioni di quotazioni in borsa, Initial Public Offering (IPO), o vendita industriale (acquisizioni) a soggetti terzi.

Il private equity, al contrario, si focalizza sul finanziamento di imprese già mature, anche operanti in settori tradizionali, intervenendo in fasi più avanzate, come l'espansione commerciale, la ristrutturazione finanziaria o il passaggio generazionale. Nel caso di private equity, l'investitore punta a acquisire spesso partecipazioni di maggioranza o controllo totale, riorganizzando completamente la governance e implementando le strategie di turnaround, crescita per linee esterne o ottimizzazione operativa. Le operazioni di private equity includono solitamente i buyout, management buy-in o buy-out, e puntano a valorizzare l'impresa in un orizzonte temporale più breve rispetto al venture capital (solitamente un fondo di VC opera generalmente con un orizzonte temporale di medio-lungo termine, stimato in 5–10 anni, poiché investe in imprese giovani e ad alto potenziale di crescita, che necessitano di tempo per sviluppare il proprio modello di business; al contrario, i fondi di private equity mirano a valorizzare imprese già strutturate in un arco temporale più contenuto, tipicamente tra i 3 e i 7 anni, attraverso interventi mirati di efficientamento, ristrutturazione o espansione), con l'obiettivo di massimizzarne il valore e realizzare l'exit in tempi più prevedibili, con disinvestimenti in exit tramite trade sale o cessioni a fondi successivi.

Altra differenza fondamentale risiede nella struttura del capitale: mentre il venture capital si basa quasi esclusivamente su apporti in equity, il private equity fa ampio ricorso anche alla leva finanziaria (debito), sfruttando meccanismi finanziari per massimizzare il rendimento dell'investimento. Inoltre, il profilo di rischio di un fondo venture capital è più elevato, poiché le imprese finanziate sono giovani e senza storici finanziari, mentre il private equity opera in contesti più prevedibili e con margini di controllo maggiori.

Infine, anche l'orizzonte temporale dell'investimento e la filosofia gestionale si differenziano in maniera significativa. Il venture capital accompagna lo sviluppo imprenditoriale, consapevole della maggiore maturity dell'investimento, ma con potenziali rendimenti molto elevati. Il private equity, invece, adotta un approccio più orientato al risultato economico e alla rapida creazione di valore.

In sintesi, nonostante venture capital e private equity siano accomunati da alcune caratteristiche di base, differiscono profondamente per modalità operative, tipologie di imprese nelle quali investono, strumenti e strategie utilizzate per la valorizzazione dell’impresa. La loro complementarietà rappresenta una risorsa essenziale per il funzionamento dell’intero ecosistema degli investimenti alternativi.

1.3 Impatto del venture capital sulle dinamiche aziendali

Il venture capital non rappresenta semplicemente una fonte alternativa di finanziamento per le imprese innovative, ma costituisce un motore attivo e trasformativo delle dinamiche aziendali. Capire l’impatto che questi finanziatori hanno a livello organizzativo rappresenta un tema centrale della finanza aziendale. In particolare, è importante comprendere come i venture capitalist mitigano il rischio, come la loro intermediazione ha effetto sulla partecipata e, soprattutto, comprendere e inquadrare il ruolo di certificazione che svolgono.

I venture capitalist adottano regolarmente strategie di mitigazione del rischio per regolare i loro investimenti, dati i conflitti di obiettivi tra investitori e imprenditori, a cui si uniscono i cosiddetti problemi di selezione avversa. In primis, i venture capitalist ricorrono all’utilizzo frequente di veicoli di investimento multifase, fornendo in più tranches il capitale, anziché in un’unica soluzione. Così facendo, riescono a contenere l’esposizione al rischio, dati gli ambienti estremamente volatili e caratterizzati da asimmetrie informative in cui operano, decidendo se proseguire l’investimento, ritirarsi o rinegoziare i termini nei vari stadi. Inoltre, ricorrono all’utilizzo anche di altri meccanismi contrattuali come stock option, clausole vincolanti, titoli convertibili, rappresentanza nel Consiglio di amministrazione e monitoraggio attivo del team manageriale post-investimento. Talvolta, per ridurre le asimmetrie informative, usufruiscono anche delle azioni convertibili privilegiate, cercando così di allineare gli interessi tra imprenditore ed investitore. In generale, si osserva che il livello di controllo esercitato dal venture capital tende a diminuire man mano che le performance della società partecipata migliorano.

Inoltre, una solida linea di ricerca indaga importanti questioni relative al ruolo dei venture capitalist nella selezione e nel contributo di valore alle imprese in portafoglio (ad esempio, la guida strategica), esplorando le variabili contingenti. È ampiamente

riconosciuto che gli investimenti VC sono intrinsecamente un processo di abbinamento bidirezionale: i venture capitalist di alta qualità cercano imprese in portafoglio di alta qualità. Tuttavia, l'impatto e i risultati dell'intermediazione VC sulle aziende partecipate possono variare. L'efficacia delle attività di intermediazione sulle nuove imprese sembra variare in base alla modalità con cui vengono misurati i risultati. Studi stimano che i venture capitalist contribuiscono per circa l'11% alla variazione del valore tra i round di finanziamento delle imprese in cui investono, aumentando così il valore percepito delle startup. L'influenza delle attività di intermediazione dei VC sulla valutazione dell'impresa è più pronunciata durante il periodo iniziale dell'investimento. Ricerche correlate riportano che i venture capitalist tendono a selezionare imprese con maggiore potenziale di crescita e che le attività di intermediazione dei VC incrementano la crescita della produttività dei fattori nelle imprese per un valore pari al 18% (ad esempio in termini di crescita dei ricavi). Allo stesso tempo, altre ricerche evidenziano che le imprese supportate da venture capital raggiungono livelli più elevati di crescita dei ricavi, ma non necessariamente superiori di redditività.

Le ricerche esistenti esaminano anche relazioni contingenti, le quali suggeriscono che gli effetti positivi sulle performance dipendano in larga misura da fattori situazionali come la fase di sviluppo e il settore di appartenenza. Un'altra variabile contingente è costituita dall'eterogeneità tra i fondi di VC. Le capacità dei venture capitalist di selezionare target d'investimento e di aggiungere valore non sono sempre uguali: i fondi VC con maggiore esperienza hanno più probabilità di portare le imprese all'IPO rispetto ai fondi meno esperti, attraverso una combinazione di capacità di selezione e di influenza (sebbene in gradi differenti).

Altri studi mostrano che, sia i fondi venture capital ad alta reputazione, sia quelli a bassa reputazione, influenzano l'efficienza delle imprese in portafoglio, ma con effetti differenti. Inoltre, i ricercatori si sono concentrati su variabili legate all'impresa partecipata: il valore fornito dai venture capitalist può essere maggiore per le imprese di qualità inferiore. Sebbene la composizione del team e le capacità interne svolgano un ruolo cruciale nell'attrarre investimenti, il contributo dei VC potrebbe essere più significativo per imprese con team incompleti. Anche il numero di imprese in portafoglio detenute da un fondo (dimensione del portafoglio) è un fattore rilevante che incide sul

tipo e sul livello di supporto offerto dal venture capital, poiché ciò influenza il tempo, l'attenzione e le risorse che ciascun fondo può dedicare.

Infine, sebbene molta ricerca si sia focalizzata sul valore aggiunto dei VC e sull'impatto sulle performance delle imprese partecipate, altri studi analizzano il valore di certificazione dei legami con i VC, specialmente in occasione di eventi di exit come le IPO. Il sostegno da parte di venture capitalist di alta reputazione è associato a exit più favorevoli, e le azioni di tali società registrano spesso quotazioni superiori rispetto a quelle non sostenute da VC. Gli effetti di certificazione dei legami con i VC sembrano anche favorire la formazione di reti di alleanze, sia tra fondi, sia tra imprese partecipate. Ulteriori ricerche suggeriscono che queste imprese possano subire un sottoprezzo (underpricing) a causa di comportamenti di "grandstanding" da parte dei VC - spingendo le startup in portafoglio ad uscire dal mercato prima del momento ottimale - i quali mirano ad accrescere la propria visibilità e attrattività per deal futuri, anche se ciò può ridurre i guadagni per i fondatori originari. È chiaro, quindi, che il coinvolgimento dei VC può trasmettere segnali sociali importanti, ma le complessità di queste dinamiche sono ancora oggetto di approfondimento.

1.3.1 Fondi di venture capital: Accel Partners

Accel Partners, oggi nota come Accel, è una delle maggiori società di venture capital a livello globale. Fu fondata da Arthur Patterson e Jim Swartz a Palo Alto (California) nel 1983, e da sempre si è distinta per i suoi finanziamenti in startup emergenti nell'ambito tecnologico. La sua filosofia è fin dagli inizi articolata in tre principi fondamentali: focus settoriale, sviluppo imprenditoriale e impegno verso il successo. Questi hanno fatto sì che la società sia diventata tra le più influenti nel settore del venture capital nell'identificazione e supporto strategico di startup con alto potenziale di crescita, focalizzandosi sull'industria delle comunicazioni e di internet/intranet⁹.

Da sempre un colosso nel contesto americano, nel 2000 Accel ha ampliato la sua presenza internazionale, espandendosi anche nel panorama europeo dopo aver aperto un proprio ufficio a Londra. Da allora, la società ha individuato come imprese target anche realtà europee, contribuendo alla crescita dell'ecosistema tecnologico del continente. Con il

⁹ "Accel (company)", Wikipedia, disponibile su: [https://en.wikipedia.org/wiki/Accel_\(company\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Accel_(company))

passare degli anni, Accel ha anche stabilito uffici in altre città del mondo come Bangalore, Pechino e Tokyo, consolidandosi come uno dei primi fondi di venture capital globali.

La società effettua investimenti in startup tecnologiche durante le fasi iniziali, offrendo, oltre ingenti capitali, anche e soprattutto supporto strategico e operativo. Questo include assistenza nella definizione della strategia aziendale, reclutamento di nuovi talenti e sviluppo di partnership strategiche. L'approccio di Accel è volto ad una profonda comprensione dei settori in cui opera, così da effettuare valutazioni tempestive e accurate delle opportunità di investimento.

Il portafoglio di cui può vantare Accel è costituito da aziende che sono diventate leader di mercato nei settori di appartenenza, e tra le più note si annoverano:

- Facebook: Accel è stato uno dei primi investitori, contribuendo significativamente alla crescita iniziale del social network.
- Slack: piattaforma di comunicazione aziendale che ha rivoluzionato il modo in cui le aziende collaborano internamente.
- Dropbox: servizio di cloud storage che ha semplificato la gestione e la condivisione dei file.
- Spotify: servizio di streaming musicale che ha trasformato l'industria musicale globale.
- Atlassian: azienda australiana nota per strumenti di collaborazione come Jira e Confluence.

Questi investimenti testimoniano la capacità di Accel di individuare e supportare aziende con potenziale di crescita esponenziale¹⁰.

¹⁰ Accel, “Founder Factory”, disponibile su: <https://www.accel.com/founder-factory>

Capitolo 2: Il percorso verso la quotazione: IPO e venture capital

2.1 Introduzione al mercato azionario

Come definito da Borsa Italiana, *il mercato azionario è il luogo, non necessariamente fisico, dove sono negoziati i titoli azionari*, strumenti finanziari scambiati tra investitori istituzionali e privati¹¹; inoltre, tramite suddetto mercato, le società per azioni si finanzianno tramite equity, e quindi non tramite debito, come invece avviene con prestiti in banca e obbligazioni. Gli strumenti finanziari negoziati in tale mercato sono le azioni, titoli rappresentativi della partecipazione al capitale di una società, quindi di una quota del capitale: la partecipazione in una società corrisponde alla percentuale di azioni che l'azionista possiede sul totale delle azioni emesse. Tale mercato si suddivide in mercato primario e mercato secondario. Il mercato primario è il contesto in cui vengono emessi e venduti i titoli di nuova emissione da parte delle imprese agli investitori, come avviene nel caso di un'offerta pubblica iniziale (IPO); il mercato secondario, invece, è il luogo dove i titoli già emessi vengono successivamente scambiati tra investitori. La borsa valori è l'esempio più noto di mercato secondario, in cui i titoli precedentemente emessi sono scambiati tra terze parti. Tuttavia, attraverso il meccanismo dell'offerta pubblica iniziale (IPO), la borsa assume anche un ruolo primario: permette alle imprese di raccogliere capitale mediante la vendita al pubblico di nuove azioni. Questa funzione è particolarmente importante per le società in espansione, come le startup innovative che hanno già attraversato un primo ciclo di finanziamento attraverso capitale di rischio (venture capital) e necessitano ora di risorse su larga scala per scalare il proprio modello di business.

I mercati secondari possono essere organizzati in due modi: mercati regolamentati e mercati over-the-counter (OTC), cioè non regolamentati. Il primo consiste nelle borse valori, riconosciute espressamente dall'ordinamento e che sono oggetto di autorizzazione a operare nonché di regolamentazione in merito ai requisiti minimi della società che li gestisce. Esempi di mercati regolamentati sono la Borsa di New York (New York Exchange), la Borsa di Londra (London Stock Exchange) e la Borsa di Milano (Borsa Italiana SPA). L'altra modalità per organizzare il mercato secondario è predisporre il cosiddetto mercato OTC (over-the-counter), dove vengono scambiati i titoli che non sono

¹¹ “Borsa”, *Borsa Italiana – Glossario*, disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/borsa.html>

quotati in una borsa, quindi in un mercato regolamentato. Qui operatori in sedi differenti hanno un “magazzino” di titoli che sono pronti a scambiare con chiunque si faccia avanti e sia disposto ad accettare i loro prezzi. È la soluzione di mercato prescelta qualora si debbano negoziare titoli con alto grado di personalizzazione, con particolari esigenze da parte dei contraenti; inoltre, questa forma di mercato manca di alcuni requisiti che vengono imposti ai mercati regolamentati. Ciò non vuol dire i mercati OTC non sono soggetti ad alcuna regolamentazione, ma che devono rispettare regole più leggere e strutture più flessibili. Da un punto di vista organizzativo, le negoziazioni sono eseguite attraverso circuiti telematici; l'esempio più noto di questo tipo è il NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation system)¹².

I mercati azionari sono regolati da enti pubblici che ne garantiscono il corretto funzionamento e la trasparenza. Negli Stati Uniti, l'autorità competente è la Securities and Exchange Commission (SEC), mentre in Europa il controllo è demandato alle autorità nazionali, come la Consob in Italia. Le società che intendono quotarsi in borsa devono rispettare requisiti rigorosi in termini di bilancio, governance e trasparenza informativa, con l'obiettivo di proteggere gli investitori e assicurare l'efficienza del mercato.

2.1.1 Definizione e caratteristiche di una IPO

L'IPO rappresenta un momento fondamentale nel ciclo di vita di un'azienda, che segna la transizione da entità privata a società quotata in borsa. Un'IPO consente ad un'azienda di raccogliere capitale di rischio senza dover ricorrere all'indebitamento, migliorando la propria struttura finanziaria e accedendo a fonti di finanziamento più ampie. Oltre al capitale raccolto direttamente dalla vendita delle nuove azioni, l'operazione offre una valutazione di mercato ufficiale dell'impresa, che può aumentare la sua visibilità e credibilità presso investitori, clienti e fornitori. Dal punto di vista funzionale, l'IPO si colloca nel mercato primario, dove si emettono nuovi titoli, distinguendosi dal mercato secondario nel quale gli investitori scambiano titoli già emessi. La società emittente riceve direttamente i proventi della vendita nel mercato primario, mentre nel mercato secondario successivo le transazioni avvengono tra investitori senza beneficio economico per la società stessa.

Le motivazioni che incidono sulla decisione di un'impresa di quotarsi in borsa sono molteplici e differenti. A seguito di un'indagine empirica condotta dai due studiosi Brau

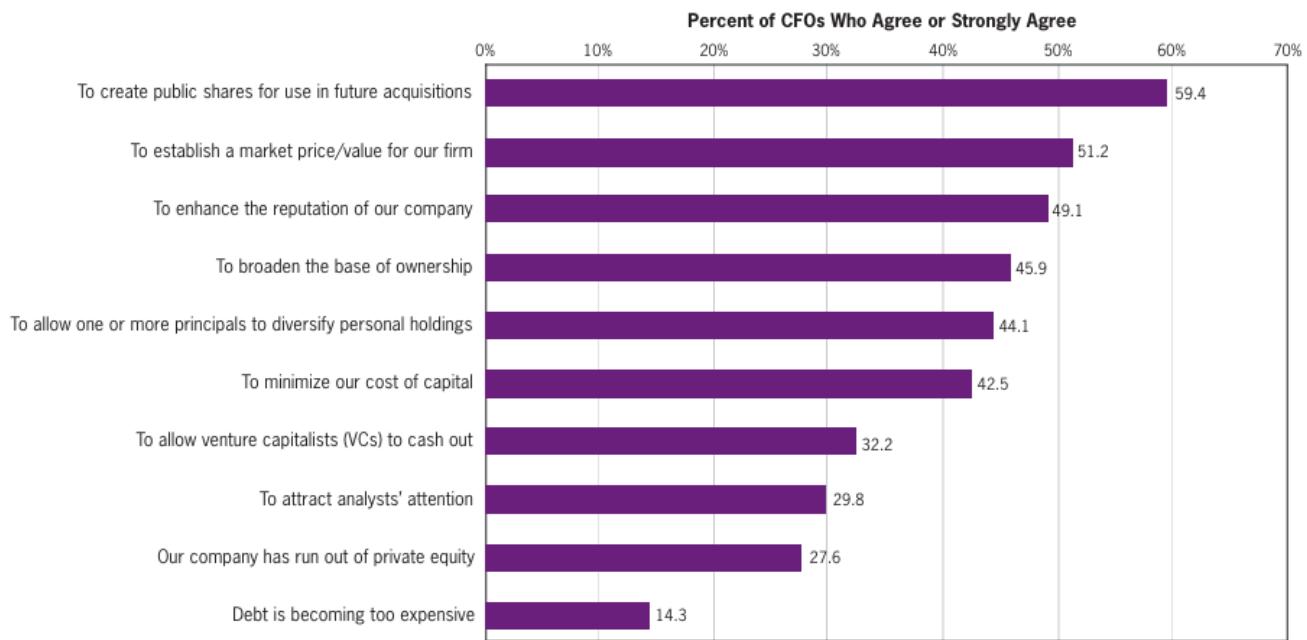
¹² F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, 9^a ed., Pearson, Milano, 2019, pp. 18–19.

e Fawcet (2006), su un campione di 336 Chief Financial Officers (CFO) statunitensi¹³, finalizzata a comprendere le motivazioni che spingono le imprese ad intraprendere una IPO, sono emersi risultati non del tutto allineati con la letteratura classica. La ricerca è stata condotta su alcuni aspetti specifici del processo di quotazione: (1) motivi per la quotazione in borsa; (2) tempistica della IPO; (3) criteri per la scelta di un sottoscrittore; (4) fenomeno dell'underpricing; (5) segnali che l'azienda può trasmettere attraverso l'IPO; (6) motivi per rimanere privati.

Partendo dalla teoria accademica, le motivazioni principali per quotarsi in borsa sono quattro. In primo luogo, si effettua un'offerta pubblica quando l'equity esterno consente di minimizzare il costo del capitale, e quindi di massimizzare il valore dell'impresa; in secondo luogo, l'IPO consente agli insider di "monetizzare" (cashing out) il loro investimento iniziale, vendendo opportunamente le azioni ai fini di un guadagno personale. L'IPO fornisce anche ai venture capitalist l'opportunità di disinvestire il proprio capitale, rappresentando così la forma di exit più attraente. Il terzo motivo sostenuto dalla letteratura è che l'offerta pubblica iniziale può facilitare le attività di acquisizione, creando azioni pubbliche che possono essere utilizzate come "moneta" per acquisire altre aziende o essere acquisite. Infine, le IPO possono fungere anche da mosse strategiche, aumentando la pubblicità o reputazione di un'azienda.

I risultati della ricerca invece, ottenuti intervistando il campione di CFO per ottenere una prospettiva reale del processo di IPO, mostrano che la principale motivazione individuata non è quella della minimizzazione del costo del capitale, bensì è raccogliere capitale per finanziare le opportunità di crescita; più specificamente, le IPO creano una valuta, le azioni, da utilizzare in future operazioni di acquisizione, seguita dalla volontà di stabilire un valore di mercato per l'impresa e dall'obiettivo di accrescere la reputazione aziendale. In aggiunta, un ulteriore motivo, soprattutto sostenuto dai CFO di aziende che non hanno ancora sostenuto una quotazione in borsa, è l'opportunità per i principali azionisti di liquidare e diversificare il proprio patrimonio. È inoltre degno di nota che i CFO delle società "not-tried" (cioè, che non hanno mai tentato una IPO) si dichiarano meno preoccupati del valore percepito di mercato o della reputazione aziendale rispetto ai CFO di imprese che hanno contemplato o effettivamente realizzato una IPO.

¹³ J.C. Brau, S.E. Fawcett, "Evidence on What CFOs Think About the IPO Process", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 18, n. 3, 2006, pp. 107–109.



Fonte: Brau J.C. e Fawcett S.E., "Evidence on What CFOs Think about the IPO Process: Practice, Theory and Managerial Implications", in *Journal of Applied Corporate Finance*, n.18, pp 107-11-, 2006.

2.1.2 Cenni storici sulla quotazione in borsa

Comunemente si è convinti che l'investimento in titoli azionari si sia sviluppato solamente con l'avvento del sistema capitalistico moderno e sulla base dello sviluppo tecnologico degli ultimi anni. Infatti, è lecito domandarsi perché i nostri ascendenti avrebbero dovuto acquisire partecipazioni di società operanti dall'altra parte del poco di cui ben poco conoscevano. Eppure, di investimenti se ne parlava anche nell'antica Grecia, dove, oltre al lucro, il motivo principale d'investimento era il voler provare il brivido associato al rischio, poiché una decisione presa in condizione di incertezza permette di far sentire l'uomo forte e maggiormente sicuro di sé stesso.

È possibile osservare una prima forma di mercato azionario nella Repubblica Romana. La grande ricchezza dell'Impero fu il presupposto essenziale per una maggiore circolazione del capitale. Concedere un prestito, inteso in senso commerciale, divenne una pratica sempre più diffusa. Un numero crescente di individui era disposto ad investire del denaro al fine di trarne profitto, facendo sì che l'antica Roma diventasse una culla di una nuova mentalità imprenditoriale. Fu proprio attraverso questo processo che nacque il primo mercato azionario. Successivamente, il Medioevo rappresentò un vero e proprio freno temporale alla diffusione dei mercati finanziari, a causa di una visione del mondo

eccessivamente basata sulla religione. Si assistette però, sempre in Italia, ad un cambiamento.

I commercianti di alcune città-stato commerciali, come Venezia e Genova, ampliarono nel corso del tempo il traffico dei propri scambi. Così, si diffuse una maggiore propensione al rischio tra coloro che erano dotati di una maggiore disponibilità di capitali da investire. Fu la necessità di gestire e accettare i rischi che generò un'idea precisa del concetto di mercato finanziario. Era poi inevitabile che i titoli venissero scambiati tra i commercianti, abituati alla sistematica assunzione del rischio. Il fabbisogno finanziario delle amministrazioni italiane favorì l'emissione di titoli obbligazionari liberamente negoziabili, e la crescente diffusione di tali pratiche giustificò la definizione di una ferrea regolamentazione da parte delle città-stato più importanti. Nonostante queste restrizioni normative, il commercio di titoli di Stati fiorì a Venezia così come in tante altre città italiane. Vi era uno scambio continuo di prestiti ad alto e basso rischio. I veneziani furono i leader del settore e i primi a negoziare i titoli organizzativi di altri Paesi, fungendo da moderni broker.

Tuttavia, la prima vera borsa valori sorse ad Anversa soltanto nel 1531 -. Anche in questo caso, ad essere negoziate non erano azioni, bensì obbligazioni governative o debiti individuali. In quegli anni, la ricchezza di uno Stato veniva misurata prevalentemente attraverso i traffici commerciali effettuati su vasta scala, esportando e soprattutto importando merci da Paesi lontani, come l'India Orientale o la Cina. Un'enorme quantità di navi solcava i mari, navigando per mesi nella speranza che tutto sarebbe andato per il meglio; i rischi erano imbattersi in pericolose tempeste, pirati o che un capitano poco esperto seguisse una rotta fatale. I proprietari delle navi pensarono allora di minimizzare il rischio associato alle spedizioni riducendo il denaro investito direttamente o, meglio, raccogliendo più risorse monetarie da individui disposti ad investire e a ricevere eventualmente una percentuale dai profitti derivanti da pericoloso viaggio. Minimizzare il rischio relativo alle spedizioni era l'obiettivo principale di chi investiva il proprio denaro in queste attività, e diversificare il capitale a disposizione in diverse spedizioni rappresentava la scelta più logica. Come si poteva attuare tale strategia? Era attuabile finanziando un elevato numero di viaggi. Questa pratica divenne più semplice quando alcuni ricchi imprenditori del tempo decisero di creare delle vere e proprie compagnie di spedizioni navali, società che organizzavano e gestivano più viaggi. Era a carico della società il compito di diversificare l'investimento, mentre gli investitori avevano il solo

compito di acquistare le quote di partecipazione. Nacquero così le prime società per azioni come la Dutch East India (1609) o la British East India (1600), e le azioni iniziarono formalmente ad essere negoziate all'interno dei mercati borsistici. Nacque poi la borsa di Amsterdam nel 1602, che prese il posto di Anversa per importanza. È interessante osservare come questi strumenti finanziari fossero i primi al mondo a non avere un'intestazione specifica (titoli al portatore). Il titolare dei diritti connessi all'azione era colui che le possedeva, per facilitarne il trasferimento. Nel frattempo, lo sviluppo dei mercati finanziari prese piede soprattutto in Europa, con la nascita della Borsa di Londra e Parigi.

La Borsa di Londra nacque in maniera informale in una caffetteria (nota come Jonathan's Coffee House), nel 1698. Lì si riunivano commercianti, investitori, speculatori e persone interessate a questo ambiente. Tuttavia, il London Stock Exchange nacque ufficialmente soltanto nel 1802, nel momento in cui la negoziazione dei titoli venne trasferita in un edificio a Chapel Court.

Negli Stati Uniti si assistette, in quel periodo, allo sviluppo di una situazione simile, anche se caratterizzata da una legislazione meno restrittiva. La prima borsa valori americana nacque a Philadelphia (PHLX, Philadelphia Stock Exchange) nel 1790, e venne acquistata da NASDAQ Inc. nel 2007 per circa \$650 milioni. In ogni caso, il mercato borsistico americano per eccellenza vide la luce nel 1817, a New York. Il NYSE (New York Stock Exchange) è la più grande borsa al mondo per volume di scambi, e la seconda per numero di società quotate. Anche il NASDAQ (National Association of Security Dealers Automated Quotation) ha sede a New York e vi sono quotate molte delle più grandi società tech al mondo. Il mercato nacque nel 1971 e per la prima volta si ebbe la possibilità di effettuare gli ordini di acquisto e di vendita in via telematica, con i computer¹⁴.

Per quanto riguarda l'Italia, Milano rappresenta la sede principale della Borsa Italiana. La privatizzazione del settore avvenne nel 1998 quando i vari mercati borsistici minori (Roma, Torino, Firenze, Napoli e altre), vennero riuniti in un'unica entità. Dal 2007, a seguito della fusione con la Borsa di Londra, Borsa Italiana S.p.A, è stata parte del LSEG (London Stock Exchange Group). Nel 2020, un accordo ha garantito la proprietà ad Euronext, società che controlla vari mercati in Europa.

¹⁴ N. Finanza, *Il mercato azionario*, Independently published, 2021, pp. 17–22.

L’evoluzione dei mercati azionari, frutto di secoli di trasformazioni economiche, normative e tecnologiche, ha condotto alla definizione di strumenti sempre più strutturati per l’accesso al capitale, tra cui l’IPO, oggi considerata una delle principali vie di finanziamento per le imprese in fase di crescita.

2.2 Tipologie di IPO

Negli ultimi anni, sono stati utilizzati tre metodi per ricorrere alla quotazione in borsa. Il processo tradizionale di quotazione per un’azienda è l’IPO con procedimento di bookbuilding. Questa opzione prevede, accanto alla figura della società emittente, la presenza di un ulteriore attore, il sottoscrittore (o underwriter, che possono essere anche più di uno a seconda del caso), il quale si occupa di organizzare e condurre un roadshow con i futuri investitori, oltre che stimare la domanda delle azioni, prima che il prezzo venga stabilito e le azioni stesse vengano collocate. La seconda tipologia di quotazione per le imprese è il direct listing¹⁵, la quale opzione non presenta la figura dell’underwriter, bensì è la stessa società emittente a procedere alla collocazione delle proprie azioni direttamente sul mercato. Infine, un’ultima modalità per le aziende di diventare pubbliche è la SPAC (Special Purpose Acquisition Company)¹⁶, che, come il direct listing, ha un’origine più recente rispetto al tradizionale processo di quotazione. La SPAC è un’azienda che si occupa della raccolta di capitale attraverso un’IPO, per poi procedere a fondersi con un’altra azienda privata non quotata, la quale diventerà pubblica dopo la fusione. Questo metodo permette alle imprese di quotarsi, attuando un processo alternativo rispetto alla tradizionale IPO con procedimento di bookbuilding.

Di seguito, nei paragrafi successivi, l’analisi verterà sul tradizionale procedimento di offerta pubblica iniziale.

2.2.1 Processo di quotazione e attori coinvolti

Una società, per diventare pubblica e quindi essere quotata presso una borsa, deve attraversare un processo determinato da step ben definiti, che prevedono la presenza di

¹⁵ Il *direct listing* rappresenta una modalità alternativa di accesso ai mercati regolamentati, attraverso la quale una società può rendere negoziabili le proprie azioni senza ricorrere all’emissione di nuovi titoli o all’intermediazione di un sottoscrittore. In questo processo, le azioni già in circolazione vengono immesse direttamente sul mercato, consentendo agli attuali azionisti – tra cui fondatori, dipendenti o investitori privati – di vendere le proprie partecipazioni. Cfr. “Direct Listing”, *B-PlanNow – Glossario*, disponibile su: <https://b-plannow.com/glossario/direct-listing/>

¹⁶ Le SPAC (Special Purpose Acquisition Companies) sono veicoli societari quotati che raccolgono capitale da investitori con l’obiettivo di acquisire o fondersi con una società non quotata entro un periodo definito, solitamente tra 12 e 24 mesi. I capitali iniziali sono forniti dai promotori, mentre le somme raccolte in fase di quotazione vengono custodite in un conto vincolato (*escrow account*) a tutela degli investitori. Cfr. “SPAC”, *Banco BPM – Glossario*, disponibile su: <https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/spac/>

differenti attori. Affinché poi possano partecipare al percorso di quotazione, devono rispettare dei requisiti minimi, definiti dalla borsa di riferimento, sia dal punto di vista economico-finanziario, che patrimoniale e dimensionale, oltre che di governance.

Il primo compito dei manager di un’azienda che decide di intraprendere il percorso di IPO tradizionale è selezionare i sottoscrittori (underwriters), i quali, durante una nuova emissione, agiscono alla stregua di intermediari chiave. Infatti, essi ricoprono tre ruoli: in primis, offrono consulenza sia legale che finanziaria, poi si occupano di acquistare la nuova emissione e, infine, la rivendono pubblicamente. Dunque, i sottoscrittori si accollano il rischio che l’emissione possa non avere successo, ritrovandosi a detenere azioni non richieste dal mercato. Quando una nuova emissione viene considerata particolarmente rischiosa, il sottoscrittore potrebbe non assumersi un impegno fisso e tratterà l’emissione sulla base del “miglior risultato” (best effort), o del “tutto o niente” (all-or-none). Per “miglior risultato” si intende che il sottoscrittore non si impegna e non garantisce di vendere l’intera emissione, ma prometterà di trattarla sulla base del “miglior risultato”, e quindi di vendere quanto più possibile. Invece, per “tutto o niente”, si intende che, qualora il sottoscrittore non dovesse riuscire a vendere l’intera emissione, il contratto e la sottoscrizione verranno annullati e la società emittente non riceverà nulla¹⁷. In generale, essere un sottoscrittore richiede una muscolatura finanziaria e una considerevole esperienza. Non a caso, il business della sottoscrizione dei titoli è dominato dalle più importanti banche commerciali e di investimento.

Dopo la scelta del sottoscrittore, la società emittente, in collaborazione con il sottoscrittore stesso, con i suoi legali e con i suoi consulenti contabili, si occuperà della redazione del prospetto informativo, nel contesto americano detto “registration statement”, da presentare alle autorità di vigilanza di competenza, come ad esempio la CONSOB per la Borsa Italiana o la SEC (*Securities and Exchange Commission*) nel caso di quella americana. La stesura di questo documento è richiesta per ogni emissione pubblica di titoli e si tratta di un documento che presenta informazioni sul finanziamento richiesto, sulla storia dell’azienda, sulle attività in essere e sui i piani per il futuro. La prima parte del documento contiene le informazioni di base del mercato, costruendo un ponte tra le informazioni private e pubbliche. Le principali sezioni di questa parte descrivono l’attività dell’emittente, i fattori di rischio, le informazioni finanziarie e la

¹⁷ R.A. Brealey, S.C. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, IX ed. italiana, McGraw-Hill Education, Milano, 2020, p. 333.

corporate governance. La seconda parte, invece, si occupa della descrizione di alcuni parametri di offerta, come il numero di azioni da emettere, la fascia di prezzo, il calendario per il periodo di sottoscrizione e l'utilizzo dei proventi. Per assicurarsi che tutte le informazioni riguardo la società emittente siano inserite all'interno del prospetto, viene organizzata una presentazione del prospetto dinanzi al management, chiamata due diligence. L'obiettivo è quello di proteggere la società, il suo Consiglio di amministrazione e il sindacato bancario, poiché tutti i futuri investitori potranno fare pieno affidamento sulle informazioni fornite nel prospetto. Durante tutto il processo di IPO, possono essere pianificate ulteriori sessioni di due diligence ad ogni tappa chiave per garantire che le informazioni divulgate siano ancora aggiornate.

L'autorità di regolamentazione finanziaria della borsa di riferimento condurrà una revisione approfondita per garantire che il prospetto contenga le informazioni di cui gli investitori hanno bisogno per decidere se partecipare o meno all'offerta. Il periodo di revisione inizia quando una prima bozza del prospetto viene depositata presso l'autorità di regolamentazione. Attraverso domande e risposte e versioni rivisitate del prospetto, l'autorità di regolamentazione interagisce con i consulenti; una volta che l'autorità di regolamentazione concede l'approvazione finale, un comunicato stampa notificherà l'avvio del processo di ammissione alla quotazione, rivelando al mercato i tempi e i dettagli dell'offerta. Dopodiché, si darà il via alla fase di commercializzazione.

Prima però dell'approvazione da parte dell'autorità di regolamentazione finanziaria di competenza, durante il periodo di attesa, la società emittente ed i suoi sottoscrittori devono iniziare a pensare al prezzo di emissione. Pertanto, organizzeranno diversi incontri con investitori mirati, anche detti *road show*, per spiegare il modello di business della futura società quotata, valutare il sentimento iniziale del mercato e, soprattutto, attirare l'attenzione e quindi stimolare la domanda degli investitori. La maggior parte di questi è costituita da investitori istituzionali, come manager dei fondi comuni o dei fondi pensione. I potenziali investitori esprimeranno il loro giudizio sull'emissione ed indicheranno alle banche sottoscritte le quantità di titoli che saranno disposti ad acquistare. Alcuni indicheranno anche il prezzo massimo a cui vorranno acquistare, mentre altri indicheranno solo un importo fisso di azioni che saranno disposti ad acquistare, qualunque sarà il prezzo. Rispetto alla fascia di prezzo presentata nel prospetto, quello effettivo potrà discostarsi fino a un massimo del 15%, positivamente o negativamente. Questi colloqui con i gestori dei fondi consentono di costruire un *book* di

possibili ordini, dove la banca sottoscrittrice capofila viene detta “*bookrunner*”; perciò, questa fase del collocamento viene anche detta di “*bookbuilding*”. Avere durante questa fase investitori chiave disposti ad investire nell’azienda, può contribuire a rafforzare la percezione positiva da parte del mercato, acquisendo soprattutto sicurezza e credibilità. La domanda, quindi, sarà determinata da due tipi di investitori: investitori istituzionali con grandi posizioni azionarie, e investitori al dettaglio, individui non professionisti che operano attraverso *broker* tradizionali o altre piattaforme autorizzate.

Il prezzo finale verrà fissato in base alla domanda in vari punti della fascia di prezzo. Poiché la domanda diminuisce all'aumentare del prezzo all'interno dell'intervallo, l'azienda deve trovare un equilibrio tra l'importo raccolto, la valutazione attesa e lo slancio che cerca di generare. In caso di domanda debole, dovrà essere sottoscritto almeno il 75% dell'offerta di azioni di base. Al di sotto di tale soglia, l'offerta sarà considerata non riuscita e verrà annullata. Esistono, però, anche altri meccanismi meno comuni per determinare il prezzo dell'IPO. Ad esempio, prima del periodo di collocamento, i consulenti, insieme al management, possono decidere di adeguare sia il prezzo dell'IPO che il numero di azioni in emissione. La domanda complessiva a questo prezzo unico determinerà l'importo finale raccolto con un limite massimo fisso. In alternativa alle operazioni a prezzo fisso, potrebbe essere fissato un prezzo minimo prima del collocamento. In questo caso, la fase di bookbuilding funzionerà come un'asta.

2.2.2 Fenomeno dell’underpricing

Come affermato da Borsa Italiana, l’*underpricing* è un «*fenomeno tipico delle operazioni di OPV e IPO che si verifica quando il prezzo di collocamento è inferiore al prezzo di mercato dei titoli al momento della quotazione*», in particolar modo è il costo che deriva dall’emissione di titoli ad un prezzo inferiore rispetto al prezzo di chiusura del primo giorno di emissione¹⁸. L’*underpricing* rappresenta effettivamente un costo per la società emittente, poiché la sottovalutazione del prezzo effettivo delle azioni di nuova emissione fa incassare minori proventi alla stessa società rispetto a quanti ne avrebbe potuti ottenere vendendo le proprie azioni al “giusto” valore. Inoltre, questo porta ad una riduzione della ricchezza relativa dei soci esistenti, accettando implicitamente una diluizione non necessaria a vantaggio di altri investitori, in particolare dei potenziali investitori istituzionali disposti ad investire nella società. Ciò potrebbe alterare il rapporto con gli

¹⁸ “Underpricing”, *Borsa Italiana – Glossario*, disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/underpricing.html>

azionisti pre-IPO, poiché un underpricing eccessivo potrebbe far pensare che questi non siano stati tutelati adeguatamente dalla società e dall'underwriter, o che ci siano stati favoritismi proprio verso i nuovi investitori. Pertanto, sorge spontanea la domanda del perché esista sudetto fenomeno, proprio quando l'obiettivo delle aziende che ricorrono alla quotazione in borsa è quello di massimizzare il capitale tramite l'IPO. Importante sottolineare come per le IPO avvenute negli Stati Uniti tra il 1980 e il 2022, l'underpricing medio ponderato è stato pari al 19% (Ritter, 2023), quindi il prezzo delle azioni aumentava in media di quasi un quinto alla chiusura dei mercati durante il primo giorno di quotazione¹⁹. Per comprendere le motivazioni che comportano lo sviluppo di questo fenomeno, bisogna categorizzare le teorie dell'underpricing come basate o non basate sull'asimmetria informativa.

Le teorie basate sull'asimmetria informativa suggeriscono che l'underpricing può sorgere poiché i manager sono meglio informati degli investitori, ed anche perché alcuni gruppi di informatori possiedono più informazioni rispetto ad altri. Infatti, investitori retail, solitamente poco informati, si trovano a competere con investitori istituzionali, i quali sono investitori sofisticati e ben informati. Pertanto, i primi saranno destinati soprattutto all'assegnazione di IPO sovraprezzate; allora, l'underpricing è necessario per incentivare questa tipologia di investitori a partecipare all'offerta, cercando così di compensare gli svantaggi derivanti dalle minori informazioni di cui dispongono, quindi come sorta di compenso o di premio per il rischio assunto con l'IPO. La logica alla base di ciò è che, poiché il prezzo dell'azione nel mercato secondario è sconosciuto e incerto nel momento in cui viene fissato il prezzo nel mercato primario, gli investitori si assumono un rischio che altrimenti ricadrebbe sulla società stessa o sugli underwriters²⁰.

Le altre teorie che spiegano il perché di eventuali casi di underpricing sono le teorie basate su problemi di agenzia, accondiscendenza degli emittenti e potere degli underwriters, che permettono di comprendere il perché si verificano IPO con underpricing di altissima percentuale. In particolare, da alcuni studi e ricerche condotte sono emersi sospetti che gli underwriters possano trarre vantaggi, ma soprattutto profitti, in modo opportunistico dall'underpricing, rafforzando i rapporti con gli investitori istituzionali. Ad esempio, nelle teorie di agenzia sull'underpricing, gli underwriters potrebbero essere incentivati a

¹⁹ R. Huang, J. R. Ritter, D. Zhang, *IPOs and SPACs: Recent Developments*, in *Annual Review of Financial Economics*, vol. 15, 2023, pp. 595–615.

²⁰ Brau, J., & Fawcett, S. (2006). *Evidence on What CFOs Think About the IPO Process*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(3), 111–112.

sottoprezzare le azioni durante il bookbuilding, in cambio di favori indiretti (*spinning*). Inoltre, quando gli imprenditori sono inesperti, gli underwriter potrebbero avere maggiore potere contrattuale, trovando ottimale proporre una valutazione più bassa, con conseguente underpricing medio più elevato (accondiscendenza degli emittenti e potere degli underwriters)²¹.

Considerando l'ampia diffusione del fenomeno dell'underpricing e i costi che questo comporta per le aziende emittenti, è cresciuto sempre di più negli ultimi anni l'attenzione per l'individuazione di strategie che potessero contenerne l'incidenza. Ciò che i CFO delle società prossime alla quotazione in borsa potrebbero fare per ridurre l'underpricing è condurre le IPO future sulla base delle IPO passate, oltre che contrattare e negoziare più aggressivamente il prezzo di offerta con l'underwriter, al fine di fronteggiare i problemi di agenzia e ridurre il potere degli underwriters. Inoltre, di fondamentale importanza potrebbe risultare un miglioramento della governance, con la presenza di investitori istituzionali attivi o venture capitalist nel Consiglio di amministrazione, volti ad esercitare un controllo più rigoroso del processo di determinazione del prezzo e di allocazione delle azioni.

2.2.3 Benefici e costi della quotazione

La quotazione in borsa comporta per la società emittente dei costi e, allo stesso tempo, la stessa potrà godere di alcuni benefici derivanti dalla stessa. Partendo dai costi, il primo costo affrontato da una società quotata è causato dal fenomeno della selezione inversa, scaturito soprattutto dall'asimmetria informativa tra società emittente e investitori, i quali saranno poco informati sul reale valore della società, specialmente nel caso di aziende giovani e di minori dimensioni con una scarsa visibilità e uno storico limitato. Questo si manifesta con l'underpricing. Oltre quest'ultimo, la quotazione comporta ovviamente anche ulteriori costi, in questo caso diretti e conseguenti all'IPO. In particolare, ai costi iniziali come costi di collocamento o costi di registrazione, si aggiungono costi annuali per la revisione dei bilanci, certificazione, divulgazione delle informazioni contabili, costi di partecipazione al mercato azionario ecc. Molti di questi, però, sono costi fissi, dunque non aumentano in maniera proporzionale alla dimensione dell'IPO. Per questo motivo, pesano ovviamente di più sulle aziende di dimensione minore. Più precisamente, studi

²¹ Brau, J. C., & Fawcett, S. E. (2006), *Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice*, *The Journal of Finance*, 61(1), pp. 399–436.

condotti da *Ritter* (1978), hanno stimato che negli Stati Uniti i costi fissi ammontano a circa 250.000 dollari, con costi variabili attestabili a circa il 7% dell'entrate lorde dell'IPO. In Italia, i costi fissi sono all'incirca gli stessi di quelli delle società americane, mentre sono i costi variabili ad essere differenti e minori, con una percentuale che si attesta intorno al 3,5% dei proventi lordi. Inoltre, le regole di divulgazione previste per le società quotate le costringono a rendere pubbliche informazioni la cui riservatezza potrebbe risultare fondamentale per creare vantaggio competitivo. Infatti, l'obbligo di rivelare informazioni sensibili e riservate può scoraggiare le imprese dal ricercare capitale quotandosi in borsa²².

Quanto ai benefici, quotarsi permette alle società di accedere ad una fonte di finanziamento alternativa alle banche, infatti l'opportunità di accedere ai mercati azionari per ottenere fondi potrebbe essere particolarmente attraente soprattutto per le imprese con grandi investimenti attuali e futuri, elevata leva finanziaria e alta crescita. Inoltre, la quotazione permette alle società di disporre di maggiore potere contrattuale con le banche, poiché, diffondendo informazioni agli investitori, potranno avere una maggiore possibilità di finanziamento esterno; ciò comporterà costi per il finanziamento più bassi.

Ulteriori benefici derivanti dalla quotazione in borsa sono la liquidità delle azioni e la diversificazione del portafoglio per gli azionisti iniziali della società. In primis, quotarsi significa negoziare, comprare e vendere azioni all'interno di un mercato organizzato, il che rende gli scambi più economici, soprattutto per i piccoli azionisti. Invece, avviare queste trattative privatamente significherebbe iniziare una ricerca informale della controparte, con un conseguente costo considerevole per concretizzare lo scambio. Analogamente, quotare una società sul mercato fornisce ai suoi proprietari l'opportunità di diversificare il proprio investimento, disinvestendo dalla società stessa e investendo in altri asset, oppure attraverso acquisizioni della società stessa di altre partecipazioni azionarie dopo l'IPO. Oltre quanto detto, degno di nota è anche l'opportunità che hanno i proprietari di una società quotata di massimizzazione del valore, sfruttando l'IPO come passo intermedio per massimizzare i guadagni derivanti da una futura rivendita. In particolare, modificando la proporzione tra i diritti sui flussi di cassa e i diritti di controllo, i diritti patrimoniali verranno venduti a molti piccoli azionisti attraverso l'IPO, mentre il controllo della società verrà mantenuto dal proprietario della società stessa, ad esempio

²² Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). *Why do companies go public? An empirical analysis*. *The Journal of Finance*, 53(1), 27–64.

attraverso azioni con diritto di voto maggiorato o partecipazioni di controllo. Quindi, quando un futuro potenziale acquirente vorrà comprare l'intera società, i flussi di cassa saranno già “distribuiti” tra tanti piccoli azionisti, quindi non oggetto di trattativa, mentre, mantenendo il controllo, l'incumbent (attuale proprietario) riesce anche ad estrarre parte del surplus derivante dai benefici privati dell'acquirente a seguito dell'acquisto, come sinergie, vantaggi personali o potere strategico. In sintesi, mantenere il controllo della società, per poi venderlo a caro prezzo ad un acquirente strategico.

2.3 Impatto del venture capital sulla preparazione di una IPO

I venture capital, oltre a fornire finanziamenti alle società che supportano, contribuiscono soprattutto ad accrescerne il valore: entrando a far parte della compagine aziendale, riescono ad impattare positivamente su dinamiche interne all'impresa, quali performance, efficienza, produttività, innovazione... In particolare, contribuiscono soprattutto alla definizione del management, più precisamente migliorano la qualità del suo Top Management Team (TMT). Questo è fondamentale perché la qualità del TMT migliora le performance aziendali influenzando pratiche organizzative, capacità di acquisire risorse, struttura del capitale o le decisioni di exit. Il venture capitalist tende a ricoprire due ruoli per l'influenza del TMT ed il primo è quello di “selezione” o “scouting”, attraverso proprio la selezione dei migliori componenti per il management, mentre il secondo è quello di “monitoraggio” o “coaching”, offrendo supporto continuo al board. Inoltre, il miglioramento del management messo in atto dal venture capitalist risulta di fondamentale importanza soprattutto in una startup che si trova in una fase precedente a quella della quotazione in borsa. Pertanto, è importante comprendere come la qualità del TMT e il sostegno VC creino valore in caso di offerta pubblica iniziale di un'impresa, influenzando la valutazione dell'IPO di tale società e le performance operative post-IPO. In linea con il ruolo di selezione e monitoraggio, i venture capitalist saranno in grado di creare valore per le imprese aiutandole e assistendole a sviluppare i propri TMT: la presenza dei venture capital nei Consigli di amministrazione risulta, infatti, correlata positivamente al numero di cambiamenti del management in imprese private. Inoltre, studi hanno rilevato che è sempre meno probabile che imprese che conducono con successo un'IPO abbiano fondatori come CEO o comunque che ricoprono ruoli rilevanti all'interno del management. Questo è proprio il risultato dell'azione del venture capitalist, che punta alla formazione di un management costituito esclusivamente da figure competitive e con competenze, che possano far accrescere il valore effettivo e percepito

dell’azienda. Inoltre, la qualità del top management avrà un effetto positivo anche sulla crescita delle performance post-IPO e sulle valutazioni del mercato azionario al momento dell’IPO. Nel primo caso, il miglioramento delle performance operative viene influenzato soprattutto dalla capacità del management di individuare e selezionare progetti con valori intrinseci e rendimenti maggiori per qualsiasi scala data. L’influenza esercitata dal TMT sulla valutazione di un’impresa al momento dell’IPO si manifesta, invece, attraverso due canali. In primo luogo, un TMT di elevata qualità contribuisce a ridurre l’asimmetria informativa tra l’impresa e gli investitori, facilitando una stima più accurata del valore reale della società. In secondo luogo, il TMT stesso funge da meccanismo di certificazione: manager altamente qualificati trasmettono al mercato segnali positivi circa l’affidabilità e la solidità dell’impresa, inducendo gli investitori ad attribuire maggiore credibilità alle informazioni divulgate in fase di offerta (riduzione dell’underpricing)²³.

Quindi, le imprese sostenute da venture capital, anche dette VC-backed, presenteranno performance operative post-IPO migliori e superiori rispetto alle imprese non sostenute da VC, grazie al ruolo svolto dai venture capitalist nei Consigli di amministrazione delle imprese sostenute; inoltre, alle imprese VC-backed il mercato riconoscerà un maggior valore intrinseco rispetto alle imprese non sostenute da VC, poiché il mercato riconosce che i venture capitalist sono incentivati ad accompagnare alla quotazione in borsa esclusivamente imprese di qualità superiore, nelle quali vale la pena investire.

²³ Chemmanur, T. J., Simonyan, K., & Tehrani, H. (2020). *The relationship between venture capital backing, top management team human capital, and the operating performance and stock market valuation of IPO firms*. Journal of Banking & Finance, 112, 105220.

Capitolo 3: Caso studio – Facebook

3.1 Storia dell'azienda e sviluppo del business

La genesi di Facebook può essere fatta risalire al 2003 quando Mark Zuckerberg, un brillante studente di Harvard prodigo della tecnologia e dell'informatica, sviluppò un primordiale programma online destinato agli studenti dell'università chiamato “*Facemash*”. Il progetto consentiva agli utenti di confrontare le foto degli studenti dell'ateneo e valutarne l'attrattività, generando classifiche basate sui voti ricevuti. Il sito riscosse un immediato successo, con oltre 22.000 visualizzazioni in poche ore ma, tuttavia, poiché le immagini erano state utilizzate senza autorizzazione, in pochi giorni l'iniziativa sollevò controversie e fu rapidamente chiusa. In aggiunta, Zuckerberg fu anche trascinato dinanzi al Consiglio universitario, rischiando conseguenze disciplinari gravi, tra cui l'espulsione. Dopo il successo del primo progetto però Zuckerberg comprese di poter offrire alle persone uno strumento di socializzazione, iniziando così a lavorare ad un nuovo sito web. *The Facebook* vide la luce il 4 Febbraio 2004, grazie anche alla collaborazione di altri studenti, quali Eduardo Saverin, Dustin Moskovitz, Andrew McCollum e Chris Hughes, che contribuirono alla riuscita del progetto. La piattaforma venne inizialmente concepita come esclusiva per l'università di Harvard, infatti più della metà degli studenti risultarono iscritti entro un mese dall'apertura; tuttavia, da Marzo 2004, *The Facebook* venne aperto anche all' Università di Stanford, alla Columbia University e all' Università di Yale, mentre in aprile il servizio venne esteso anche al resto delle università della Ivy League, come il MIT, la Boston University e il Boston College, cosicché la maggior parte degli studenti della West Coast furono connessi. Il servizio venne ancora esteso ad altri istituti negli Stati Uniti ed in Canada e così a metà del 2004, Zuckerberg e i suoi soci decisero di aprire una società, Facebook Inc. Con l'ingresso in azienda di Sean Parker, ex fondatore di Napster, arrivò l'esperienza necessaria per progetti più ambiziosi, iniziando con il trasferimento della sede aziendale da Cambridge a Palo Alto, nel cuore della Silicon Valley, area strategicamente decisiva per l'accesso a capitali e risorse tecnologiche avanzate. Nel 2004 la startup beneficiò di un primo importante finanziamento da 500.000 dollari da Peter Thiel, co-fondatore di PayPal, che permise all'azienda di continuare a sviluppare la propria infrastruttura tecnologica e rafforzare la fase iniziale della propria attività. Un vero punto di svolta dal punto di vista strategico-finanziario avvenne però nel 2005, quando il fondo di venture capital Accel

Partners investì nella società 12,7 milioni di dollari. Questo investimento fu determinante non solo per l'afflusso di capitale, ma anche per l'autorevolezza e la credibilità conferite all'azienda all'interno dell'ambiente competitivo della Silicon Valley, favorendo ulteriori round di finanziamento negli anni successivi, con la partecipazione di altri fondi importanti, come Greylock Partners e Meritech Capital. L'apertura completa di Facebook si ebbe nel 2006, quando venne eliminato il vincolo dell'appartenenza universitaria, permettendo così a chiunque avesse compiuto 13 anni e disponesse di un indirizzo e-mail valido di accedere al social network. L'estensione del servizio fu strategica, favorendo infatti un'espansione esponenziale della base utenti che crebbe da 12 milioni nel 2006 a 100 milioni nel 2008. L'azienda intodusse inoltre funzionalità innovative e coinvolgenti, come il celebre "like", le pagine aziendali ed un sofisticato sistema pubblicitario basato sulla profilazione degli utenti, che divenne rapidamente la principale fonte di ricavi per l'azienda. Il 18 maggio 2012, l'azienda si quotò sul NASDAQ, realizzando una delle IPO più significative della storia del settore tecnologico, raccogliendo circa 16 miliardi di dollari e raggiungendo una valutazione complessiva di circa 104 miliardi di dollari. Questo evento rappresentò un momento cruciale per consolidare la posizione finanziaria dell'azienda, aumentarne la visibilità internazionale e abilitare ulteriori strategie di espansione. A partire dal 2012, Facebook adottò una politica espansionistica attraverso acquisizioni mirate, come quella di Instagram nel 2012 per circa 1 miliardo di dollari e quella di WhatsApp nel 2014 per 19 miliardi di dollari, finanziate in gran parte dai proventi derivanti dalla quotazione. Nel 2021, l'azienda intraprese un significativo rebranding, assumendo il nome di Meta Platforms, Inc., riflettendo così l'ambizione di posizionarsi quale leader nello sviluppo del metaverso attraverso tecnologie immersive quali la realtà virtuale e aumentata, nonostante le numerose incertezze tecnologiche e normative legate a questa evoluzione.

3.2 I finanziamenti ricevuti e il ruolo di Accel Partners

Facebook, dal primo giorno in cui è stata fondata, si è sempre dimostrata una startup che presentava le caratteristiche ricercate da un venture capital, oltre che un potenziale di crescita esponenziale tale da attirare l'attenzione di numerosi investitori. Non a caso, proprio nel 2004, anno di fondazione della stessa, Facebook beneficiò del suo primo importante finanziamento da 500.000 dollari, da Peter Thiel, cofondatore di Paypal, il quale ottenne una partecipazione della società, entrando a far parte del Consiglio di

amministrazione²⁴. Disporre nella compagine aziendale di una figura di spessore come Thiel, abbinata agli ambiziosi obiettivi cui mirava l’azienda, ha fatto sì che Facebook diventasse l’impresa target di molti fondi di venture capital rilevanti e di investitori istituzionali, tra cui Greylock Partners, Meritech Capital, DST Global, Goldman Sachs e Elevation Partners, permettendo all’azienda di raccogliere milioni e milioni di dollari, da poter investire non solo per la crescita della piattaforma dal punto di vista tecnologico e funzionale, ma anche per operazioni di marketing, internazionalizzazione e acquisizioni mirate. La capacità di Facebook di attrarre investitori di alto profilo è da attribuirsi, in primo luogo, al modello di business innovativo e scalabile basato su reti sociali digitali, ma anche alla rapidità con cui la piattaforma riuscì a crescere e a fidelizzare una base utenti sempre più ampia. Il fatto che, nel giro di soli quattro anni dalla sua nascita, l’azienda fosse già considerata un unicorn (startup con valutazione superiore al miliardo di dollari) conferma la portata eccezionale del fenomeno. In questo contesto, il capitale raccolto fu non solo una risorsa finanziaria, ma un volano strategico che permise all’impresa di strutturarsi, attrarre talenti chiave e consolidare il proprio vantaggio competitivo nel nascente mercato dei social network.

L’anno seguente all’investimento di Thiel, nel 2005, Facebook beneficiò di un apporto di capitale pari a 12,2 milioni di dollari da Accel Partners, uno dei fondi di venture capital più importanti nel panorama economico, in cambio di una quota azionaria di circa il 10%, valutando l’azienda 98 milioni di dollari. Questo segnò un vero e proprio punto di svolta finanziario per l’impresa, poiché Accel Partner fu il primo fondo istituzionale di venture capital a credere ed investire nel progetto, e l’investimento si rivelò uno dei più redditizi per il fondo, con una rivalutazione della partecipazione a 8 miliardi di dollari nel 2012²⁵. L’operazione fu guidata dal venture capitalist Jim Breyer, partner di Accel, che assunse da subito un ruolo attivo nella governance dell’azienda, entrando a far parte del Consiglio di amministrazione, e contribuì alla crescita e allo sviluppo strategico della stessa²⁶. La scelta di Facebook come società target fu dettata in primis dalla popolarità che da subito la piattaforma assunse tra gli studenti, come dimostra la crescita di utenti che toccò i 5,5 milioni di iscritti alla fine del 2005. Inoltre, la personalità del fondatore Mark Zuckerberg, e della sua squadra, fu un elemento cruciale nella scelta del fondo, come rilasciato da

²⁴ Brandwatch, “The Complete History of Facebook – From Thefacebook to Meta”, disponibile su: <https://www.brandwatch.com/blog/history-of-facebook/>

²⁵ Wikipedia, “Accel (company)”, disponibile su: [https://en.wikipedia.org/wiki/Accel_\(company\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Accel_(company))

²⁶ CNBC, “Facebook sets historic IPO price”, disponibile su: <https://www.cnbc.com/id/47387334>

Breyer a seguito dell’investimento: “*Tutto inizia dall’imprenditore: Mark Zuckerberg e il suo team hanno una profonda passione nel creare un’esperienza coinvolgente per gli studenti universitari. Credo che Mark e il suo team possano continuare a creare una serie di prodotti accattivanti e a lungo termine che si integreranno profondamente con l’esperienza universitaria*”²⁷. Quindi, Accel vedeva in Facebook un vantaggio competitivo a discapito dei concorrenti, soprattutto grazie alla qualità dell’esperienza utente e al potenziale della monetizzazione derivante dalla pubblicità. Infatti, proprio quest’ultima era la principale fonte di entrata di Facebook, e Zuckerberg, a seguito del capitale versatogli da Accel, intendeva ottimizzare proprio il sistema pubblicitario del sito, in particolare cercando di ottenere una migliore flessibilità nel modo in cui venivano mostrati gli annunci, implementando la fluidità e le funzionalità della piattaforma. Inoltre, un’ulteriore novità introdotta a seguito dell’investimento da parte del fondo fu la possibilità per gli ex studenti di specificare la città in cui risiedevano, così da poter rendere visibile il proprio profilo alle persone della stessa città. L’intento dietro questa scelta era quella di rendere Facebook un portale rilevante per le persone anche dopo la laurea, dunque non solo un mezzo comunicativo per studenti. Fu questa la prima mossa che portò Facebook ad aprirsi anche al di fuori del mondo universitario. Inoltre, il capitale raccolto venne utilizzato per il potenziamento dei server e per l’acquisizione di talenti tecnici e manageriali in grado di sostenere la crescente complessità dell’organizzazione. Il ruolo attivo di Accel nel Consiglio di amministrazione fu decisivo per guidare queste trasformazioni, contribuendo a una visione imprenditoriale più strutturata e a una maggiore capacità negoziale nei successivi round di finanziamento. Alla luce di questi elementi, si può affermare che il contributo di Accel Partners fu determinante non solo per la sopravvivenza e l’espansione della piattaforma, ma anche per la sua affermazione come attore di primo piano nel panorama digitale, legittimando la società anche agli occhi degli altri investitori. L’investimento del 2005 segnò di fatto l’inizio di una nuova fase nel ciclo di vita della startup, in cui le scelte strategiche vennero progressivamente orientate verso l’obiettivo di una futura quotazione in borsa.

Inoltre, importante sottolineare come Facebook abbia ricevuto per molti anni offerte di acquisizione da parte di grandi realtà, come quella di *Viacom* di 750 milioni di dollari nel 2006 o quella di *Yahoo!* di 1 miliardo di dollari nello stesso anno. Ma la linea di

²⁷ *The Harvard Crimson*, “Firm Invests \$13M in Facebook”, 27 maggio 2005, disponibile su: <https://www.thecrimson.com/article/2005/5/27/firm-invests-13m-in-facebook-a/>

Zuckerberg era sempre la stessa: rifiutare qualsiasi offerta di acquisizione e mantenere il controllo della azienda, ovviamente accettando gli importanti finanziamenti ricevuti durante gli anni, in cambio di partecipazioni della società. Tra questi bisogna ricordare l'acquisto da parte di Microsoft dell'1,6% della società per 240 milioni di dollari, dando a Facebook un valore teorico di 15 miliardi di dollari, e l'ingresso nella società di Digital Sky Technologies, la quale acquistò circa il 2% della società per 200 milioni di dollari nel 2009, a seguito di una diminuzione del valore dell'azienda a 10 miliardi di dollari.

3.2.1 Strategie chiave adottate per la IPO

L'offerta pubblica iniziale (IPO) di Facebook è avvenuta il 18 maggio 2012 presso il NASDAQ, e passa alla storia come una delle quotazioni più grandi del mercato azionario, con una capitalizzazione di mercato superiore a 104 miliardi di dollari²⁸. Il successo dell'operazione fu il frutto di una pianificazione accurata da parte dell'azienda e di strategie volte a massimizzare il capitale raccolto e a far mantenere il controllo al suo fondatore, Mark Zuckerberg.

Il motivo principale per cui Facebook decise di quotarsi fu il superamento della soglia di 500 azionisti ad inizio 2012, presentando domanda per un'offerta pubblica iniziale presso la SEC il 1° febbraio 2012. Per garantire che gli investitori iniziali mantenessero il controllo dell'azienda, una delle strategie più rilevanti pre-IPO attuate fu l'adozione di una struttura azionaria *dual-class*, che permise a Zuckerberg di mantenere il controllo della società anche dopo la quotazione. La struttura prevedeva l'emissione di due o più classi di azioni, con diritti di voti differenti: la classe A venduta al pubblico con diritti di voto limitati, ad esempio 1 ad azione; la classe B detenuta dai fondatori con diritti di voto maggiorati, ad esempio 10 ad azione. Ciò consentiva ai fondatori di mantenere il potere decisionale della società, nonostante possedevano una minoranza del capitale economico; infatti, pur detenendo circa il 22% delle azioni, grazie alla differenziazione dei diritti di voto, Zuckerberg conservava il 57% del potere decisionale²⁹. Questa scelta, sebbene criticata da alcuni analisti per la limitata capacità degli azionisti pubblici di influenzare la governance societaria, consentiva al fondatore di mantenere il pieno controllo strategico dell'azienda e assicurare continuità nella direzione.

²⁸ Crunchbase, “Facebook — Financials”, disponibile su: https://www.crunchbase.com/organization/facebook/financial_details

²⁹ Wikipedia, “Initial public offering of Facebook”, disponibile su: https://en.wikipedia.org/wiki/Initial_public_offering_of_Facebook

In aggiunta, tutta la fase precedente l'offerta pubblica è stata caratterizzata da molteplici iniziative strategiche volte ad alimentare l'interesse degli investitori retail ed istituzionali.

Degno di nota è infatti quanto messo in pratica da JPMorgan Chase - insieme a Morgan Stanley e Goldman Sachs il sottoscrittore più importante dell'operazione - durante il roadshow del 4 maggio del 2012, poco prima del giorno di apertura delle contrattazioni. La banca ridisegnò la propria sede a Manhattan con una gigantesca bandiera di Facebook, accogliendo il team dirigenziale della società per discutere del roadshow davanti a un team di vendita azionaria di 300 persone. La campagna di presentazione fu presieduta dalle figure più rilevanti della banca, tra cui spiccavano Jamie Dimon, CEO di JPMorgan Chase, Jimmy Lee storico deal maker di JPMorgan e tra i banchieri più influenti di Wall Street, e proprio quest'ultimo definì Facebook *“la prossima grande blue-chip”*³⁰. Tutto ciò comportò un aumento della domanda di azioni, da 337 a 421 milioni di azioni offerte, e per questo Facebook decise di rivedere al rialzo la forchetta di prezzo, portandola da un range iniziale di 28–35 dollari a 34–38 dollari per azione³¹.

Non da ultimo, bisogna sottolineare un'ulteriore misura tecnica prevista in fase di strutturazione dell'offerta, cioè l'adozione della cosiddetta *“opzione greenshoe”*³². Si tratta di un meccanismo comunemente utilizzato nelle IPO, che consente agli underwriter di collocare un numero di azioni superiore a quello inizialmente previsto, con la possibilità di acquistarle successivamente dalla società al prezzo di offerta. Questo strumento, pur attivandosi nei giorni successivi alla quotazione, viene predisposto prima dell'inizio della contrattazione delle azioni con l'obiettivo di stabilizzare il prezzo del titolo in caso di eccessiva volatilità.

3.3 IPO Facebook: analisi del prospetto informativo

Il 1° febbraio 2012, Facebook, Inc. ha ufficialmente depositato presso la Securities and Exchange Commission (SEC) il proprio prospetto informativo (Form S-1), avviando così il processo regolamentato che avrebbe portato la società alla sua offerta pubblica iniziale (IPO) sul mercato statunitense. Tale documento, previsto dalla normativa del Securities Act del 1933, rappresenta lo strumento principale con cui un'impresa comunica al

³⁰ *The New York Times*, “Facebook Raises \$16 Billion in I.P.O.”, 17 maggio 2012, disponibile su: <https://archive.nytimes.com/dealbook.nytimes.com/2012/05/17/facebook-raises-16-billion-in-i-p-o/>

³¹ L. Krigman e W. Jeffus, *IPO Pricing as a Function of Your Investment Banks' Past Mistakes: The Case of Facebook*, in *Journal of Corporate Finance*, vol. 38, 2016, pp. 335–344

³² T. Worstall, *Explaining Facebook's IPO: The Greenshoe*, in *Forbes*, 22 maggio 2012, disponibile su: <https://www.forbes.com/sites/timworstall/2012/05/22/explaining-facebooks-ipo-the-greenshoe/>

mercato la propria struttura, le finalità della quotazione, i dati finanziari rilevanti e i principali rischi connessi alla propria attività. L’analisi del prospetto informativo di Facebook consente pertanto di comprendere la strategia sottostante l’operazione, il posizionamento comunicativo scelto dalla società, nonché le criticità già evidenti al momento del debutto borsistico.

Il prospetto informativo si apre con una panoramica sintetica ma incisiva sull’azienda, presentandone la mission *“rendere il mondo più aperto e connesso”* e fornendo una serie di dati quantitativi volti a impressionare il lettore: al termine del 2011, Facebook dichiarava 845 milioni di utenti attivi mensili e circa 2,7 miliardi di interazioni giornaliere tra “Mi piace” e commenti. Il posizionamento comunicativo è chiaramente finalizzato a sottolineare la centralità di Facebook nella vita sociale e digitale di centinaia di milioni di individui, rafforzando così la percezione del valore della piattaforma agli occhi degli investitori. Dal punto di vista economico-finanziario, i risultati dichiarati sono notevoli. Nell’esercizio chiuso al 31 dicembre 2011, Facebook ha riportato ricavi per 3,711 miliardi di dollari, con un utile netto pari a 1 miliardo di dollari, in crescita del 65% rispetto al 2010. Tuttavia, la composizione delle fonti di reddito risulta fortemente sbilanciata: l’85% del fatturato era generato dalla pubblicità, mentre il restante 15% derivava principalmente dall’uso dei Facebook Credits nelle applicazioni sviluppate da terze parti³³. Questa concentrazione evidenziava già un primo limite strutturale: la forte dipendenza del modello di business da una singola fonte di ricavo, legata peraltro a un settore – quello pubblicitario – soggetto a ciclicità e a dinamiche di mercato molto competitive. Un aspetto particolarmente interessante del prospetto riguarda la parte dedicata ai “risk factors”, in cui la società espone in modo trasparente le principali minacce potenziali alla propria attività. Tra i rischi evidenziati spiccano:

- la capacità limitata di monetizzare il crescente traffico proveniente da dispositivi mobili;
- la vulnerabilità rispetto a cambiamenti normativi in tema di privacy e protezione dei dati personali;
- la possibilità che un calo nell’engagement degli utenti impatti negativamente sulla capacità di attrarre inserzionisti.

³³ U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), *Facebook, Inc. Form S-1 Registration Statement*, 1 febbraio 2012, disponibile su: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000119312512034517/d287954ds1.htm#toc287954_15

Tali dichiarazioni riflettono la consapevolezza, da parte del management, delle sfide ancora aperte nel processo di consolidamento del business model, soprattutto alla luce della transizione verso il mobile, che proprio in quel periodo stava acquisendo crescente rilevanza.

Uno dei passaggi più rilevanti del prospetto riguarda la struttura di governance. Facebook dichiarava l'adozione di una struttura azionaria dual-class, con azioni di Classe A (destinate al pubblico) dotate di un solo voto per azione e azioni di Classe B (detenute principalmente dal fondatore e da altri insider) dotate di dieci voti per azione. Questa configurazione, difesa nel prospetto come necessaria per garantire stabilità e continuità nella visione strategica di lungo termine, sollevò però legittimi interrogativi sul fronte della accountability e della tutela degli investitori retail. In altri termini, la separazione tra proprietà economica e potere decisionale implicava una governance fortemente centralizzata, che riduceva la capacità del mercato di influenzare le scelte aziendali.

Il prospetto informativo indicava inoltre che l'obiettivo iniziale dell'offerta era la raccolta di 5 miliardi di dollari, cifra che sarebbe stata successivamente incrementata fino a superare i 16 miliardi, in seguito all'elevata domanda emersa nella fase di bookbuilding. Le risorse raccolte, secondo quanto dichiarato nella sezione *“Use of Proceeds”*, sarebbero state destinate a “finalità aziendali generali”, tra cui capitale circolante, investimenti infrastrutturali e, potenzialmente, acquisizioni strategiche. L'assenza di una destinazione puntuale delle entrate potrebbe essere interpretata come segnale di flessibilità operativa, ma anche come indicazione di una strategia ancora in via di definizione per quanto riguarda la crescita futura. Infine, il prospetto forniva un'analisi dettagliata delle partecipazioni azionarie pre-IPO, con una chiara indicazione dei principali soggetti coinvolti nel capitale della società. Oltre a Zuckerberg, risultavano tra i maggiori azionisti Accel Partners, DST Global, Peter Thiel e altri fondi di venture capital che avevano sostenuto la crescita della piattaforma sin dai suoi primi anni. Parte dell'offerta pubblica avrebbe permesso a questi investitori iniziali di monetizzare una parte della propria partecipazione, con un effetto di parziale liquidazione delle quote storiche³⁴.

³⁴ U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), *Facebook, Inc. Form S-1 Registration Statement*, 1 febbraio 2012, disponibile su: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000119312512034517/d287954ds1.htm#toc287954_15

Nel complesso, il prospetto informativo di Facebook si presenta come un documento tecnicamente accurato e coerente con le best practice del settore, in cui l'azienda combina una narrazione di successo esponenziale con un approccio relativamente trasparente nell'esposizione dei rischi e delle criticità. L'operazione, come emerge già da questo documento, è costruita attorno a tre pilastri fondamentali: il rafforzamento della struttura finanziaria, la difesa del controllo interno e la valorizzazione di una base utenti senza precedenti. L'IPO di Facebook, in questo senso, non rappresenta soltanto un evento finanziario, ma anche un'operazione di posizionamento strategico, attraverso cui la società si presenta al mercato non come una semplice piattaforma sociale, ma come un'infrastruttura digitale globale destinata a plasmare il futuro dell'interazione online.

3.3.1 Valutazione delle performance post-IPO

La valutazione delle performance post quotazione rappresenta un elemento fondamentale per comprendere non solo l'andamento finanziario di una società a seguito dell'offerta pubblica, ma anche l'efficacia delle strategie di pricing e di posizionamento adottate durante l'offerta pubblica iniziale. Nel caso di Facebook, l'analisi delle performance successive all'IPO del 18 maggio 2012 consente di osservare un'evoluzione particolarmente significativa, contrassegnata da una fase iniziale di forte volatilità, con una perdita di fiducia da parte del mercato, e da un successivo recupero strutturale legato al riposizionamento strategico della società, in particolare sul fronte della monetizzazione del traffico mobile. L'offerta pubblica iniziale di Facebook si è conclusa con un collocamento di 421 milioni di azioni al prezzo di 38 dollari per azione, per una raccolta complessiva superiore ai 16 miliardi di dollari³⁵, che ha portato la capitalizzazione iniziale della società a circa 104 miliardi. Tuttavia, le prime ore di negoziazione furono compromesse da gravi problemi tecnici sul sistema del Nasdaq, che causarono ritardi nell'esecuzione degli ordini³⁶ e confusione tra gli investitori. Questi problemi, insieme all'assenza di un vero e proprio "IPO pop" (rialzo significativo del prezzo nel primo giorno di contrattazioni), data la chiusura del durante il primo giorno pari a 38,23 dollari, contribuirono a generare una percezione negativa dell'operazione. Nei giorni immediatamente successivi alla quotazione, gli underwriter hanno fatto ricorso all'opzione *greenshoe* per sostenere il prezzo delle azioni Facebook. In occasione

³⁵ U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), *Facebook, Inc. Form S-1 Registration Statement*, 1° febbraio 2012, disponibile su: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000119312512034517/d287954ds1.htm>

³⁶ Tim Worstall, *Explaining Facebook's IPO: The Greenshoe*, in *Forbes*, 22 maggio 2012, disponibile su: <https://www.forbes.com/sites/timworstall/2012/05/22/explaining-facebooks-ipo-the-greenshoe/>

dell'IPO, furono collocate 484 milioni di azioni, a fronte di un'offerta effettiva di 421 milioni: le 63 milioni di azioni in eccesso rappresentavano la quota short temporaneamente venduta dagli underwriter. In assenza del previsto apprezzamento iniziale, questi ultimi hanno acquistato tali azioni direttamente sul mercato secondario, contribuendo a contenere il calo del titolo attorno alla soglia di 38 dollari. Tale meccanismo di price support, sebbene temporaneo, ha svolto un ruolo significativo nel mantenere la stabilità del titolo nelle prime contrattazioni. La *greenshoe*, in quanto opzione standard prevista nelle operazioni di IPO, consente agli underwriter di vendere inizialmente un numero di azioni superiore a quello previsto, esercitando successivamente un'opzione di acquisto presso la società emittente per coprire l'eventuale short. In mancanza di un rialzo iniziale, come nel caso di Facebook, le azioni vengono riacquistate direttamente sul mercato per evitare un crollo immediato del titolo. Nonostante questi interventi, nei mesi successivi alla quotazione il titolo Facebook subì un progressivo deterioramento, scendendo al di sotto dei 30 dollari già a giugno 2012 e toccando il minimo storico di 17,73 dollari il 4 settembre dello stesso anno. Questo significativo calo, pari a oltre il 53% rispetto al prezzo di collocamento, fu determinato da una combinazione di fattori, tra cui:

1. Una valutazione iniziale particolarmente elevata, con un rapporto prezzo/utili (P/E) superiore a 100, considerato estremamente alto anche per gli standard del settore tecnologico, lasciava intravedere un potenziale rischio di sopravvalutazione da parte del mercato;
2. Dubbi sulla capacità della società di generare ricavi nel segmento mobile, che nel 2012 era ancora marginale rispetto al desktop;
3. Preoccupazioni sulla sostenibilità del modello pubblicitario, soprattutto in seguito all'annuncio di General Motors di ritirare la propria campagna da 10 milioni di dollari dalla piattaforma³⁷;
4. La pressione esercitata dalla vendita di azioni da parte degli investitori pre-IPO, tra cui Goldman Sachs e Accel Partners.

La svolta nella performance di mercato si registrò a partire dalla seconda metà del 2013, quando Facebook cominciò a dimostrare la propria capacità di adattare il modello di business al crescente utilizzo della piattaforma via smartphone. I risultati trimestrali

³⁷ Evelyn M. Rusli, *Facebook Raises \$16 Billion in I.P.O.*, in *The New York Times*, 17 maggio 2012, disponibile su: <https://archive.nytimes.com/dealbook.nytimes.com/2012/05/17/facebook-raises-16-billion-in-i-p-o/>

pubblicati nel luglio 2013 superarono le attese degli analisti, grazie all'incremento dei ricavi pubblicitari derivanti dal mobile advertising. In particolare, nel secondo trimestre del 2014, Facebook registrò un fatturato di 2,9 miliardi di dollari e un utile per azione pari a 0,42 dollari³⁸, valori che contribuirono a far salire il prezzo del titolo fino a 76 dollari, ovvero il doppio del prezzo di IPO e oltre quattro volte il minimo storico. L'incremento delle performance fu sostenuto da una strategia fortemente orientata al mobile, voluta direttamente dal CEO Mark Zuckerberg, che impose al proprio team una riconversione completa del modello pubblicitario verso dispositivi mobili. Già nel 2014, oltre due terzi dei ricavi pubblicitari provenivano da annunci visualizzati su smartphone e tablet, veicolati all'interno del *News Feed*, soluzione che si rivelò molto più efficace rispetto ai banner laterali utilizzati nella versione desktop. Inoltre, l'azienda riuscì a valorizzare ulteriormente il proprio ecosistema attraverso acquisizioni mirate, come Instagram (2012) e WhatsApp (2014), rafforzando la propria posizione nel settore dei social media e della messaggistica. Secondo lo studio empirico condotto da *Krigman e Jeffus (2016)*, l'impatto della deludente performance iniziale dell'IPO di Facebook fu tale da produrre effetti significativi sull'intero mercato delle IPO. Dopo il collocamento di Facebook, il mercato primario si arrestò per 41 giorni e l'underpricing medio aumentò sensibilmente, passando da 11,8% a 20,1%. Tale incremento fu concentrato esclusivamente nelle operazioni gestite dagli stessi underwriter di Facebook (*Morgan Stanley, J.P. Morgan e Goldman Sachs*), i quali, per compensare le perdite percepite dagli investitori istituzionali, aumentarono il livello di sottovalutazione nei successivi 85 collocamenti. Il “*money on the table*”³⁹ atteso dagli investitori sulla base dell'underpricing storico era pari a circa 2,4 miliardi di dollari; nel caso di Facebook, esso fu solo di 97 milioni, generando una perdita opportunità stimata di oltre 2,3 miliardi⁴⁰. Mentre alcune IPO dello stesso periodo non sono riuscite a mantenere le aspettative iniziali, Facebook è progressivamente diventata una delle principali blue-chip tecnologiche del mercato americano, inclusa nell'indice Nasdaq 100 e in numerosi fondi indicizzati. L'analisi delle performance post-IPO conferma che, nonostante un debutto inizialmente percepito come fallimentare, Facebook ha saputo reagire con una strategia chiara, orientata

³⁸ Facebook: *Quarterly Results and Financials*, in CNBC, 2014, disponibile su: <https://www.cnbc.com/id/47387334>

³⁹ L'espressione *money on the table* descrive la differenza tra il prezzo di collocamento delle azioni in IPO e il prezzo di chiusura al termine del primo giorno di negoziazione, moltiplicata per il numero di azioni collocate. Rappresenta quindi il guadagno immediato ottenuto dagli investitori che hanno sottoscritto le azioni in IPO, e al contempo una perdita potenziale per l'impresa emittente, che avrebbe potuto raccogliere più capitale se avesse fissato un prezzo di offerta più alto.

⁴⁰ L. Krigman e W. Jeffus, *IPO Pricing as a Function of Your Investment Banks' Past Mistakes: The Case of Facebook*, in *Journal of Corporate Finance*, vol. 38, 2016, pp. 335–344

all’innovazione, alla monetizzazione del mobile e alla valorizzazione dei propri asset relazionali. In tal senso, il caso rappresenta un esempio emblematico di come una gestione post-quotazione coerente e lungimirante possa ribaltare una narrazione negativa iniziale e consolidare la fiducia del mercato nel lungo periodo.

3.3.2 Contributo del venture capital all’operazione

Il successo dell’IPO di Facebook non può essere compreso senza tenere conto dell’impatto strategico esercitato dal venture capital lungo l’intero ciclo di sviluppo dell’azienda. Il ruolo dei fondi di venture capital non si è limitato, infatti, a fornire un sostegno finanziario iniziale, ma ha accompagnato la società in tutte le fasi cruciali della sua evoluzione, contribuendo attivamente alla sua scalabilità, al consolidamento del modello di business, alla costruzione di una solida governance e, infine, alla preparazione e strutturazione della sua quotazione pubblica. In questo contesto, il capitale di rischio si è dimostrato una leva fondamentale per l’affermazione globale di Facebook e per il successo stesso della sua offerta pubblica iniziale. Come già discusso nei paragrafi precedenti, tra i primi investitori a credere nel potenziale di Facebook vi furono Peter Thiel e Accel Partners. Tuttavia, il loro contributo non fu circoscritto alla sola iniezione di capitale, ma si estese anche al supporto strategico e alla legittimazione del progetto. Il coinvolgimento di nomi autorevoli della Silicon Valley fornì a Facebook credibilità nel circuito degli investitori professionali, oltre a facilitare l’accesso a successivi round di finanziamento. Ma l’impatto del venture capital si fece ancora più evidente nelle fasi successive, con l’ingresso di fondi come Greylock Partners, Meritech Capital, DST Global e Goldman Sachs, i quali giocarono un ruolo essenziale nella strutturazione del modello operativo e nella pianificazione delle strategie di crescita. Uno degli ambiti in cui il contributo dei venture capitalist si rivelò più rilevante fu la scalabilità del modello di business. I capitali raccolti permisero a Facebook di ampliare l’infrastruttura tecnologica, assumere figure chiave, investire in innovazione e sviluppare strumenti pubblicitari più sofisticati. I fondi non solo misero a disposizione le risorse finanziarie necessarie, ma offrirono anche competenze manageriali e accesso a un ecosistema di relazioni utili alla penetrazione di nuovi mercati. In questo modo, il venture capital agì come un vero e proprio acceleratore strategico, agevolando il passaggio da startup a piattaforma globale. Parallelamente, i fondi di venture capital furono protagonisti nella costruzione della governance. La loro presenza nei board societari contribuì a rafforzare le strutture decisionali e a professionalizzare l’assetto organizzativo, garantendo

all’azienda un’impostazione adeguata ad affrontare le sfide della crescita esponenziale. Il contributo dei fondi non fu soltanto tecnico, ma anche reputazionale: il fatto che investitori istituzionali rinomati fossero parte integrante della governance aziendale aumentò la fiducia degli stakeholder esterni, fungendo da segnale di qualità per il mercato. Un ulteriore contributo decisivo si registrò nella fase pre-IPO, dove il coinvolgimento attivo dei venture capitalist si manifestò nella definizione delle strategie di quotazione, nella selezione dei lead underwriter, nella determinazione del timing e nella valutazione dell’offerta. Grazie alla loro esperienza con precedenti operazioni sul mercato, i VC contribuirono a impostare l’IPO su basi tecniche e narrative solide. Essi parteciparono direttamente ai roadshow e collaborarono con il team di Zuckerberg nel comunicare al mercato una visione coerente e convincente del valore dell’azienda. Il loro coinvolgimento garantì inoltre un’ampia base di investitori ancor prima della quotazione, agevolando la fase di bookbuilding e rafforzando il posizionamento di mercato.

Al di là della fase preparatoria, i venture capitalist furono protagonisti anche in termini di strategia di uscita (exit strategy). Alcuni di essi decisamente di dismettere parte delle loro partecipazioni al momento della quotazione, approfittando dell’alta domanda del mercato e concretizzando rendimenti significativi. Tuttavia, molti altri scelsero di mantenere una presenza attiva anche dopo l’IPO, continuando a influenzare la governance e le scelte strategiche. La loro permanenza nell’azionariato fu percepita come un segnale positivo, contribuendo alla stabilità del titolo nei mesi successivi alla quotazione, soprattutto nei momenti di volatilità iniziale. Questo aspetto rafforza ulteriormente l’idea di un capitale di rischio impegnato non solo nella crescita, ma anche nella sostenibilità del valore generato. Dal punto di vista comunicativo, il venture capital ha giocato un ruolo chiave anche nella costruzione della narrativa aziendale. Facebook non fu presentata al mercato come un semplice social network, ma come una vera e propria infrastruttura digitale, con potenzialità espansive nei settori della pubblicità, dei contenuti e della comunicazione. Tale narrazione fu in parte plasmata con il contributo dei fondi, che, grazie alla loro esperienza, resero più efficace il posizionamento comunicativo della società presso media, investitori e analisti. Questo storytelling strategico fu essenziale per giustificare la valutazione iniziale elevata e per attrarre capitali in un contesto di forte competizione tra IPO tecnologiche. Infine, è necessario sottolineare il cosiddetto *effetto alone (halo effect)* che il successo di Facebook ha generato sull’intero ecosistema del venture capital. Fondi come Accel Partners, Greylock Partners e DST Global hanno rafforzato la propria

reputazione e visibilità internazionale, acquisendo una posizione privilegiata nel finanziamento di startup ad alto potenziale. Il ritorno economico dell'IPO, dunque, si è tradotto anche in un ritorno reputazionale, consolidando la capacità dei fondi di attrarre nuovi capitali e nuovi progetti nei cicli successivi. In questo senso, il successo di Facebook ha avuto un impatto moltiplicatore sull'industria del capitale di rischio, dimostrando come un investimento strategico, sostenuto nel tempo, possa generare benefici ben oltre la singola operazione.

CONCLUSIONI

L'analisi svolta ha messo in evidenza come il venture capital rappresenti uno strumento cruciale per sostenere la crescita delle startup innovative e guidarle verso una possibile quotazione in borsa. L'intero percorso che porta una giovane impresa a trasformarsi in una public company è caratterizzato da una sequenza di fasi complesse, in cui il capitale di rischio non solo colma il fabbisogno finanziario, ma contribuisce attivamente alla definizione della struttura organizzativa, alla composizione del top management team e alla costruzione di una governance adeguata. In questo senso, il venture capital assume un ruolo strategico che va ben oltre il semplice finanziamento, diventando un vero e proprio motore di creazione di valore.

I dati emersi nel corso della trattazione, sia nella parte teorica che in quella applicativa, confermano l'importanza della qualità degli investitori nel determinare le performance pre- e post-IPO delle imprese partecipate. Il contributo dei venture capitalist si esplica attraverso meccanismi di selezione, monitoraggio e supporto strategico, che risultano determinanti soprattutto nelle fasi di transizione verso la quotazione. In particolare, la presenza attiva di fondi nel Consiglio di amministrazione e nella definizione delle scelte manageriali influisce positivamente non solo sulla valutazione dell'impresa, ma anche sulla percezione del mercato in merito alla sua affidabilità e al suo potenziale di crescita. A ciò si aggiunge il cosiddetto effetto certificazione, attraverso il quale il coinvolgimento di fondi autorevoli segnala al mercato la qualità intrinseca dell'azienda e ne riduce l'asimmetria informativa. Il caso di Facebook rappresenta un esempio emblematico di come l'intervento del venture capital, se accompagnato da un modello di business innovativo e da una forte capacità di esecuzione, possa portare a risultati straordinari. L'investimento di Accel Partners, così come quello di altri fondi successivi, ha fornito all'azienda non solo i capitali necessari per sostenere l'espansione, ma anche le competenze e la legittimazione indispensabili per affrontare con successo il processo di IPO. L'analisi della struttura dell'offerta, delle strategie adottate e delle performance post-quotazione ha mostrato chiaramente che la presenza di investitori esperti contribuisce in modo decisivo alla gestione di fasi delicate come il pricing, la costruzione del book e la stabilizzazione del titolo nei primi mesi di contrattazione.

Alla luce di quanto emerso, sarebbe utile approfondire in futuro il confronto tra imprese sostenute da venture capital e imprese che affrontano il percorso di quotazione senza tale

supporto, al fine di valutare in maniera più ampia le differenze in termini di performance operative, qualità della governance e dinamiche di mercato. Un'estensione dell'analisi ad aziende attive in settori o aree geografiche differenti permetterebbe inoltre di verificare la replicabilità delle dinamiche osservate.

Concludendo, questo lavoro ha voluto dimostrare come dietro i grandi risultati di un'azienda come Facebook non vi sia solo una buona idea, ma anche un sistema di risorse, competenze e decisioni strategiche che si intrecciano nel tempo. Studiare queste dinamiche non significa solo comprendere un caso di successo, ma anche cogliere gli elementi che rendono possibile la trasformazione di una startup in un'impresa solida e competitiva, capace di affrontare il mercato globale e di restare nel tempo protagonista dell'innovazione.

Bibliografia

- Agstner, P., Capizzi, A., & Giudici, P. (2020). *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l. Orizzonti del Diritto Commerciale*, (2), 353–452.
- Baldock, R., North, D., & Ullah, F. (2015). *The role of private equity and debt markets in the financial landscape of high-growth SMEs*. Institute for Small Business and Entrepreneurship (ISBE).
- Bessière, V., Stéphanie, É., & Wirtz, P. (2020). Crowdfunding, business angels, and venture capital: An exploratory study of the concept of the funding trajectory. *Venture Capital*, 22(2), 135–160.
- Bergek, A., & Norrman, C. (2008). Incubator best practice: A framework. *Technovation*, 28(1–2), 20–28.
- Blank, S., & Dorf, B. (2012). *The startup owner's manual: The step-by-step guide for building a great company*. K&S Ranch Press.
- Brau, J. C., & Fawcett, S. E. (2006). *Evidence on What CFOs Think About the IPO Process*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(3), 107–117.
- Brau, J. C., & Fawcett, S. E. (2006). *Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice*. *The Journal of Finance*, 61(1), 399–436.
- Brav, A., & Gompers, P. A. (1997). *Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies*. *The Journal of Finance*, 52(5), 1791–1821.
- Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F., & Sandri, S. (2020). *Principi di finanza aziendale*. IX edizione italiana, McGraw-Hill Education, Milano.
- Caselli, S. (2020). *Private Equity and Venture Capital*. Università Bocconi.
- Castañeda Parodi, J. A. (2024). *Understanding the Role of Venture Capital Backing in IPO Short and Long Term Success* (Bachelor Thesis, Erasmus University Rotterdam).
- Celikyurt, U., Sevilir, M., & Shivdasani, A. (2010). *How an IPO Helps in M&A*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(2), 94–98.

- Chemmanur, T. J., & Fulghieri, P. (1999). *A Theory of the Going-Public Decision*. The Review of Financial Studies, 12(2), 249–279.
- Cohen, S., & Hochberg, Y. V. (2014). Accelerating startups: The seed accelerator phenomenon. *University of Chicago Press*.
- Drover, W., Busenitz, L., Matusik, S., Townsend, D., Anglin, A., & Dushnitsky, G. (2017). A review and road map of entrepreneurial equity financing research: Venture capital, corporate venture capital, angel investment, crowdfunding, and accelerators. *Journal of Management*, 43(6), 1820–1853.
- Euronext. (2021). *IPO Guide 2021: Your journey to an Initial Public Offering on Euronext*. Paris: Euronext
- Fu, Y. (2014). *The Roles of Finance at Different Growth Stages of Startups* (Master's thesis). Massachusetts Institute of Technology.
- Gallo, M., & Verdoliva, V. (n.d.). *Private Equity and Venture Capital*. Università degli Studi di Napoli Federico II.
- Gatti, S. (2009). *Venture capital: The financing of innovation*. Egea.
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145–168.
- Huang, R., Ritter, J. R., & Zhang, D. (2023). IPOs and SPACs: Recent Developments. *Annual Review of Financial Economics*, 15, 595–615.
- Hellmann, T., & Puri, M. (1999). *The Role of Venture Capital: Evidence from Startup Firms*. Stanford University Graduate School of Business.
- Krigman, L., & Jeffus, W. (2016). IPO pricing as a function of your investment banks' past mistakes: The case of Facebook. *Journal of Corporate Finance*, 38, 335–344.
- Lange, J., Rezepa, S., & Zatrochová, M. (2024). The Role of Business Angels in the Early-Stage Financing of Startups: A Systematic Literature Review. *Administrative Sciences*, 14(10), 247.
- Lerner, J., & Tåg, J. (2013). *Institutions and Venture Capital*. Industrial and Corporate Change, 22(1), 153–182.

- Mishkin, F. S., Eakins, S. G., & Beccalli, E. (2019). *Istituzioni e mercati finanziari* (9^a ed.). Pearson.
- Nabila Finanza. (2021). *Il mercato azionario*. Independently published.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*. The Journal of Finance, 53(1), 27–64.
- Ries, E. (2011). *The lean startup: How today's entrepreneurs use continuous innovation to create radically successful businesses*. Crown Publishing Group.
- Tariq, T. (2013). *Startup Financing*. Bachelor Thesis, University of Twente.
- Zingales, L. (1995). *Insider Ownership and the Decision to Go Public*. The Review of Economic Studies, 62(3), 425–448.

Sitografia

<https://www.accel.com/founder-factory?>

<https://www.affarieuropei.gov.it/it/comunicazione/europarole/start-up-o-startup/>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/borsa.html>

<https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/quotarsi-in-borsa-italiana/quotarsi-in-borsa-italianavantaggi.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/underpricing.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/venture-capital.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/private-equity.html>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crowd-funding-169.htm>

<https://www.capitalism.com/accel-what-entrepreneurs-can-learn-from-this-venture-capital-fund/>

<https://www.cemexventures.com/startup-stages-phases/>

<https://www.conflavoro.it/startup-base-finanziaria/>

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/what-is-venture-capital/>

<https://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding#c1>

<https://eqvista.com/top-investments-accel-2023/?>

<https://www.ft.com/content/3a578807-c7f0-4e06-82db-35232d401a1e?>

<https://online.hbs.edu/blog/post/startup-incubator-vs-accelerator>

https://single-market-economy.ec.europa.eu/access-finance/policy-areas/business-angels_en

<https://thehub.io/funding/accel-partners?>

<https://it.wikipedia.org/wiki/Facebook#Storia>

<https://www.fastweb.it/fastweb-plus/digital-magazine/la-storia-di-facebook/>

<https://www.brandwatch.com/blog/history-of-facebook/>

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2012-01-18/accel-s-facebook-bet-poised-to-become-biggest-ever-venture-profit-tech>

<https://www.cnbc.com/id/47387334>

<https://techcrunch.com/2010/11/22/accel-partners-fund-ix-facebook-extraordinary/>

<https://www.thecrimson.com/article/2005/5/27/firm-invests-13m-in-facebook-a/>

[https://en.wikipedia.org/wiki/Accel_\(company\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Accel_(company))

https://www.crunchbase.com/organization/facebook/financial_details

https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000119312512034517/d287954ds1.htm#toc287954_15

<https://archive.nytimes.com/dealbook.nytimes.com/2012/05/17/facebook-raises-16-billion-in-i-p-o/>

<https://www.forbes.com/sites/timworstall/2012/05/22/explaining-facebooks-ipo-the-greenshoe/>

https://en.wikipedia.org/wiki/Initial_public_offering_of_Facebook

<https://www.cnbc.com/2014/07/23/facebook-earnings-q2-2014.html>

<https://time.com/3030510/facebook-stock-doubles-ipo-price/>

<https://finance.yahoo.com/quote/META/history>

<https://money.cnn.com/2012/05/23/technology/facebook-ipo-what-went-wrong/index.htm>

<https://www.cnbc.com/video/2014/07/23/facebook-q2-beats-estimates.html>

<https://www.reuters.com/article/markets/wealth/facebook-ipo-has-halo-effect-for-venture-capitalists-idUSBRE84C06J>

<https://www.economyup.it/glossario/bootstrapping-definizione/>

<https://b-plannow.com/glossario/direct-listing/>

<https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/spac/>